

BOLETIM ECONÓMICO



Outono 2011



Banco de Portugal

EUROSISTEMA

BOLETIM ECONÓMICO

OUTONO | 2011

Volume 17, Número 3

Lisboa, 2011

Disponível em
www.bportugal.pt
Publicações



Banco de Portugal
EUROSISTEMA

BANCO DE PORTUGAL

Av. Almirante Reis, 71

1150-012 Lisboa

www.bportugal.pt

Edição

Departamento de Estudos Económicos

Design, impressão e distribuição

Departamento de Serviços de Apoio

Área de Documentação, Edições e Museu

Serviço de Edições e Publicações

Lisboa, 2011

Tiragem

200 exemplares

ISSN 0872-9794 (impresso)

ISSN 2182-0368 (*on line*)

Depósito Legal n.º 241772/06

ÍNDICE

I TEXTOS DE POLÍTICA E SITUAÇÃO ECONÓMICA

- 7 A Economia Portuguesa em 2011
- 93 Projeções para a economia portuguesa: 2011-2012

II ARTIGOS

- 103 Política de Estabilização e Ciclos de Expansão-Queda
Regras Monetárias e Macro-Prudenciais
- 113 O impacto do salário mínimo sobre os trabalhadores com salários mais baixos
- 131 Uma análise da evolução do desempenho dos estudantes portugueses no
Programme for International Student Assessment (PISA) da OCDE
- 147 As Contas Nacionais Trimestrais em tempo real: Uma análise das revisões na
última década



TEXTOS DE POLÍTICA E SITUAÇÃO ECONÓMICA



A ECONOMIA PORTUGUESA EM 2011

PROJEÇÕES PARA A ECONOMIA PORTUGUESA: 2011-2012

1. Introdução

O ano de 2011 é marcado pelo início do inadiável processo de ajustamento da economia portuguesa. Este processo deverá ser caracterizado por uma forte restringibilidade da política orçamental, por uma desalavancagem gradual mas significativa do setor privado, incluindo o setor bancário, e pelo reforço das instituições favoráveis à inovação, à concorrência e à reafetação de recursos na economia. Dada a magnitude do atual hiato entre a poupança e o investimento internos – traduzido em elevadas necessidades de financiamento externo – perspectiva-se um período de forte contração da procura interna, que não pode deixar de refletir-se no crescimento da economia portuguesa. Este ajustamento comportará elevados custos económicos e sociais, mas surge como um imperativo incontornável. De facto, apenas a concretização do pedido de assistência financeira à União Europeia e ao Fundo Monetário Internacional (FMI) em abril permitiu evitar uma situação iminente de incumprimento do Estado Português perante os seus credores. Simultaneamente, têm sido as medidas de política não convencional do Banco Central Europeu (BCE) a assegurar o financiamento do sistema bancário português, num quadro de virtual ausência de financiamento nos mercados internacionais de dívida por grosso a médio e longo prazo. Sem este apoio supranacional, o ajustamento da economia teria uma natureza abrupta, com implicações sobre o bem-estar social incomparavelmente mais adversas. O cumprimento estrito da condicionalidade associada àquele apoio surge assim como um desígnio solidamente fundado. Não obstante, a trajetória da economia portuguesa no futuro próximo encontra-se ainda rodeada de elevada incerteza, em função, nomeadamente, das características da resolução institucional da atual crise da dívida soberana na área do euro, bem como da magnitude e persistência da dinâmica de desaceleração da economia internacional.

Os desenvolvimentos mais recentes na economia internacional confirmam que a recuperação observada em 2010 não se baseava em fundamentos sustentados. Num quadro caracterizado pelo recrudescimento das tensões nos mercados financeiros internacionais, os indicadores apontam para uma tendência de desaceleração da economia global mais profunda que o antevisto, em particular nas economias avançadas. No caso da área do euro, a crise da dívida soberana intensificou-se e propagou-se a algumas das maiores economias da área. Este aumento generalizado da aversão ao risco repercutiu-se na subida dos custos de financiamento nos mercados de dívida dos países com maiores fragilidades estruturais, tal como percecionadas pelos investidores internacionais. Adicionalmente, as projeções para o crescimento económico mundial em 2011 e em 2012 foram revistas significativamente em baixa, num quadro em que a margem de intervenção das autoridades monetárias e orçamentais nas economias avançadas é relativamente limitada. Estes desenvolvimentos globais foram transmitidos diretamente à economia portuguesa. Assim, as condições monetárias e financeiras deterioraram-se consideravelmente no decurso de 2011 e a procura externa dirigida à economia portuguesa foi significativamente revista em baixa.

Neste quadro, a economia portuguesa deverá contrair acentuadamente em 2011 e mais ainda em 2012 (ver o texto “Projeções para a economia portuguesa: 2011-2012”, deste Boletim). Esta evolução será caracterizada por uma forte queda da procura interna, assim como pelo abrandamento das exportações ao longo do horizonte de projeção, traduzindo-se num ajustamento significativo dos desequilíbrios da economia portuguesa. Em particular, projeta-se uma diminuição de cerca de 6 p.p. no défice da balança corrente e de capital nestes dois anos. Este ajustamento resulta, por um lado, de algum aumento da taxa de poupança interna e, por outro, de uma significativa contração do investimento. Em particular, o investimento privado será condicionado pela elevada incerteza quanto à correção dos desequilíbrios macroeconómicos, pela deterioração das expectativas quanto ao dinamismo da economia e pela necessidade de ajustamento dos balanços das empresas face ao seu elevado nível de endividamento, num quadro de aumento das restri-

ções de financiamento pelo sistema bancário. Do lado da oferta, é particularmente marcante o facto de o emprego cair de forma contínua desde finais de 2008, dinâmica que tenderá a prolongar-se no horizonte de projecção. Deste modo, não se perspetiva uma inversão da tendência ascendente da taxa de desemprego no futuro próximo.

Os bancos desempenham um papel crucial no processo de ajustamento da economia portuguesa. De facto, o necessário processo de desalavancagem do setor privado, incluindo o setor bancário, é a consequência do elevado nível de endividamento acumulado desde a unificação monetária, num contexto de condições de financiamento muito favoráveis, e que persistiu mesmo após a eclosão da crise financeira em 2007. Num quadro de acrescida diferenciação do risco, os bancos apenas começaram a ajustar gradualmente a estrutura do seu balanço a partir do segundo semestre de 2010, tendo o crescimento do ativo do sistema bancário português desacelerado em termos homólogos para taxas próximas de zero em julho de 2011. O Programa de ajustamento económico e financeiro prevê um conjunto de ações que visam robustecer o sistema financeiro, incluindo o reforço do capital dos bancos e a convergência para uma estrutura de financiamento de mercado mais estável no médio prazo. Neste contexto, surgem com proeminência os planos de financiamento e capital a médio prazo que os oito maiores grupos bancários têm que apresentar numa base trimestral. Estes planos procuram conjugar vários objetivos estratégicos, nomeadamente no que se refere ao financiamento junto do Eurosistema, aos novos fluxos de crédito ao setor privado e à exposição ao setor público, incluindo as empresas públicas. Os planos preveem uma redução gradual do rácio crédito/depósitos de cada instituição para um nível de 120 por cento até 2014, quando relevante. No final do primeiro semestre de 2011, o rácio médio para as oito instituições situava-se em 143 por cento, menos 16 pontos percentuais do que em junho de 2010.

Neste contexto, sobressai a necessidade de os bancos privilegiarem estratégias de desalavancagem que minimizem o impacto sobre os novos fluxos de crédito ao setor privado. Neste âmbito, o Programa prevê que, em termos agregados, será necessário garantir a consistência do processo de desalavancagem com o cenário macroeconómico implícito no Programa. Esta consistência será aferida numa base contínua, nomeadamente no que se refere ao princípio de assegurar um apoio adequado aos setores mais produtivos da economia. Este apoio deverá ser concomitante com a expectável contração da atividade económica e não deverá impedir o processo de re-estruturação dos balanços das empresas e da economia em geral. Note-se que, ao longo de 2011, se tem assistido a um abrandamento generalizado, mas gradual, dos empréstimos concedidos ao setor privado não financeiro, em especial dos empréstimos concedidos a particulares. Esta evolução mitigada tem sido sustentada num aumento da captação de depósitos de clientes e na manutenção de um recurso elevado ao financiamento do Eurosistema.

O cumprimento dos objetivos orçamentais, numa perspetiva de sustentabilidade estrutural, constitui um elemento chave do ajustamento da economia. Ao longo de 2011, os resultados orçamentais de anos anteriores foram alvo de revisões por parte das autoridades estatísticas nacionais, resultando na deterioração do ponto de partida para o processo de ajustamento orçamental em curso. Adicionalmente, de acordo com a notificação dos défices excessivos de setembro, o objetivo para o défice orçamental em 2011 só será atingido com medidas adicionais significativas. No caso destas medidas assumirem um carácter temporário, o Orçamento do Estado para 2012 reveste-se de uma exigência acrescida, devendo à partida incorporar um conjunto muito considerável de medidas estruturais. Note-se, em particular, que a sustentabilidade das finanças públicas exigirá uma posição estrutural caracterizada por excedentes primários substanciais no médio prazo. A concretização deste objetivo será instrumental para assegurar o retorno do Estado – e dos restantes agentes económicos – ao financiamento nos mercados internacionais. Adicionalmente, refira-se a importância da plena implementação da Lei do Enquadramento Orçamental, bem como do programa de re-estruturação das empresas públicas. Este último implicará externalidades positivas noutras dimensões, nomeadamente ao minimizar o impacto do processo de desalavancagem do sistema bancário sobre os fluxos de financiamento ao setor privado.

Redigido com informação até final de setembro de 2011.

2. Enquadramento internacional

Ao longo de 2011 tem-se assistido a um progressivo e significativo abrandamento da atividade económica a nível global, que se segue a alguma recuperação em 2010. Embora parte da desaceleração possa ser atribuída a fatores temporários, nomeadamente o impacto económico negativo do desastre natural no Japão e o efeito desfasado do forte aumento dos preços das matérias-primas, os desenvolvimentos mais recentes indicam uma tendência de desaceleração mais profunda e prolongada. A economia mundial, em particular as economias avançadas, tem sido afetada pela elevada turbulência nos mercados financeiros internacionais, relacionada *inter alia* com o agravamento da crise da dívida soberana na área do euro. Neste período, e após os pedidos de assistência financeira externa da Grécia, Irlanda e Portugal, as preocupações dos participantes nos mercados, relativamente à situação das finanças públicas e à sua repercussão nos sistemas bancários, generalizaram-se ao longo do verão a outros países da área. Os receios das consequências económicas de uma crise de dívida nestes países provocaram fortes quedas nos mercados bolsistas e um aumento generalizado da aversão ao risco que se repercutiu em maiores custos de financiamento nos mercados de dívida dos países mais afetados e em dificuldades de liquidez nos mercados monetários. Neste contexto, os indicadores de confiança das empresas e das famílias, que já se encontravam em níveis relativamente fracos desde o início do ano, registaram uma queda significativa na generalidade dos países. Para a deterioração do sentimento económico global contribuiu também a divulgação de dados económicos desfavoráveis para os EUA e para a área do euro referentes ao segundo trimestre do ano. Esta evolução conduziu a uma forte revisão em baixa das perspetivas para o crescimento económico mundial em 2011 e em 2012 (Quadro 2.1), apesar da manutenção de previsões relativamente favoráveis para as economias de mercado emergentes. Num clima de elevada incerteza, acentuaram-se os riscos descendentes para a atividade económica, o que pode ser particularmente problemático numa altura em que a margem de atuação da política económica nas economias avançadas é relativamente reduzida, quer em termos de política orçamental quer em termos de política monetária.

Quadro 2.1

PIB TAXA DE VARIAÇÃO REAL, EM PORCENTAGEM					
	Previsões			Revisão face a Junho (em p.p.)	
	2010	2011	2012	2011	2012
Economia mundial	5.1	4.0	4.0	-0.3	-0.5
Economias avançadas	3.1	1.6	1.9	-0.6	-0.7
EUA	3.0	1.5	1.8	-1.0	-0.9
Japão	4.0	-0.5	2.3	0.2	-0.6
Área do euro	1.8	1.6	1.1	-0.4	-0.6
Alemanha	3.6	2.7	1.3	-0.5	-0.7
França	1.4	1.7	1.4	-0.4	-0.5
Itália	1.3	0.6	0.3	-0.4	-1.0
Espanha	-0.1	0.8	1.1	0.0	-0.5
Reino Unido	1.4	1.1	1.6	-0.4	-0.7
Economias de mercado emergentes e em desenvolvimento	7.3	6.4	6.1	-0.2	-0.3
Europa Central e de Leste	4.5	4.3	2.7	-1.0	-0.5
Comunidade de Estados Independentes	4.6	4.6	4.4	-0.5	-0.3
Países asiáticos em desenvolvimento	9.5	8.2	8.0	-0.2	-0.4
China	10.3	9.5	9.0	-0.1	-0.5
Índia	10.1	7.8	7.5	-0.4	-0.3
América Latina	6.1	4.5	4.0	-0.1	-0.1
Médio Oriente e Norte de África	4.4	4.0	3.6	-0.2	-0.8
África Subsariana	5.4	5.2	5.8	-0.3	-0.1
Volume de comércio mundial (bens e serviços)	12.8	7.5	5.8	-0.7	-0.9

Fonte: FMI.

Nota: Valores baseados no PIB avaliado em paridades de poder de compra.

O abrandamento da economia mundial e a deterioração das perspetivas económicas foram mais expressivos nas economias avançadas

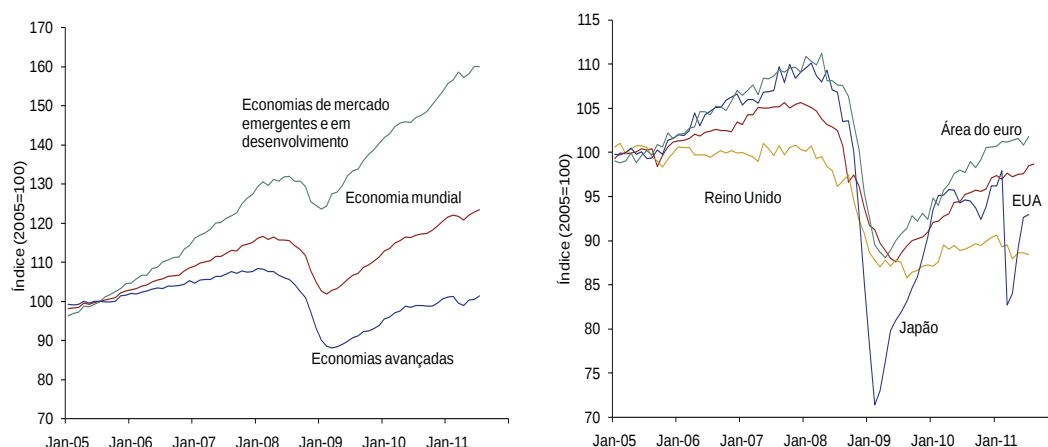
O abrandamento do crescimento económico em 2011 foi mais marcado nas economias avançadas. De acordo com as previsões do Fundo Monetário Internacional (FMI) publicadas em setembro, a economia global deverá crescer 4 por cento em 2011 o que compara com 5.1 por cento no ano anterior. Estas previsões foram revistas em baixa na sequência da intensificação da crise da dívida soberana e dos dados observados para o segundo e terceiro trimestres na área do euro e nos EUA, que se revelaram mais fracos do que o esperado. Esta dinâmica correspondeu, em parte, à antecipada moderação do ciclo global de produção industrial. No entanto, nestas economias, apesar da recuperação observada desde 2009, ainda não foram alcançados os níveis de produção industrial observados antes da crise de 2007-09 (Gráfico 2.1).

Nas economias avançadas a procura interna tem vindo a desacelerar. A recuperação do consumo privado tem sido mais frágil num contexto de manutenção de condições adversas no mercado de trabalho na maior parte das principais economias ao longo de 2011, com níveis de desemprego elevados e crescimento baixo ou nulo do emprego. Adicionalmente, em alguns países, permanece a necessidade de ajustamento dos balanços das famílias e empresas, o que tem condicionado a recuperação quer do consumo privado quer do investimento residencial. Existem ainda alguns sinais de abrandamento do consumo público, dada a necessidade premente de consolidação orçamental. Em relação aos fluxos de comércio internacional, o ritmo de crescimento das importações deverá ser inferior ao do ano anterior (Gráfico 2.2). Esta desaceleração foi particularmente marcada no segundo trimestre de 2011, antecipando-se que prossiga na segunda metade do ano e em 2012.

As economias de mercado emergentes continuaram a apresentar um crescimento económico mais forte do que as economias avançadas, reforçando as dinâmicas divergentes da economia global. O possível sobreaquecimento de algumas economias de mercado emergentes poderá influenciar os preços das matérias-primas, o que se poderá traduzir em riscos sobre os preços no consumidor a nível global. Estes efeitos poderão advir não só dos preços das matérias-primas, mas também por via do efeito riqueza resultante do aumento acentuado dos preços dos ativos, em particular nas economias onde a procura interna se encontra mais dinâmica. Não obstante, as economias de mercado emergentes poderão revelar um abrandamento, refletindo políticas monetárias mais restritivas e constrangimentos de capacidade produtiva. Adicionalmente, é provável que o abrandamento da atividade nas economias avançadas se

Gráfico 2.1

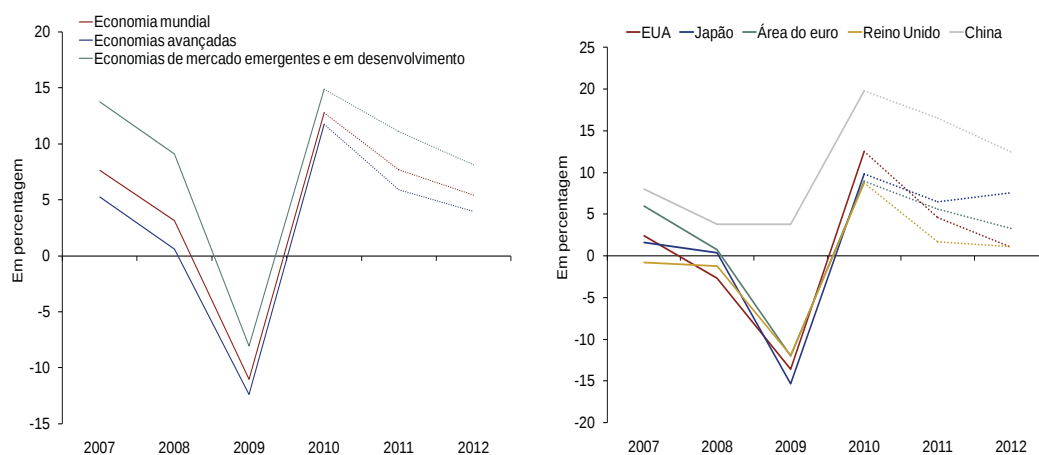
PRODUÇÃO INDUSTRIAL



Fontes: CPB, Thomson Reuters e Eurostat.

Gráfico 2.2

VOLUME DE IMPORTAÇÕES DE BENS E SERVIÇOS | TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL



Fonte: FMI.

Nota: Previsões a tracejado.

reflita negativamente sobre as exportações das economias de mercado emergentes. Nestas condições, existem alguns riscos de um abrandamento brusco, o que resultaria em efeitos negativos sobre a procura global, mas por outro lado poderia provocar um movimento descendente dos preços das matérias-primas.

A procura externa dirigida a Portugal continuou a aumentar em 2011, ainda que a um ritmo inferior ao do ano anterior

Apesar do abrandamento económico durante o primeiro semestre de 2011, a generalidade dos principais parceiros de Portugal continuaram a aumentar as suas importações a um ritmo significativo, traduzindo-se num aumento da procura externa dirigida a Portugal (Quadro 2.2). No entanto, registou-se algum abrandamento no primeiro semestre de 2011, em relação ao ano anterior. Este abrandamento foi particularmente marcado no caso do Reino Unido e dos EUA. Por outro lado, as importações de Espanha, Alemanha, França e Itália continuaram a crescer a ritmos muito expressivos. Contudo, espera-se uma desaceleração na segunda metade de 2011 e em 2012 (ver artigo “Projeções para a economia portuguesa: 2011-2012”, deste Boletim).

Quadro 2.2

IMPORTAÇÕES DE BENS E SERVIÇOS DE ALGUNS DOS PRINCIPAIS MERCADOS DE DESTINO DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS | TAXA DE VARIAÇÃO REAL

	Pesos 2010 ^(a)	2009	2010	1º semestre 2011
Espanha	26.6	-23.3	12.3	10.7
Alemanha	13.0	-15.2	16.5	11.9
França	11.8	-15.2	12.6	10.5
Reino Unido ^(b)	5.5	-11.9	8.8	1.0
EUA	3.6	-13.6	12.5	4.5
Itália	3.8	-20.2	19.7	12.4

Fontes: Thomson Reuters, Eurostat e UK-ONS.

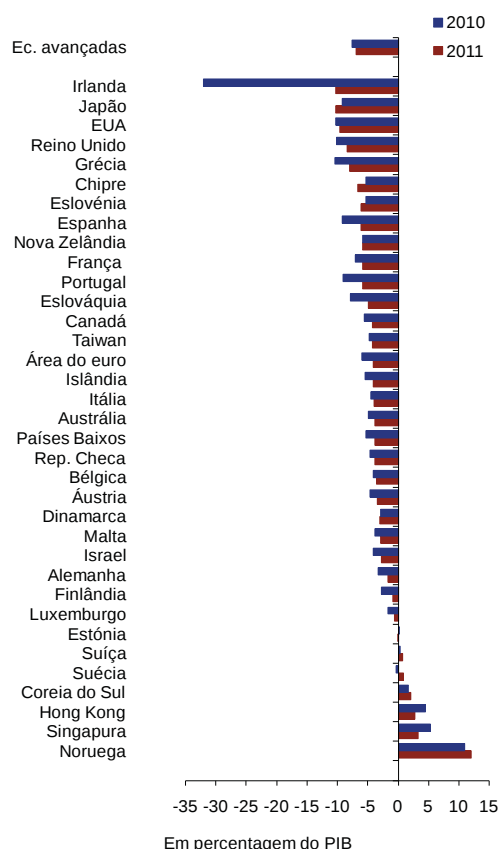
Notas: (a) Peso nas exportações portuguesas; (b) Exclui os efeitos da fraude do IVA, de acordo com estimativas do Instituto de Estatística do Reino Unido.

Reduzida margem de atuação da política económica nas principais economias avançadas

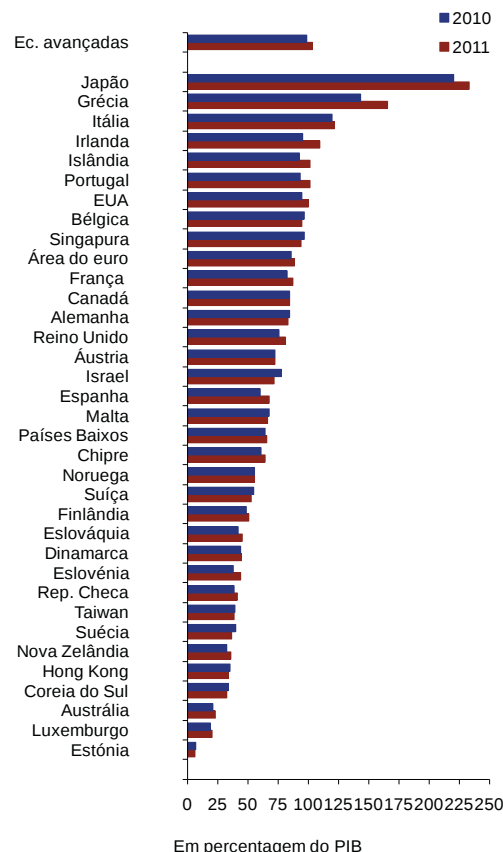
No contexto de recrudescimento das tensões nos mercados financeiros internacionais, a sustentabilidade da recuperação económica poderá ser fortemente condicionada pela margem de atuação das autoridades monetárias e orçamentais que é mais reduzida atualmente do que em 2008. Os défices e dívidas públicos nas principais economias avançadas aumentaram significativamente neste período e as taxas de juro da política monetária encontram-se em níveis mais baixos. Simultaneamente, na maioria dos países existe maior preocupação sobre a situação das finanças públicas. De facto, o nível de endividamento de alguns países é muito elevado, em particular tendo em conta os baixos crescimento económicos previstos. Na área do euro, os critérios de consolidação orçamental têm enfatizado esta preocupação, pelo que vários países têm apresentado programas de austeridade orçamental. Também no Reino Unido, EUA e Japão, as preocupações com os níveis de endividamento e a sustentabilidade das finanças públicas se têm tornado mais visíveis. Os países que deverão apresentar os mais elevados défices públicos em 2011 são a Irlanda, os EUA e o Japão. Simultaneamente, estes países estão também entre os que apresentam níveis de dívida pública bruta mais elevados, juntamente com a Grécia e a Itália (Gráfico 2.3).

Gráfico 2.3

NECESSIDADE/CAPACIDADE DE FINANCIAMENTO DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS



DÍVIDA PÚBLICA BRUTA



Fontes: FMI e Comissão Europeia.

Abrandamento do PIB dos EUA no primeiro semestre de 2011

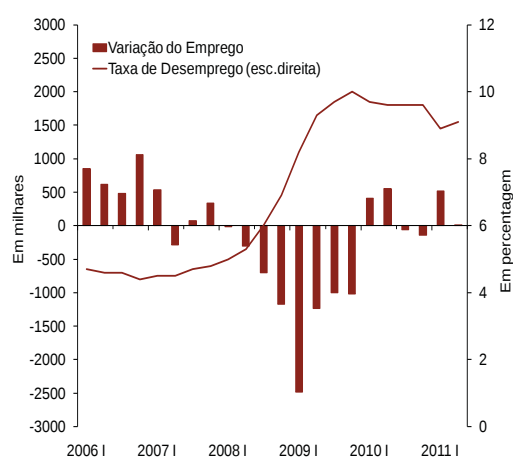
Nos Estados Unidos da América (EUA) o PIB abrandou no primeiro trimestre, em termos homólogos, de 3.1 por cento para 2.2 por cento e, no segundo trimestre, para 1.5 por cento. O abrandamento do PIB refletiu, em grande medida, a dinâmica da procura interna. Em particular, a despesa pública e o investimento privado residencial contribuíram negativamente para a variação homóloga da taxa de crescimento do PIB nos dois primeiros trimestres do ano. De acordo com os dados em cadeia, o consumo privado revelou um abrandamento significativo neste período.

O consumo privado tem sido negativamente afetado pelas condições desfavoráveis no mercado de trabalho que têm condicionado a evolução do rendimento disponível das famílias. A taxa de desemprego nos EUA permaneceu elevada (9.1 por cento em julho e agosto de 2011), sendo que a diminuição da taxa de participação poderá ter atenuado o aumento da taxa de desemprego. De facto, tem-se observado uma subida limitada do número de postos de trabalho nos últimos meses. Apesar da redução do rendimento disponível, a taxa de poupança estabilizou (ligeiramente acima de 5 por cento, em percentagem do rendimento disponível), o que é explicado pelo fraco crescimento do consumo privado. A confiança dos consumidores e dos empresários tem permanecido em níveis baixos, influenciada pelos resultados negativos do mercado acionista e pela inexistência de sinais claros de uma recuperação no mercado de habitação (Gráfico 2.5).

A economia norte-americana deverá crescer em 2011 e 2012 a ritmos significativamente inferiores aos de 2010. Contudo, a evolução da economia estará condicionada pela remoção de estímulos orçamentais, nomeadamente colocando em causa a recuperação ainda incipiente nos mercados de trabalho e da habitação (Gráfico 2.4 e 2.5). A necessidade de implementar medidas de correção orçamental poderá ainda constituir um fator de restringibilidade à atividade económica nos próximos anos. Adicionalmente, a possibilidade de propagação da crise soberana na área do euro e de novos aumentos dos preços das matérias-primas poderão também limitar a recuperação económica dos EUA. Neste contexto, a política monetária deverá continuar acomodatória, mantendo-se as taxas de juro de referência baixas pelo menos até meados de 2013, como foi anunciado pela Reserva Federal. No final de setembro, a Reserva Federal anunciou ainda que iria alterar a maturidade média da sua carteira de títulos norte-americanos de dívida pública, vendendo os títulos com maturidades até aos 3 anos e comprando o mesmo montante de títulos com maturidades entre 6 e 30 anos. Esta medida, apelidada de *Operation Twist*, visa a redução das taxas

Gráfico 2.4

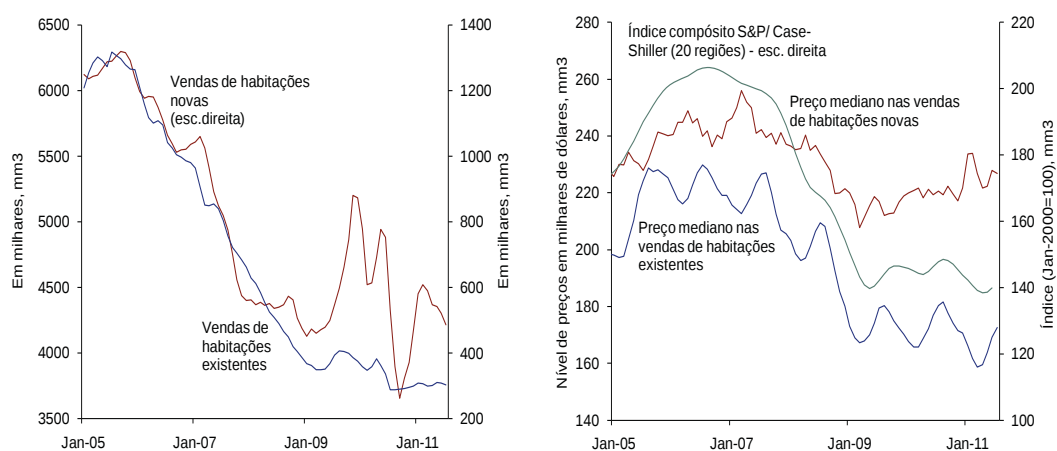
EUA - VARIAÇÃO DO EMPREGO E TAXA DE DESEMPREGO



Fonte: Thomson Reuters.

Gráfico 2.5

EUA – INDICADORES DO MERCADO DA HABITAÇÃO



Fonte: Thomson Reuters.

de juro de longo prazo contribuindo para o melhor funcionamento dos mercados financeiros e para a promoção da recuperação económica.

Na área do euro, o abrandamento da atividade económica no primeiro semestre de 2011 deverá continuar em 2012, perante uma procura interna pouco dinâmica e efeitos negativos da crise da dívida soberana

Na área do euro, embora o primeiro trimestre tenha revelado um crescimento económico positivo de 0.8 por cento em cadeia e 2.4 por cento em termos homólogos, o segundo trimestre revelou um abrandamento mais forte do que o antecipado pelos participantes nos mercados financeiros, para 0.2 por cento em cadeia, influenciado pelo contributo negativo da procura interna. Em particular, o consumo privado registou uma queda de 0.2 por cento em cadeia, após o crescimento de 0.2 por cento no trimestre anterior, e a formação bruta de capital fixo praticamente estagnou (0.2 por cento após 1.8 por cento no primeiro trimestre). O consumo público aumentou moderadamente no primeiro trimestre e diminuiu no segundo, em cadeia, contribuindo apenas ligeiramente para o crescimento do PIB no conjunto do primeiro semestre. O contributo das exportações líquidas manteve-se inalterado, apesar da diminuição do dinamismo das importações e das exportações. A desaceleração do crescimento em cadeia no segundo trimestre foi exacerbada pelo efeito de base resultante de um crescimento mais forte no primeiro trimestre, que se deveu em parte a fatores temporários. Apesar da heterogeneidade entre os países membros, na maioria dos países verificou-se um abrandamento no crescimento do PIB no segundo trimestre, com a exceção de Itália, Áustria, Finlândia e Portugal.

Na Alemanha, o crescimento do PIB foi de 1.3 por cento em cadeia no primeiro trimestre e de 0.1 por cento no segundo. Apesar do abrandamento registado no segundo trimestre, a economia tem apresentado uma das dinâmicas mais fortes da área do euro. Simultaneamente, o mercado de trabalho tem evoluído de forma favorável, registando-se uma diminuição da taxa de desemprego para níveis significativamente abaixo da média da área do euro. Em França, o crescimento económico no primeiro semestre foi um pouco mais fraco (0.9 por cento em cadeia no primeiro trimestre e estagnação no segundo trimestre). O mercado de trabalho tem sido marcado pelo aumento da taxa de desemprego e pelo congelamento dos salários para os funcionários públicos, no âmbito de um conjunto de medidas de contenção orçamental. Também em Itália e em Espanha o crescimento do PIB foi muito moderado no primeiro semestre, dado o fraco contributo do consumo privado. Em ambos os países, o contributo da

formação bruta de capital fixo do setor da construção foi negativo. Em Espanha, a taxa de desemprego manteve a tendência de aumento desde o início do ano, situando-se em níveis acima de 20 por cento. Em Itália, pelo contrário, verificou-se uma ligeira diminuição da taxa de desemprego. Na Irlanda, a taxa de crescimento do PIB no primeiro trimestre foi de 1.3 por cento em cadeia e, no segundo trimestre, de 1.6 por cento, tendo a dinâmica das exportações líquidas compensado o abrandamento do consumo privado. A taxa de desemprego voltou a aumentar em agosto para 14.5 por cento. Na Grécia, o crescimento do primeiro trimestre foi também positivo mas moderado, 0.2 por cento em cadeia, enquanto em termos homólogos se têm observado quedas acentuadas do PIB (8.1 e 7.3 por cento no primeiro e segundo trimestres, respetivamente).

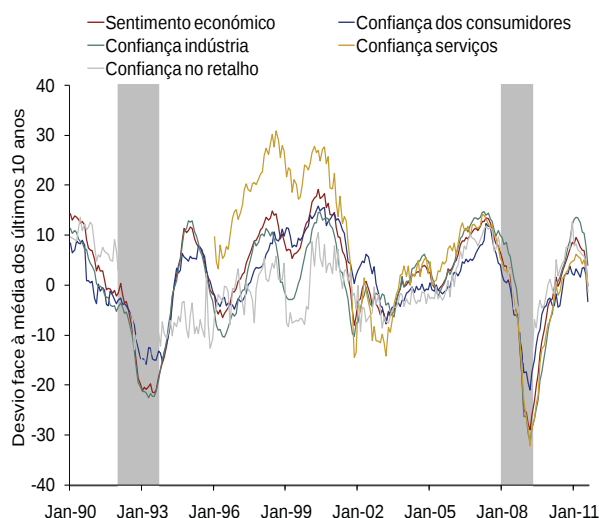
A evolução dos indicadores de confiança da área do euro sugere a continuação de um crescimento económico moderado. A confiança dos consumidores apresentou uma tendência decrescente desde fevereiro deste ano. Para esta evolução contribuiu a manutenção das condições pouco favoráveis no mercado de trabalho, com a manutenção da taxa de desemprego em cerca de 10 por cento. O rendimento disponível das famílias aumentou muito moderadamente em termos nominais no primeiro trimestre, tendo diminuído em termos reais. A confiança dos empresários diminuiu no primeiro semestre e no início do terceiro trimestre, encontrando-se em contração no caso da indústria transformadora, comércio a retalho e construção (Gráfico 2.6). Os desenvolvimentos no mercado da habitação têm também contribuído para este sentimento negativo. Na maioria dos países, os preços das habitações estão em níveis inferiores aos do início da crise. Como exceção encontram-se os países onde o crescimento dos preços foi anteriormente mais moderado, como é o caso de Portugal e da Alemanha. Em sentido divergente, os preços em França têm continuado a subir substancialmente (Gráfico 2.7).

As autoridades europeias adotaram novas medidas para conter a crise da dívida soberana

Em 2011, a economia da área do euro foi marcada pela intensificação da crise da dívida soberana, que entrou numa nova fase. Em particular, mantiveram-se sob pressão os países que já recorreram à ajuda financeira internacional, e em outros países, como Espanha e Itália, as taxas de rendibilidade dos títulos de dívida pública aumentaram significativamente nos meses de julho e de agosto de 2011, resultando

Gráfico 2.6

ÁREA DO EURO – INDICADORES DE CONFIANÇA

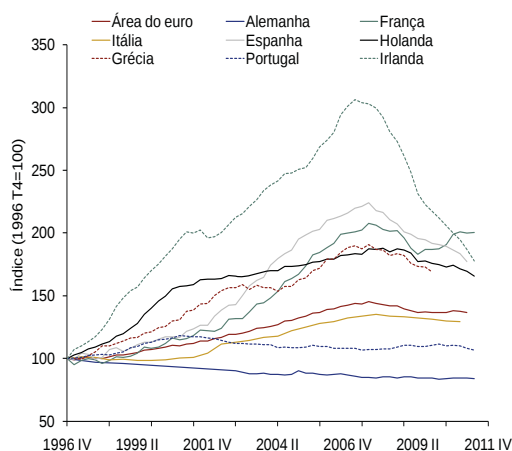


Fontes: Comissão Europeia e CEPR.

Nota: As áreas a cinzento correspondem aos períodos de recessão identificados pelo CEPR.

Gráfico 2.7

ÁREA DO EURO – PREÇOS DA HABITAÇÃO EM TERMOS REAIS



Fontes: BCE, Eurostat e Thomson Reuters.

Notas: Preços da habitação deflacionados pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor. Os preços em França e Holanda referem-se a habitações existentes. Nos restantes países dizem respeito a todas as habitações (novas e existentes). Na Alemanha os dados anteriores a 2003 são anuais. Na Grécia dados disponíveis até 2009.

numa substancial deterioração das condições de financiamento do setor público e também dos bancos nestes países.

A intensificação dos receios sobre a sustentabilidade das finanças públicas em países da área do euro iniciou-se no final do segundo trimestre de 2011 perante a necessidade da Grécia recorrer a um segundo pacote de ajuda financeira. O primeiro empréstimo concedido pela União Europeia e pelo FMI à Grécia, aprovado a 9 de maio de 2010, tornou-se insuficiente para fazer face às necessidades do país e permitir o acesso a financiamento de mercado. De facto, no início do mês de julho tornou-se claro que não seria possível para a Grécia o retorno a uma trajetória sustentável de crescimento da dívida pública sem ajuda externa adicional, tendo requerido um segundo pacote de apoio financeiro à União Europeia (UE) e ao FMI, em julho de 2011.

Perante o aumento do risco de contágio a outros países, as autoridades europeias acordaram, a 11 de julho, um conjunto de medidas no sentido de alargar o âmbito de intervenção em situações que ameaçam a estabilidade financeira. O Mecanismo de Estabilização Europeu, que deverá substituir o atual Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEEF) em meados de 2013, deverá permitir: 1) uma intervenção nos mercados financeiros de forma preventiva; 2) a recapitalização de instituições financeiras através de linhas de crédito aos governos mesmo em países que não estejam incluídos nos programas de apoio financeiro; 3) a intervenção em mercados secundários de dívida desde que o BCE reconheça a existência de condições excecionais nos mercados financeiros e riscos para a estabilidade financeira.

A 21 de julho, os chefes de Estado ou de governo da área do euro e das instituições da União Europeia (UE) apresentaram um acordo sobre o novo programa de assistência financeira à Grécia onde, para além da concessão de um segundo empréstimo no valor de 109 mil milhões de euros e da redução da taxa de juro aplicada e extensão da maturidade, ficou acordado o envolvimento voluntário do setor privado, em moldes que ainda não foram totalmente definidos. Os investidores privados, representados pelo *Institute of International Finance*, deverão concordar com a redução de parte da dívida, num programa que poderá incluir o *swap* de obrigações. Algumas das ações previstas neste plano incluem a troca de obrigações de dívida pública grega que estejam a atingir a maturidade por novas obrigações com maturidade de 30 anos, sem qualquer redução do pagamento do valor nominal da obrigação, ou a troca de obrigações implicando a redução do valor nominal mas permitindo aos investidores maiores juros e/ou garantias.

Para além destas medidas, foi acordada a extensão das maturidades dos empréstimos concedidos a Portugal e à Irlanda ao abrigo dos programas de assistência financeira, assim como a redução da taxa de juro aplicada. As maturidades dos empréstimos concedidos a estes países deverão aumentar dos atuais 7.5 anos para um mínimo de 15 anos e máximo de 30, com um período de carência de juros de 10 anos. As taxas de juro a aplicar nos empréstimos concedidos pela UE deverão ser equivalentes às taxas de juro aplicadas nos empréstimos concedidos através do mecanismo de apoio financeiro a médio prazo às balanças de pagamentos dos Estados-Membros, o que atualmente corresponde a cerca de 3.5 por cento. Estas novas medidas deverão melhorar a sustentabilidade da dívida pública nos países com financiamento da UE.

Neste quadro, importa igualmente sublinhar que, no âmbito da regularização do normal funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária, o BCE procedeu à compra de títulos de dívida pública de Itália e de Espanha no mercado secundário. Esta medida contribuiu também para atenuar a turbulência sentida nos mercados financeiros.

Na área do euro, o abrandamento da atividade económica deverá continuar em 2012

Para o segundo semestre de 2011 e para 2012, o FMI prevê uma desaceleração do crescimento económico na área do euro. Na mesma linha, as projeções macroeconómicas dos especialistas do BCE também apontam para um abrandamento do crescimento do PIB: entre 0.4 e 2.2 por cento para 2012 (1.4-1.8 por cento em 2011). A economia da área do euro será negativamente influenciada pelos efeitos da crise financeira, em particular num contexto em que se mantenha a incerteza quanto às respostas das autoridades europeias quanto à crise da dívida soberana. Adicionalmente, o abrandamento da economia global tenderá a condicionar negativamente as perspetivas para o crescimento das exportações da área do euro. Na Alemanha e em França, onde o crescimento económico tem sido mais forte, espera-se a continuação do abrandamento já observado no segundo trimestre. Em Itália, o ritmo de crescimento tem sido mais fraco, esperando-se um crescimento muito moderado ou estagnação para 2012. Em Espanha, após a recessão de 2010 e um crescimento muito moderado em 2011, as perspetivas do FMI apontam para uma recuperação em 2012 (Quadro 2.1).

No Reino Unido, permanecem ritmos de crescimento muito moderados

No Reino Unido, o crescimento económico do segundo trimestre foi também dececionante, abrandando de 0.5 para 0.2 por cento em cadeia, pelo que as autoridades monetárias procederam à revisão em baixa das suas previsões de crescimento. A procura interna tem apresentado uma evolução particularmente negativa. A diminuição do consumo privado encontra-se condicionada pelo desenvolvimento pouco favorável no mercado de trabalho: a taxa de desemprego aumentou, os salários nominais cresceram moderadamente e o número de empregados diminuiu, no segundo trimestre. A confiança dos consumidores, sem sinais de melhoria expressiva, sugere a manutenção de um consumo privado enfraquecido. O elevado nível de inflação, medido através dos preços no consumidor, contribuiu, adicionalmente, para a redução do rendimento real das famílias. Por outro lado, as exportações têm contribuído positivamente para o PIB. As perspetivas para a economia do Reino Unido estão condicionadas pelas medidas substanciais de consolidação orçamental.

Moderação do crescimento económico na China

A China tornou-se, em 2010, o principal fornecedor extracomunitário de Portugal. A evolução da economia da China foi marcada, no primeiro semestre do ano, pelo receio de um abrandamento demasiado pronunciado, sugerido pelos indicadores de confiança dos empresários e por receios de uma correção abrupta no mercado da habitação. Contudo, os dados económicos divulgados sugerem a manutenção de um

crescimento dinâmico mas com alguma moderação, em grande parte devida à política monetária mais restritiva. Desde o início do ano, a autoridade monetária da China subiu em 75 pontos base a taxa de juro de referência dos empréstimos, assim como aumentou os coeficientes de reservas mínimas a aplicar aos bancos (Gráfico 2.8). Adicionalmente, o governo chinês tomou medidas no sentido de abrandar a dinâmica do mercado da habitação, tais como a penalização através de impostos da procura de segunda habitação e casas de luxo, e o aumento da oferta de habitações sociais ou habitações a custo controlado.

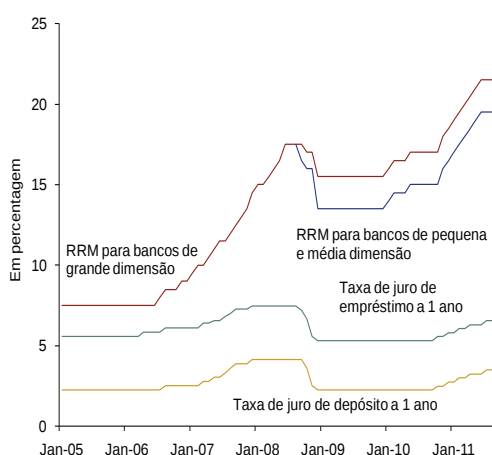
O crescimento do PIB da China abrandou na primeira metade de 2011, face ao ano anterior, mas manteve-se ainda em níveis elevados, no primeiro e segundo trimestres: a taxa de variação homóloga observada foi de 9.7 e 9.5 por cento, respetivamente; a taxa de variação em cadeia situou-se em 2.1 e 2.2 por cento, respetivamente. Em termos acumulados, no primeiro semestre o principal contributo para o crescimento do PIB foram as despesas de consumo final, seguidas do investimento. No primeiro semestre de 2011, o contributo das exportações líquidas foi negativo. Em termos do consumo privado, os dados das vendas a retalho até julho não revelaram um abrandamento significativo, o que sugere a continuação do forte dinamismo desta componente. Também ao nível da produção industrial, o crescimento acumulado em 2011 permite perspetivar um forte crescimento económico. Os sinais de maior abrandamento são revelados pelos indicadores monetários, tendo-se observado a diminuição da taxa de crescimento em termos homólogos do crédito concedido por instituições financeiras de 19.9 por cento no final do ano passado para 16.6 por cento em julho, a par com a diminuição da taxa de variação anual do agregado monetário M2.

Subsistem riscos para a economia internacional provenientes dos desequilíbrios globais

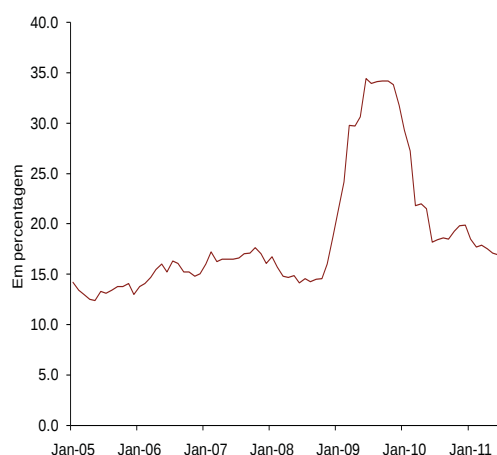
O abrandamento dos fluxos de comércio internacional contribuiu para a deterioração das contas externas em alguns países. Com vista à resolução dos desequilíbrios globais, o grupo das 20 principais economias a nível mundial (G20) chegou, em fevereiro, a um acordo quanto à monitorização de um conjunto de indicadores económicos nas diversas economias. Os indicadores, que visam a deteção dos desequilíbrios económicos, incluem os níveis de dívida e défice público, a taxa de poupança e o nível de dívida privada. Adicionalmente, o conjunto de indicadores para o acompanhamento dos desequilíbrios externos inclui o défice externo e os fluxos de investimento e transferências internacionais, que deverão também ter

Gráfico 2.8

CHINA - INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETÁRIA



CHINA - CRÉDITO CONCEDIDO POR INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS TAXA DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA



Fonte: CEIC.

Nota: A sigla RRM refere-se ao Rácio de Reservas Mínimas.

em conta a taxa de câmbio e as políticas macroeconómicas, incluindo a monetária e a orçamental. A evolução destes indicadores deverá ser acompanhada a nível multilateral, estabelecendo-se orientações para cada economia em particular.

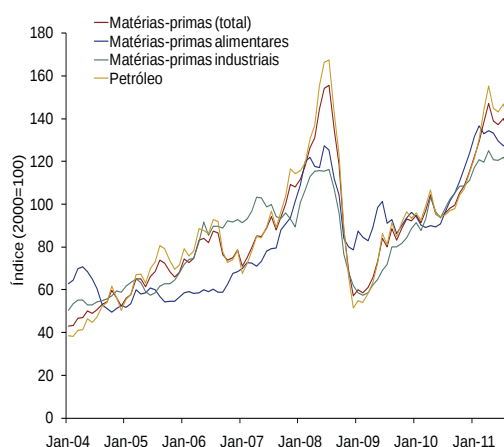
No Parlamento Europeu, deverá ser aprovado o pacote legislativo proposto pela Comissão em setembro de 2010 e que contém um conjunto de medidas no sentido de reforçar a governação económica na UE e na área do euro. Este pacote inclui dois objetivos: uma maior prevenção e ação corretiva para garantir a sustentabilidade orçamental e a redução dos desequilíbrios macroeconómicos e promoção da competitividade.

Apesar do abrandamento económico, os preços das matérias-primas aumentaram no primeiro semestre de 2011

O preço das matérias-primas nos mercados internacionais aumentou significativamente desde o final do ano passado até abril deste ano (Gráfico 2.9). No segundo trimestre observou-se alguma moderação e até uma diminuição dos preços, na sequência da deterioração das perspetivas de crescimento mundial. Em 2011, os preços dos bens alimentares atingiram o seu valor mais elevado no primeiro trimestre, tendo posteriormente descido moderadamente. Os preços dos bens industriais também registaram um aumento, ainda que menos acentuado. Para além dos bens alimentares, o petróleo foi um dos principais responsáveis pela subida dos preços das matérias-primas, tendo atingido o valor mais elevado do ano também em abril. Esta evolução foi, por um lado, motivada pela forte procura de matérias-primas em algumas economias de mercado emergentes, como a China e a Índia, onde o crescimento económico tem sido muito forte e intensivo em matérias-primas. Por outro lado, registaram-se também algumas limitações do lado da oferta. Em particular, as tensões políticas no Norte de África e Médio Oriente criaram alguns receios, que se vieram a materializar, de interrupção do fornecimento de petróleo em importantes países produtores. A produção de petróleo na Líbia representava em 2010, e de acordo com dados da Agência Internacional de Energia, cerca de 2 por cento da oferta mundial desta matéria-prima. Contudo, outros países produtores de petróleo têm contribuído para a manutenção do nível das existências, conduzindo a uma moderação desta subida dos preços já no segundo trimestre de 2011. Para o segundo semestre de 2011 espera-se a continuação da moderação dos preços das matérias-primas, tendo em conta o

Gráfico 2.9

PREÇOS INTERNACIONAIS DE MATÉRIAS-PRIMAS EM DÓLARES



Fonte: Hamburgisches Weltwirtschafts Institut (HWWI).

abrandamento da economia mundial e o desanuviamento das tensões políticas. No caso do petróleo, os preços implícitos nos mercados de futuros no início de setembro indicavam a manutenção dos preços nos próximos trimestres, ainda que permaneçam em níveis muito elevados relativamente aos observados no ano anterior.

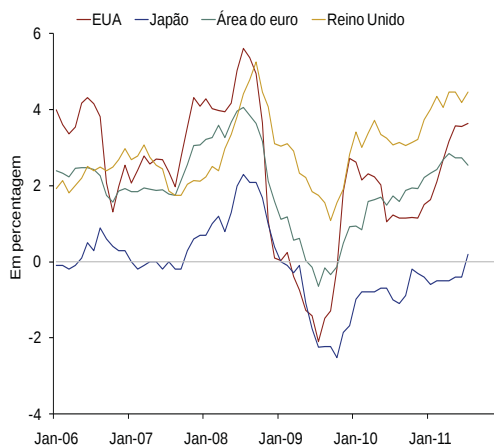
Aumento da inflação quer nas economias avançadas quer nas economias de mercado emergentes

A inflação medida pelos preços no consumidor aumentou nas principais economias avançadas, face ao observado no final do ano passado (Gráfico 2.10). Apesar destes desenvolvimentos, no Reino Unido e nos EUA as políticas monetárias mantiveram-se acomodáticas, contrastando com a área do euro onde se verificou alguma redução do caráter acomodatório da política monetária.

Nas economias de mercado emergentes, a inflação continuou a aumentar em 2011. Na China, apesar da política monetária mais restritiva, a inflação atingiu 6.5 por cento em julho, face a 4.6 por cento no final do ano passado. No Brasil, a inflação aumentou para 7.2 por cento em agosto (4.2 por cento em dezembro de 2010). Contudo, face à perspetiva de abrandamento económico global e à contínua pressão de apreciação do real, o banco central decidiu em setembro a redução da taxa de juro oficial em 50 pontos base. A Turquia também decidiu a descida da taxa de juro de referência, em agosto. Neste contexto, permanecem os riscos de subidas mais acentuadas dos preços no consumidor, perspetivando-se que a inflação continue a registar níveis elevados nas economias de mercado emergentes.

Gráfico 2.10

INFLAÇÃO | TAXA DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA



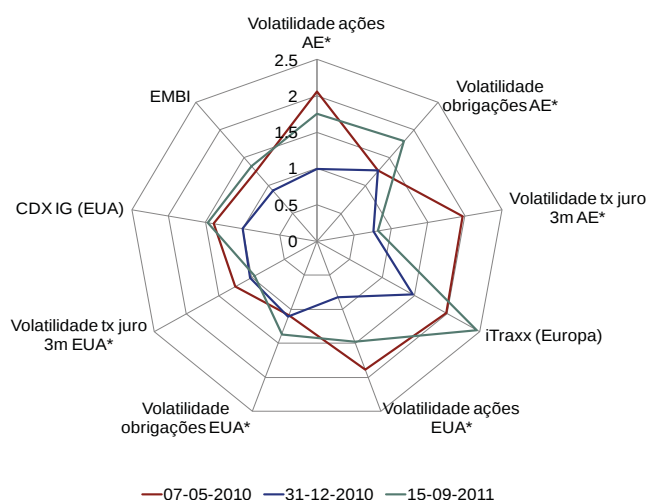
Fonte: Thomson Reuters.

Apesar das respostas das autoridades europeias aos receios da sustentabilidade das finanças públicas, os mercados financeiros registaram elevada turbulência, que se intensificou a partir de julho

A volatilidade nos mercados financeiros internacionais aumentou com a discussão sobre a situação orçamental grega e a necessidade do envolvimento do setor privado numa eventual reestruturação da dívida pública. A volatilidade nos mercados obrigacionista e acionista atingiram níveis semelhantes aos do período mais crítico da crise financeira de 2007-09, logo após a falência do banco de investimento *Lehman Brothers* em setembro de 2008 (Gráfico 2.11). Esse paralelismo foi particularmente expressivo

Gráfico 2.11

INDICADORES DE RISCO NOS MERCADOS FINANCEIROS

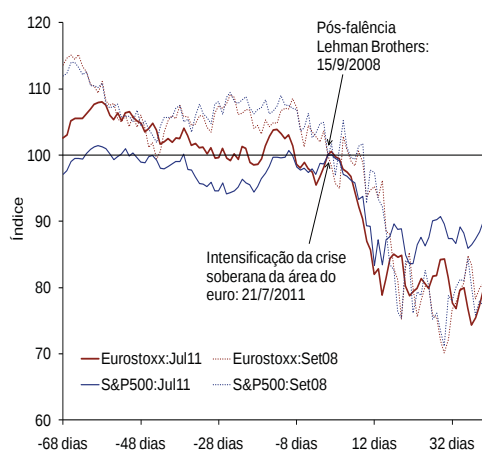


Fontes: Thomson Reuters, Bloomberg e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: A escala representa o rácio entre os valores para o indicador na data indicada e no dia 31/12/2009. *iTraxx* é o índice de CDS sobre empresas europeias. *CDX IG* é o índice de CDS sobre empresas da América do Norte. EMBI é um índice que mede o diferencial das taxas de juro de dívida pública de economias de mercado emergentes face à dos EUA. * Volatilidades implícitas nas opções sobre o contrato de futuro mais próximo sobre o respetivo instrumento.

Gráfico 2.12

EVOLUÇÃO DIÁRIA DOS ÍNDICES ACIONISTAS



Fonte: Thomson Reuters.

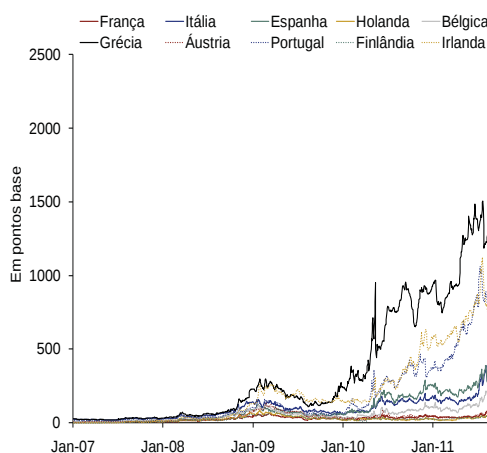
Nota: Dados diários até 15 de setembro; Dia 0=100 refere-se a 15/09/2008 nas linhas tracejadas e a 21/07/2011 nas linhas a cheio.

quanto à diminuição dos preços nos mercados acionistas, sobretudo na área do euro (Gráfico 2.12).

As tensões nos mercados financeiros internacionais foram intensificadas pelos receios de risco sistémico na área do euro. Para além dos países com programas de ajuda financeira, como é o caso da Grécia, da Irlanda e de Portugal, outros países apresentam elevados níveis de défice ou dívida pública, aumentando os receios dos investidores internacionais quanto à sustentabilidade das suas finanças públicas. Neste contexto, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública aumentaram em Espanha, Itália, Bélgica e, em menor escala, em França. Esta evolução contrasta com as taxas de rendibilidade de outros países

Gráfico 2.13

DIFERENCIAIS FACE À ALEMANHA DAS TAXAS DE JURO DE DÍVIDA PÚBLICA A 10 ANOS



Fonte: Thomson Reuters.

da área do euro, como é o caso da Alemanha, Holanda e Áustria. Este segundo grupo de países poderá estar a beneficiar do aumento da procura de ativos de refúgio dentro da área do euro (Gráfico 2.13).

A evolução das taxas de rendibilidade nos países membros da área do euro foi ainda influenciada pelo Programa dos mercados de títulos de dívida da área do euro (*Securities Markets Programme*, SMP) conduzido pelo BCE. Este programa iniciou-se em maio de 2010, tendo em vista a regularização do normal funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária, através da estabilização dos segmentos de mercado disfuncionais por meio de compras em mercado secundário de títulos de dívida pública de alguns países. A partir de agosto de 2011, foi anunciada a extensão do programa passando a incluir títulos de dívida pública espanhola e italiana. A intervenção do BCE no âmbito do SMP permitiu conter o movimento ascendente das taxas de rendibilidade em Espanha e Itália, contribuindo também para alguma redução em Portugal e na Irlanda.

Os receios quanto ao risco de crédito da dívida soberana em países da área do euro não se estenderam a outras economias internacionais. As taxas de rendibilidade no Reino Unido e nos EUA situaram-se em níveis baixos, mantendo a tendência do ano anterior (Gráfico 2.14). De facto, nestas economias, os títulos de dívida pública têm beneficiado significativamente do aumento da procura de ativos de refúgio, num contexto de maior aversão ao risco.

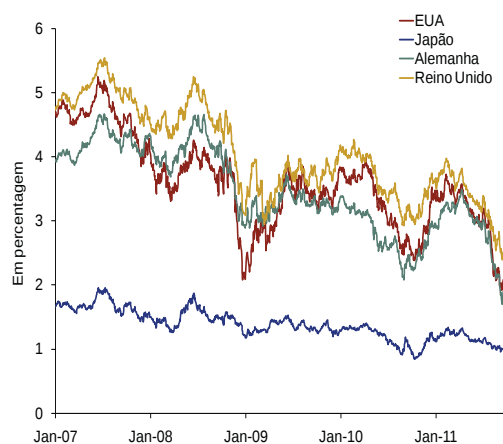
No caso dos EUA, a manutenção das taxas de rendibilidade em níveis baixos ocorreu apesar da agência de notação de crédito Standard & Poor's ter procedido à redução da classificação de crédito atribuída à dívida soberana de longo prazo, de AAA para AA+. Esta decisão teve em conta o nível elevado da dívida pública e os riscos políticos que podem condicionar a sua trajetória futura. De acordo com dados do FMI, o défice orçamental deverá atingir 9.6 por cento do PIB, em 2011, e a dívida pública 100 por cento do PIB.

Receios sobre a vulnerabilidade do setor bancário na Europa

A Autoridade Bancária Europeia procedeu a um novo exercício de resistência dos sistemas bancários de alguns países europeus face a cenários macroeconómicos adversos, à semelhança do que foi realizado no ano anterior. Os resultados revelaram uma elevada resiliência por parte dos bancos europeus, ainda que tenha surgido a recomendação para alguns dos bancos analisados aumentarem os seus rácios de capital.

Gráfico 2.14

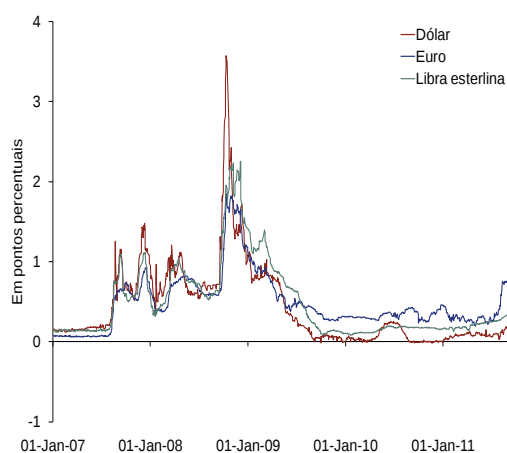
TAXAS DE RENDIBILIDADE DE DÍVIDA PÚBLICA A 10 ANOS



Fonte: Thomson Reuters.

Gráfico 2.15

TAXAS DE JURO A 3 MESES | DIFERENCIAL ENTRE TAXAS NÃO COLATERALIZADAS E COLATERALIZADAS



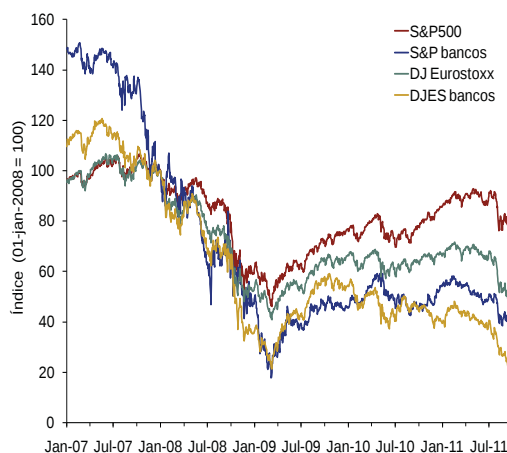
Fontes: Thomson Reuters e Bloomberg.

Não obstante, a intensificação da crise de dívida soberana contribuiu para o aumento do risco de crédito do setor público das economias mais vulneráveis e também do setor bancário. Nas carteiras de investimento dos bancos encontram-se títulos de dívida pública cujos preços têm diminuído nos países onde existem receios quanto à sustentabilidade das finanças públicas. A diminuição do valor dos ativos dos bancos reduz a sua capacidade de financiamento no mercado (dada a redução do valor do colateral) e aumenta o risco de crédito do setor. De facto, no mercado interbancário da área do euro o diferencial entre taxas de juro colateralizadas e não colateralizadas têm aumentado substancialmente, enquanto nos EUA e no Reino Unido isso não tem acontecido (Gráfico 2.15).

Neste contexto, as agências de notação procederam à diminuição da notação de crédito de vários bancos de países da área do euro. Após a intensificação da crise de dívida soberana no verão foram revistas as notações de crédito de bancos na Alemanha, França, Itália, Espanha, Holanda, Bélgica, Grécia, Áustria, Portugal, Luxemburgo, Chipre, Eslovénia e Eslováquia. Em Itália, a redução da notação de crédito de alguns bancos surgiu na sequência da diminuição da notação de crédito da dívida soberana (de A+ para A), pela *Standard & Poor's*.

Gráfico 2.16

ÍNDICES ACIONISTAS NOS EUA E NA ÁREA DO EURO



Fonte: Thomson Reuters.

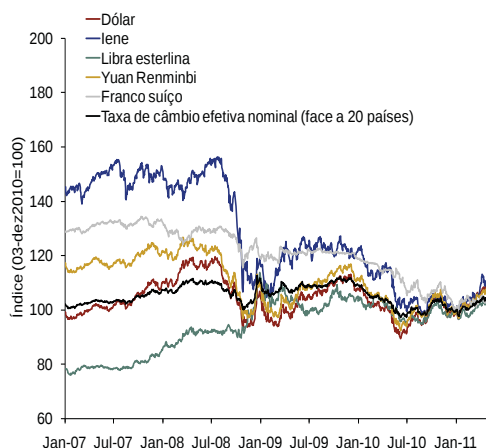
A turbulência financeira foi particularmente forte nos mercados acionistas, a partir do segundo trimestre

Os principais índices acionistas registaram uma diminuição significativa dos preços das ações. Esta evolução foi mais expressiva no setor financeiro (Gráfico 2.16). Em agosto e meados de setembro, as quedas dos preços das ações atingiram níveis semelhantes aos registados na sequência da falência do banco de investimento *Lehman Brothers* em 2008. Os níveis dos índices acionistas no final de agosto situavam-se abaixo dos observados em 2005.

O comportamento dos investidores no sentido de maior aversão ao risco foi também visível na evolução do preço do ouro, que constitui um ativo de refúgio e que por essa razão tende a ser mais procurado em períodos de turbulência. Em 2011, o preço do ouro aumentou cerca de 31 por cento, medido em dólares norte-americanos.

Gráfico 2.17

TAXAS DE CâMBIO DO EURO



Fonte: BCE.

Relativa estabilidade na evolução do mercado cambial, com aumento recente da volatilidade implícita

O mercado cambial tem evoluído de forma relativamente estável. O euro apreciou-se ligeiramente face ao dólar durante o primeiro semestre de 2011, tendo-se depreciado um pouco nos primeiros meses do terceiro trimestre (Gráfico 2.17). Contudo, em termos reais efetivos e de acordo com o FMI, o euro mantém-se em linha com os fundamentos económicos de médio prazo. De acordo com a mesma metodologia, o iene também se encontra equilibrado face aos desenvolvimentos macroeconómicos do país. Para este equilíbrio cambial têm contribuído as operações no mercado cambial das autoridades japonesas, em intervenção concertada com os países do G7, com vista a limitar a volatilidade da taxa de câmbio do iene. O dólar norte-americano, apesar da depreciação recente, encontra-se ligeiramente apreciado face aos seus valores de equilíbrio. Durante o primeiro semestre, destaca-se ainda a evolução do franco suíço, que se apreciou para níveis históricos face ao euro. Para conter este movimento, as autoridades intervieram no mercado e, já em setembro, o governador do banco central revelou que iria impedir a apreciação do franco suíço face ao euro para além de 1.2 EUR/CHF.

3. Política Monetária do BCE e Condições Monetárias e Financeiras da Economia Portuguesa

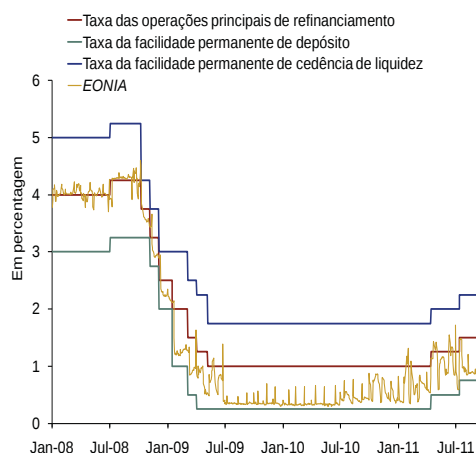
3.1. Política monetária do BCE

O Conselho do BCE manteve a perspetiva de um ajustamento gradual na orientação acomodaticia da política monetária

O Conselho do BCE manteve as taxas de juro oficiais em níveis historicamente baixos entre maio de 2009 e abril de 2011, em 1 por cento no caso das operações principais de refinanciamento, em 0.25 e 1.75 por cento, no que se refere às facilidades permanentes de depósito e de cedência marginal, respetivamente (Gráfico 3.1.1). Esta decisão justificou-se pela expectativa de crescimento baixo na área do euro no médio prazo e de inflação moderada, em linha com o objetivo de estabilidade de preços de uma taxa de inflação, medida pelo IHPC, abaixo, mas próxima, de 2 por cento no médio prazo.

Gráfico 3.1.1

ÁREA DO EURO - TAXAS DE JURO OFICIAIS DO BCE E EONIA



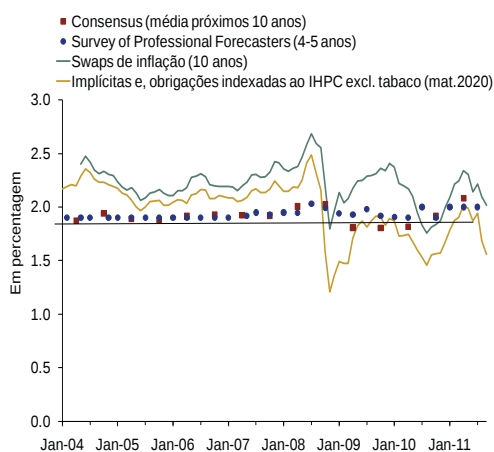
Fonte: BCE.

Ao longo de 2011, a taxa de variação homóloga do IHPC continuou a tendência de aumento já iniciada em 2010, para o que terá contribuído o aumento dos preços das matérias-primas. Neste contexto, o Conselho do BCE decidiu a subida das taxas de juro oficiais em 0.25 pontos percentuais nas reuniões de abril e de julho, perante a existência de riscos ascendentes para a estabilidade de preços. As taxas de juro resultantes da decisão de abril foram 1.25 por cento na taxa de operações principais de refinanciamento e 0.5 e 2 por cento nas facilidades permanentes de depósito e de cedência marginal, respetivamente. Após a reunião de julho, a taxa de juro das operações principais de refinanciamento situou-se em 1.5 por cento e as taxas de facilidade permanente de depósito e de cedência marginal em 0.75 e 2.25 por cento, respetivamente. Estas decisões visaram contribuir para que as expectativas de inflação na área do euro se mantivessem bem ancoradas em níveis compatíveis com a definição de estabilidade de preços, por forma a evitar a materialização de efeitos de segunda ordem. Adicionalmente, o Conselho considerou que a política monetária continuava a proporcionar um apoio considerável à atividade económica, na medida em que se encontrava bastante acomodaticia.

A informação relativa à evolução dos preços e da atividade económica no primeiro semestre corroborou a avaliação do Conselho sobre a necessidade de um ajustamento da orientação muito acomodaticia da política monetária. Os dados económicos divulgados para o primeiro trimestre revelaram uma dinâmica positiva no crescimento da área do euro, ainda que com um elevado grau de incerteza. A avaliação do Conselho do BCE teve em conta a moderação prevista para o crescimento do PIB no segundo trimestre, mantendo-se contudo uma trajetória positiva para a atividade económica. Os preços na área do euro aumentaram no primeiro semestre, sobretudo devido à subida dos preços das matérias-primas, pelo que se mantiveram os riscos ascendentes, provenientes, em particular, dos aumentos dos preços dos bens energéticos e de alguns impostos indiretos e preços administrados, na sequência dos esforços de consolidação orçamental de alguns países.

Gráfico 3.1.2

ÁREA DO EURO - EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO A LONGO PRAZO



Fontes: BCE, Bloomberg, Consensus Economics, Thomson Reuters (ICAP) e cálculos do Banco de Portugal.

Em setembro, o BCE manteve as taxas de juro inalteradas num contexto de turbulência nos mercados financeiros na área do euro e de maiores custos de financiamento

Na reunião de setembro, o BCE reiterou o caráter acomodatório da política monetária, referindo, contudo, que algumas condições financeiras se tornaram mais restritivas. De acordo com as previsões dos especialistas do BCE, os desenvolvimentos futuros deverão incluir uma moderação do crescimento económico na área do euro em 2011 e 2012 e as taxas de inflação deverão situar-se abaixo de 2 por cento em 2012. No mesmo sentido evoluíram as expectativas de inflação para o médio/longo prazo, tendo alguns indicadores sugerido níveis de inflação acima dos 2 por cento na primeira metade do ano enquanto, a partir dos meses de verão, diminuíram substancialmente as previsões implícitas para a inflação (Gráfico 3.1.2).

O BCE continuou a realizar operações de política monetária já anunciadas e adotou medidas não convencionais adicionais

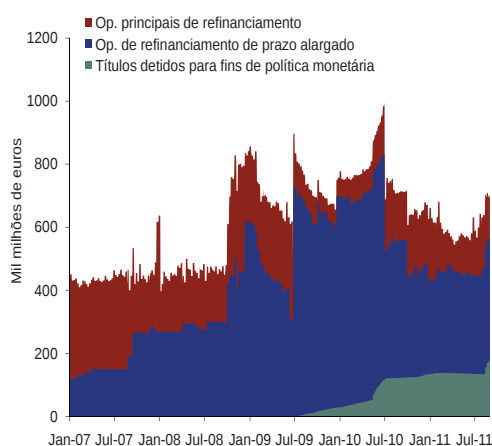
As operações de política monetária do Eurosistema passaram a ser realizadas através de leilões de taxa fixa, com colocação total da procura, em outubro de 2008. Esta alteração permitiu facilitar o processo de transmissão da política monetária, contribuindo para a estabilização das taxas de juro do mercado monetário e para reduzir as pressões sobre o financiamento do sistema bancário. Contudo, o BCE manifestou, em dezembro de 2009, a intenção de iniciar a remoção gradual dos estímulos monetários que tinham sido introduzidos. Durante o ano de 2010, algumas operações que foram descontinuadas acabaram por ser reintroduzidas após as tensões nos mercados de dívida soberana em abril e maio desse ano. Adicionalmente, o Conselho anunciou o programa de compra de títulos de dívida pública e privada da área do euro, com o objetivo de restaurar o funcionamento destes mercados, contribuindo para a regularização do funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária.

Em 2011, as tensões nos mercados financeiros decorrentes dos receios quanto à sustentabilidade das finanças públicas em alguns dos países da área do euro contribuíram para a manutenção das operações de política monetária já anunciadas. Em março, o BCE anunciou que a configuração dos leilões a taxa fixa nas operações principais de refinanciamento se iria manter durante os meses seguintes, reforçando essa posição em junho, e em agosto anunciou o prolongamento dos leilões a taxa fixa até ao início do próximo ano. Adicionalmente, o BCE manteve a realização de operações de refinanciamento de prazo especial, com prazo de um período de manutenção, e de operações de refinanciamento de prazo alargado de 3 meses, igualmente através de leilões de taxa fixa com satisfação total da procura. A taxa fixa aplicada a estas operações é igual à aplicada na operação principal de refinanciamento prevalecente nessa data, sendo que, nas operações de refinanciamento de prazo alargado de 3 meses, as taxas aplicáveis a estas operações são fixadas no nível da taxa média das operações principais de refinanciamento durante o período de vida da respetiva operação de prazo alargado. Em agosto de 2011 anunciou-se a extensão das linhas de *swaps* cambiais. As operações deverão continuar até agosto de 2012, e a facilidade com o Banco de Inglaterra até ao final de setembro de 2012.

Em março de 2011, perante a situação das finanças públicas na Irlanda, os títulos de dívida pública sofreram uma descida da notação de crédito pelas principais agências de notação, para níveis considerados de risco mais elevado. Neste contexto, o BCE decidiu suspender a aplicação do limite mínimo de notação de crédito, relativamente aos requisitos de elegibilidade dos ativos de garantia para as operações de crédito do Eurosistema, no caso de todos os instrumentos de dívida transacionáveis emitidos ou garantidos pelo governo irlandês. De forma semelhante, em julho, o BCE suspendeu o limite para os requisitos de elegibilidade dos títulos de dívida negociáveis emitidos ou garantidos pelo governo português. Esta decisão tem por base a avaliação positiva feita pelo Conselho do BCE do programa de ajustamento económico e financeiro proposto pelo governo português, na sequência da aprovação do programa de apoio a Portugal, em 17 de maio, conduzido conjuntamente pela União Europeia e pelo FMI. Na reunião de 4 de agosto de 2011, após a intensificação das tensões nos mercados financeiros,

Gráfico 3.1.3

SALDOS VIVOS DAS OPERAÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA DO EUROSISTEMA



Fonte: BCE.

o BCE decidiu realizar uma operação de prazo alargado de 6 meses, conduzida como um leilão de taxa fixa e satisfação total da procura. A 7 de agosto, o Presidente do BCE anunciou que o BCE iria implementar de modo ativo o *Securities Markets Programme* (SMP), no contexto do apoio às novas medidas de consolidação orçamental por parte de Itália e Espanha.

O balanço do Eurosistema voltou a expandir-se a partir de agosto

Ao longo de 2011 a liquidez providenciada pelo Eurosistema através de operações de política monetária diminuiu ligeiramente, voltando a aumentar em agosto em consequência da resposta do BCE à intensificação da crise soberana (Gráfico 3.1.3). Com efeito mais visível em termos dos saldos, destaca-se a reintrodução de uma operação de refinanciamento de prazo alargado com maturidade a 6 meses e o aumento das compras de títulos de dívida pública em mercado secundário, no âmbito do SMP. Em paralelo, e principalmente a partir de agosto, aumentou o recurso dos bancos à facilidade permanente de depósito do BCE. As operações de compra de títulos de dívida ao abrigo do SMP foram esterilizadas, por via de operações reversíveis de absorção de liquidez, garantido que a orientação da política monetária não é colocada em causa com a execução deste programa. As medidas não convencionais de política monetária assumem um carácter temporário e foram desenhadas de modo a não colocar em causa o objetivo primordial de estabilidade de preços.

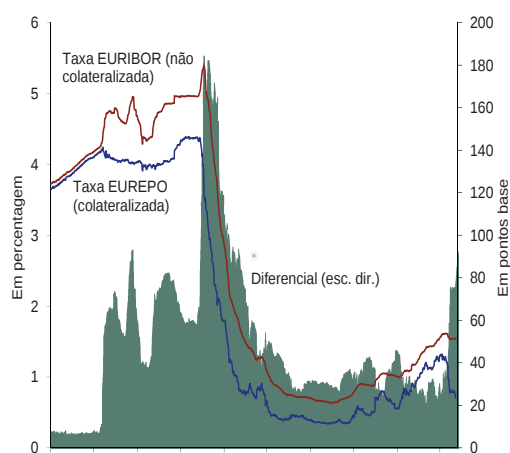
Subidas das taxas de juro nos principais mercados de crédito

As taxas de juro do mercado monetário registaram subidas pronunciadas ao longo do primeiro semestre de 2011, refletindo a alteração da política monetária conduzida pelo BCE (Gráfico 3.1.4). Contudo, a partir do final do segundo trimestre, as taxas de juro colateralizadas iniciaram uma trajetória de descida, sugerindo alguma alteração das expectativas sobre a futura evolução das taxas de juro oficiais. No mercado não colateralizado essa descida foi menos significativa, pelo que se alargou substancialmente o diferencial entre as duas taxas.

Nos mercados de crédito ao setor não financeiro, as taxas de juro também revelaram uma tendência de subida, ainda que de forma heterogénea entre os vários segmentos. Nos novos empréstimos bancários concedidos às famílias, as taxas de juro aumentaram em todos os segmentos, permanecendo em níveis mais elevados no crédito ao consumo (Gráfico 3.1.5). As taxas de juro de novos empréstimos para a

Gráfico 3.1.4

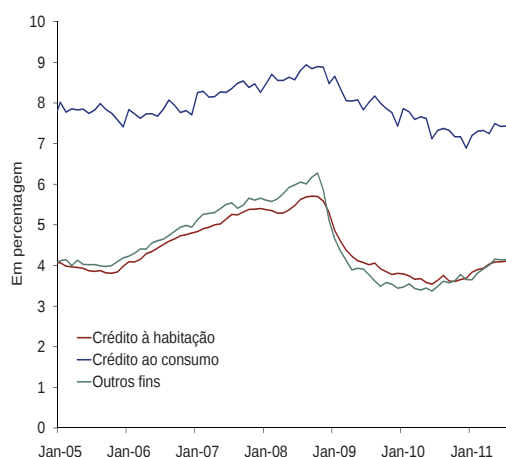
ÁREA DO EURO - TAXAS DE JURO DO MERCADO MONETÁRIO A 3 MESES



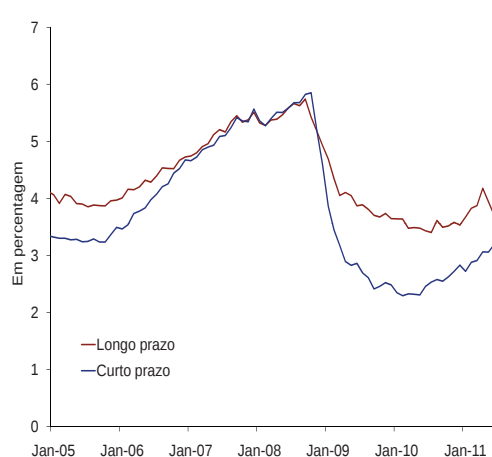
Fonte: Thomson Reuters.

Gráfico 3.1.5

TAXAS DE JURO DOS NOVOS EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS ÀS FAMÍLIAS



TAXAS DE JURO DOS NOVOS EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS ÀS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS



Fonte: BCE.

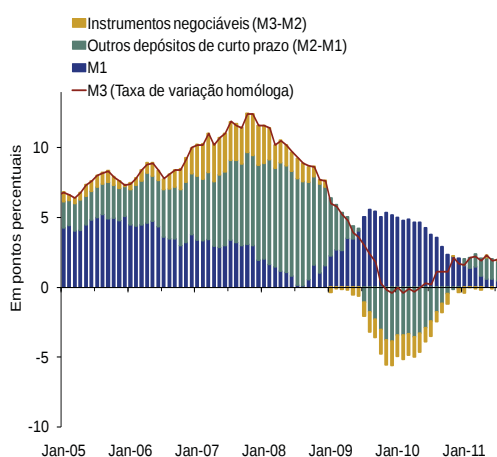
aquisição de habitação registaram as menores subidas, atingindo níveis semelhantes aos observados em meados de 2009. Nos novos empréstimos bancários concedidos a empresas não financeiras, a subida das taxas de juro foi mais pronunciada nos créditos a curto prazo. Em relação aos diferenciais entre as taxas de juro bancárias e as taxas de juro do mercado de referência, para maturidades comparáveis, no caso dos empréstimos a longo prazo regista-se uma diminuição significativa.

Relativa estabilização da expansão monetária e do crédito a um ritmo lento

O agregado monetário M3 manteve-se, ao longo de 2011, em torno de um crescimento médio de 2 por cento em termos homólogos. Esta evolução deveu-se a uma diminuição do contributo do crescimento do agregado monetário mais estrito, o M1, compensada por um aumento de outros depósitos de curto prazo (M2-M1) (Gráfico 3.1.6). Em 2011 registou-se ainda um contributo ligeiramente positivo dos

Gráfico 3.1.6

ÁREA DO EURO | CONTRIBUTOS PARA A VARIAÇÃO HOMÓLOGA DO AGREGADO MONETÁRIO M3



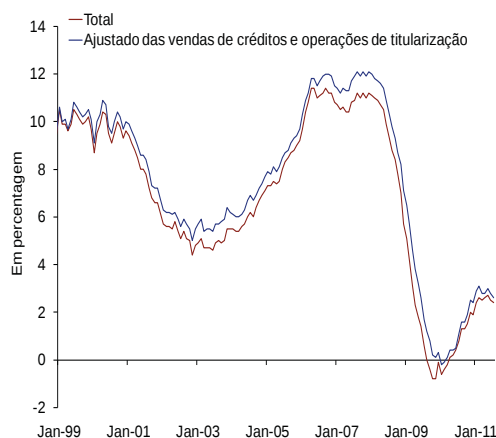
Fonte: BCE.

instrumentos negociáveis (M3-M2), o que não acontecia desde o final de 2008.

A taxa de crescimento anual dos empréstimos ao setor privado concedidos por Instituições Financeiras Monetárias (IFM) foi de 2.6 por cento em julho, aumentando face à taxa de 2.4 por cento observada em dezembro de 2010 (valores ajustados de vendas de créditos e operações de titularização) (Gráfico 3.1.7). Esta recuperação não foi, contudo, constante ao longo dos meses, refletindo a heterogeneidade dos desenvolvimentos por setor de contraparte. Perante as perspetivas de abrandamento do crescimento económico, face às condições de instabilidade nos mercados financeiros e ao abrandamento da procura global, é de esperar que o ritmo de crescimento do crédito modere nos próximos meses. Esta evolução é já visível nos empréstimos concedidos às famílias (Gráfico 3.1.8). De facto, a partir de maio, a taxa anual de crescimento dos empréstimos às famílias desceu. Esta diminuição refletiu-se no abrandamento do crédito concedido para aquisição de habitação e na diminuição mais intensa do crédito concedido para fins de consumo. Numa dinâmica inversa, ainda que moderada, a taxa de crescimento do crédito concedido a empresas não financeiras aumentou ao longo de 2011, em particular no crédito concedido por prazos mais curtos (menos de 1 ano).

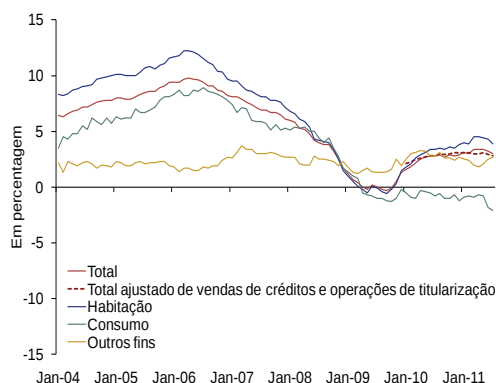
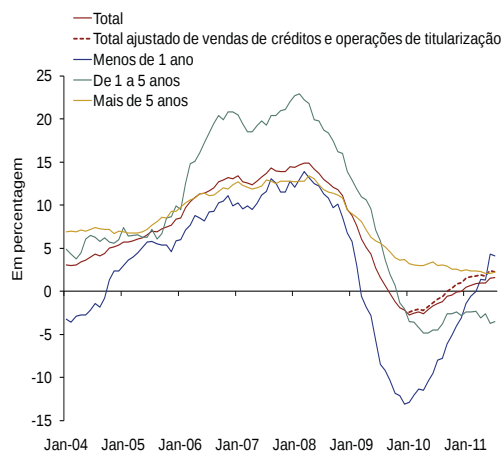
Gráfico 3.1.7

EMPRÉSTIMOS AO SETOR PRIVADO DA ÁREA DO EURO | TAXA DE CRESCIMENTO ANUAL



Fonte: BCE.

Gráfico 3.1.8

EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS ÀS FAMÍLIAS | TAXA DE CRESCIMENTO ANUAL

EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS ÀS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS | TAXA DE CRESCIMENTO ANUAL


Fonte: BCE.

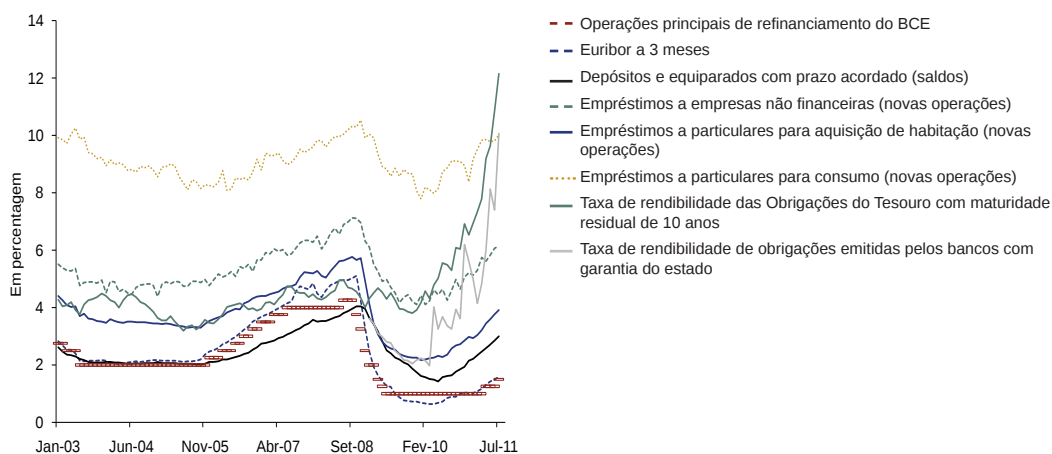
De acordo com os resultados do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, os bancos continuaram a aplicar critérios de maior restritividade na concessão de crédito às famílias e às empresas da área do euro, em 2011. No caso do crédito aos particulares, os bancos passaram a indicar o seu custo de capital e as restrições dos balanços como fatores para o aumento da restritividade, mantendo-se ainda como fator importante as perceções dos bancos sobre a evolução da atividade económica. No caso do crédito às empresas não financeiras, as perspetivas dos bancos para a atividade económica e os riscos associados às garantias exigidas continuaram a prevalecer como os principais fatores de restritividade. Apesar destes resultados para a área do euro, a heterogeneidade de comportamentos entre os países membros mantém-se elevada.

3.2. Condições Monetárias e Financeiras da Economia Portuguesa

As condições monetárias e financeiras da economia portuguesa deterioraram-se consideravelmente no decurso de 2011. Num período que continuou a ser marcado por fortes restrições no acesso dos bancos portugueses aos mercados de dívida por grosso, assistiu-se a uma crescente diferenciação do risco soberano na área do euro, contribuindo para agudizar as tensões nos mercados financeiros internacionais, afetando em particular os sistemas bancários. Esta situação refletiu-se na escalada das taxas de rendibilidade das obrigações do Tesouro para níveis economicamente in comportáveis e em acrescidas dificuldades no acesso a financiamento por parte do setor público, o que se traduziu num significativo aumento do financiamento junto dos bancos domésticos, colocando uma pressão adicional sobre as condições de financiamento do sistema bancário. De um modo geral, registou-se uma diminuição considerável dos recursos de não residentes, compensada, em parte, por uma recomposição da carteira do setor financeiro residente a favor de títulos nacionais, com destaque para a dívida pública. Apesar do aumento das taxas de juro de curto prazo e da elevada materialização do risco de crédito (Gráfico 3.2.1), o aumento da captação de depósitos de clientes e o facto do recurso às operações de cedência de liquidez do BCE ter permanecido num nível elevado permitiram mitigar o impacto do encarecimento do *funding* dos bancos sobre as taxas de juro bancárias e sobre a quantidade de crédito disponível para financiar a economia. Estes desenvolvimentos enquadram a capacidade de intermediação dos bancos, tendo-se assistido a um abrandamento generalizado, mas gradual, dos empréstimos concedidos ao setor privado não financeiro, em especial dos empréstimos concedidos a particulares.

Gráfico 3.2.1

TAXAS DE JURO



Fontes: BCE, Bloomberg e Banco de Portugal.

Notas: A série de taxas de rendibilidade de obrigações de bancos portugueses emitidas com garantia do Estado refere-se à média ponderada pelo ativo de obrigações emitidas pelo BCP, BES e CGD ao abrigo destas garantias. A falta de profundidade no mercado restringe fortemente a existência de obrigações com características comparáveis dentro de cada segmento, pelo que as taxas apresentadas devem ser interpretadas como meramente indicativas. As garantias do Estado concedidas à emissão de obrigações de bancos portugueses inserem-se no âmbito do conjunto de medidas de apoio à estabilidade financeira anunciadas pelo Governo a 12 de outubro de 2008. Última observação: julho 2011.

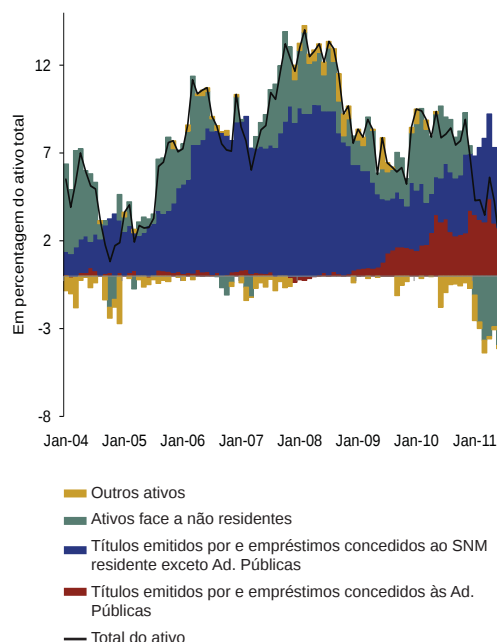
Ativos totais dos bancos em forte desaceleração, pese embora o aumento considerável do financiamento concedido ao setor público.

No decurso de 2011, observou-se uma desaceleração acentuada do crescimento do ativo do sistema bancário português, globalmente em linha com a evolução do conjunto da área do euro. Em julho, a taxa de variação em termos homólogos situou-se em 0.6 por cento, valor próximo do observado no período recessivo de 2003 (Gráficos 3.2.2 e 3.2.3). Será, no entanto, de salientar que, desde o início da crise económica e financeira, em 2007, o crescimento do balanço do sistema bancário português foi, em média, claramente superior ao observado na área do euro. Analisando por rubrica do balanço, os ativos face a não residentes registaram uma queda em termos homólogos de 16.4 por cento em julho, o que representa um contributo negativo (-4.1 pontos percentuais) para o crescimento do ativo total. Esta evolução é consentânea com o padrão habitual de ajustamento dos bancos num contexto de fortes restrições de financiamento nos mercados financeiros internacionais e reflete, *inter alia*, o esforço de, através da alienação de ativos não estratégicos, conciliar a desalavancagem com o financiamento dos setores domésticos. Em linha com as dificuldades de financiamento do Estado português nos mercados internacionais, os títulos emitidos e os empréstimos concedidos às Administrações Públicas mantiveram o forte contributo para a expansão do ativo que registam desde meados de 2009. De facto, desde dezembro de 2009, esta rubrica mais do que duplicou o seu peso no total do balanço, representando em julho de 2011 cerca de 8 por cento do ativo bancário. O crédito concedido ao setor privado residente continuou a registar um contributo positivo, embora a tendência de abrandamento se tenha acentuado nos últimos meses. No âmbito do programa de assistência financeira internacional, e tendo em conta as medidas propostas para assegurar o ajustamento a médio prazo do sistema financeiro¹, é expectável que os bancos mantenham taxas de crescimento do balanço modestas, ou mesmo negativas, nos próximos trimestres. Importa contudo salientar a existência de mecanismos de salvaguarda para que o processo

¹ Para mais detalhes, ver "Caixa O programa de ajustamento económico e financeiro no âmbito do pedido de assistência financeira à União Europeia, aos países membros da área do euro e ao Fundo Monetário Internacional", Banco de Portugal, Relatório Anual 2010.

Gráfico 3.2.2

PRINCIPAIS ATIVOS DO SETOR BANCÁRIO PORTUGUÊS | CONTRIBUTO PARA A TAXA DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA

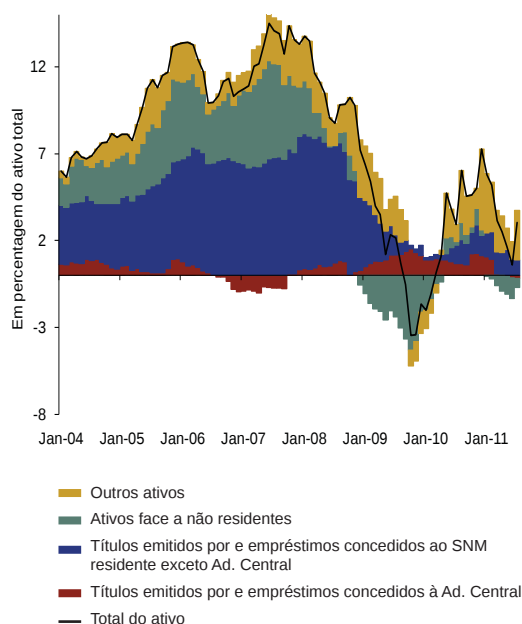


Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Última observação: julho 2011.

Gráfico 3.2.3

PRINCIPAIS ATIVOS DO SETOR BANCÁRIO DA ÁREA DO EURO | CONTRIBUTO PARA A TAXA DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA



Fonte: BCE.

Nota: Última observação: julho 2011.

de desalavancagem ocorra de forma gradual, sem condicionar de forma excessiva o financiamento à economia, em especial às empresas com melhores perspectivas de crescimento. Em termos globais, um processo de desalavancagem do sistema financeiro ordenado e gradual deverá ser acompanhado por uma melhoria dos rácios de capital e de liquidez e por uma redução das necessidades de financiamento face ao exterior. Deste modo, o programa de desalavancagem foi concebido por forma a procurar conciliar os planos específicos de financiamento e desalavancagem, a nível de cada banco com a necessidade de reduzir, a nível agregado, a tensão entre a redução gradual dos níveis de alavancagem do sistema bancário e a importância de manter um fluxo de crédito suficiente para assegurar o financiamento dos setores mais produtivos da economia.

A capacidade de financiamento do sistema bancário português nos mercados internacionais continuou fortemente condicionada em 2011, sendo em parte compensada pelo aumento da captação de depósitos junto de clientes residentes.

No decurso de 2011, o financiamento do sistema bancário dependeu em grande medida do aumento da captação de depósitos junto do setor não monetário residente, rubrica que registou um crescimento em termos homólogos de 14.7 por cento face a julho de 2010 (Gráfico 3.2.4). Por seu turno, os depósitos de não residentes registaram uma diminuição de 13.9 por cento no mesmo período, refletindo um aumento da perceção de risco associado à economia portuguesa, incluindo as instituições financeiras. Da mesma forma, em consequência das fortes restrições no acesso dos bancos aos mercados internacionais de dívida por grosso, as responsabilidades representadas por títulos mantiveram o contributo negativo que registam desde o quarto trimestre de 2010. O recurso às operações de cedência de liquidez do BCE permaneceu relativamente estável, em níveis elevados, representando no final de julho cerca de 9 por

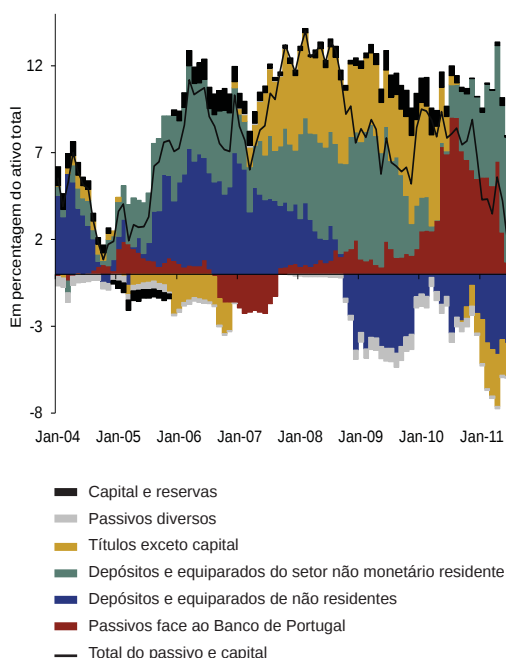
cento do financiamento do sistema. A informação disponível para os últimos meses não indicia alterações significativas na evolução do passivo do sistema bancário, sendo contudo expectáveis alterações significativas da estrutura de financiamento dos bancos no médio prazo. Em particular, é esperada uma diminuição do financiamento junto do Eurosistema e um retorno aos mercados de dívida de médio e longo prazo, na sequência do regresso a estes mercados por parte do Estado no terceiro trimestre de 2013, de acordo com o assumido no programa de assistência financeira internacional.

A crescente diferenciação do risco soberano na área do euro e a agudização das tensões nos mercados financeiros internacionais contribuíram de forma significativa para o aumento do risco associado aos emittentes nacionais e, consequentemente, para o aumento dos seus custos de financiamento.

O diferencial da taxa de rendibilidade das obrigações do Tesouro português face à dívida pública alemã manteve a evolução ascendente iniciada no final de 2009. O aumento do *spread* tornou-se mais pronunciado a partir de meados de março, na sequência de uma série de *downgrades* ao *rating* da República Portuguesa e da formalização do pedido de assistência financeira internacional. Essa tendência manteve-se até meados de julho, altura em que foi atingido o valor mais elevado desde o início da área do euro (Gráfico 3.2.5). O aumento do diferencial entre a rendibilidade da dívida pública portuguesa e alemã foi também influenciado pela diminuição da remuneração exigida pelos investidores para deter títulos alemães. Neste sentido, os *spreads* soberanos na área do euro têm refletido de forma mais intensa

Gráfico 3.2.4

PRINCIPAIS PASSIVOS DO SETOR BANCÁRIO PORTUGUÊS | CONTRIBUTO PARA A TAXA DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA

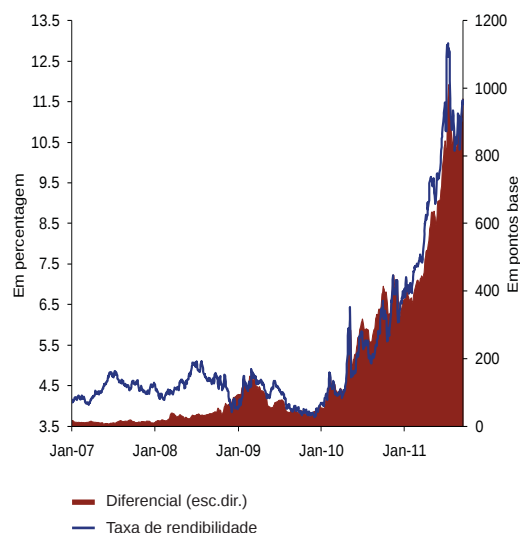


Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Última observação: julho 2011.

Gráfico 3.2.5

TAXAS DE RENDIBILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA E DIFERENCIAL FACE À DÍVIDA PÚBLICA ALEMÃ (10 ANOS)



Fontes: Thomson Reuters e Banco de Portugal.

Notas: 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 esteja a ser comparada com uma *yield* alemã com maturidade semelhante. O diferencial apresentado foi calculado tendo por base médias móveis de 5 dias. Última observação: 15 de setembro de 2011.

diferenças na qualidade de crédito e nas características de liquidez dos títulos de dívida pública de cada país, em detrimento de fatores que são comuns aos vários países². Adicionalmente, a incerteza quanto à capacidade de resposta dos mecanismos de assistência financeira da União Europeia a uma situação de contágio mais severa contribuiu para o aumento da pressão sobre os países com maiores vulnerabilidades estruturais.

Na sequência da Cimeira dos países da área do euro (21 de julho) – onde foi aprovado o segundo pacote de ajuda à Grécia – observou-se uma redução significativa daquele diferencial. Esta redução prosseguiu no mês de agosto, após o anúncio por parte do BCE de que iria novamente implementar de modo ativo o programa dos mercados de títulos de dívida (*Securities Market Programme*), suspenso desde o final de março. Em setembro, o diferencial entre a rentabilidade da dívida pública portuguesa e alemã voltou a alargar, face ao aumento da incerteza relacionada com a situação financeira e orçamental da Grécia. A 15 de setembro o diferencial situava-se em 970 pontos base, o que representa um aumento de aproximadamente 600 pontos base face ao final de 2010.

Importa contudo salientar que a evolução das *yields* a longo prazo da dívida portuguesa no mercado secundário não tem tido impacto direto no custo de financiamento do Estado. De facto, mediante o cumprimento dos objetivos traçados no programa de assistência económica e financeira, as necessidades de financiamento das Administrações Públicas a médio e longo prazo encontram-se globalmente asseguradas até meados de 2013, altura em que se assume o retorno do Estado aos mercados de financiamento internacionais. Será, no entanto, de realçar que, em contraste, o financiamento a curto prazo só muito parcialmente é coberto pelo Programa. De facto, este apenas abrange 50 por cento do refinanciamento dos bilhetes do Tesouro em 2011. Neste contexto, tem-se assistido a dificuldades adicionais de financiamento do setor público, decorrentes da não renovação por parte de não residentes de financiamento a curto prazo, em particular no caso das empresas públicas.

Depois do forte aumento registado em 2010, os *Credit Default Swaps* (*CDS*) dos principais grupos bancários portugueses diminuíram consideravelmente no primeiro trimestre de 2011, aproximando-se do *CDS* sobre as obrigações do tesouro de maturidade comparável (Gráfico 3.2.6). No entanto, após a formalização do pedido de auxílio financeiro, o risco associado à dívida dos bancos nacionais retomou a tendência ascendente. Como resultado, o diferencial médio dos *CDS* nacionais face ao índice representativo da área do euro (*Dow Jones iTraxx Financials*) passou de cerca de 20 pontos base, no início de 2010, para aproximadamente 900 pontos base em meados de setembro. Neste contexto, as ações dos bancos portugueses cotados têm registado uma forte desvalorização em 2011. O índice PSI Serviços Financeiros acumulou uma perda de 33.4 por cento de janeiro a agosto, bastante superior à queda de 10.6 por cento do índice PSI Geral e à diminuição de 23.1 por cento registada pelo índice relativo aos bancos da área do euro (*Dow Jones Euro Stoxx Financials*).

Aplicação de spreads mais elevados foi transversal à generalidade dos novos empréstimos concedidos pelos bancos, reflexo de uma política de concessão de crédito mais restritiva.

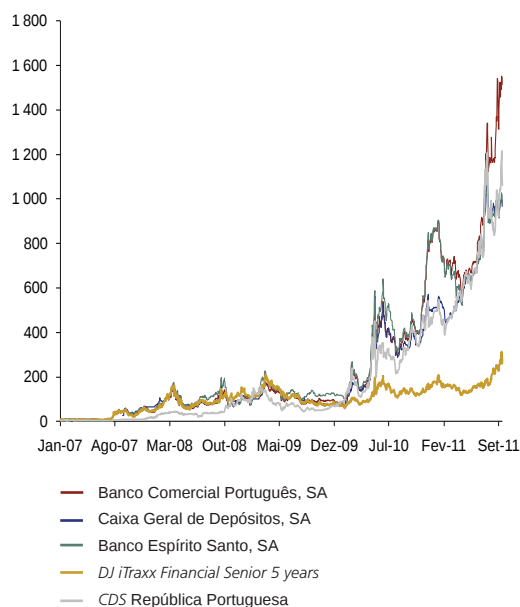
Num contexto de elevada materialização do risco de crédito e em que o acesso ao mercado internacional de financiamento por grosso se encontra virtualmente vedado aos bancos domésticos, o habitual mecanismo de transmissão desfasada das taxas de juro de mercado às taxas de juro bancárias deixou de se observar, apesar de um nível elevado de financiamento junto do Eurosistema. No decurso de 2011, apesar do aumento das taxas Euribor, registou-se um aumento imediato do diferencial entre as taxas de juro dos empréstimos e as taxas de juro do mercado monetário. Esta evolução é o reflexo do aumento da restritividade na política de concessão de crédito na generalidade dos bancos, que se traduziu, entre

² Ver Barbosa, L. e Costa, S. (2010), “*Determinantes dos spreads soberanos na área do euro no contexto da crise económica e financeira*”, Banco de Portugal, *Boletim Económico* – Outono.

outros, na aplicação de *spreads* mais elevados, quer nos empréstimos a particulares quer nos empréstimos a sociedades não financeiras. No que se refere às operações passivas, as margens dos depósitos tornaram-se mais negativas, em virtude de uma política comercial mais orientada para o aumento da base de depositantes. (Gráfico 3.2.7). De qualquer modo, a informação disponível sobre taxas de juro de depósitos de empresas não financeiras e particulares aponta para valores positivos em termos reais mas que não se afiguram excessivos. De facto, a acrescida competição pelos depósitos tem-se manifestado de forma mais intensa nos depósitos de elevado montante de entidades públicas. É de sublinhar que o Banco de Portugal tem vindo a solicitar informação regular aos bancos sobre a evolução das taxas de juro dos depósitos, no âmbito das suas competências de supervisão prudencial, tendo em vista uma eventual atuação.

Gráfico 3.2.6

CREDIT DEFAULT SWAP SPREADS DE BANCOS PORTUGUESES (5 ANOS SENIOR)

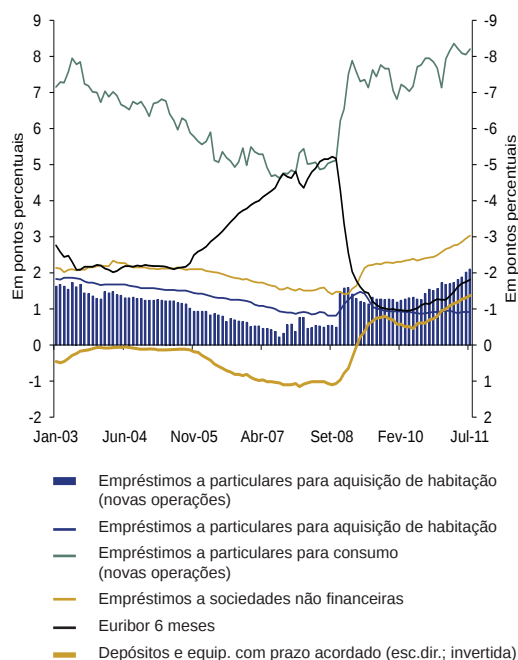


Fontes: Bloomberg e Thomson Reuters.

Nota: Última observação: 15 de setembro de 2011.

Gráfico 3.2.7

MARGENS ENTRE AS TAXAS DE JURO BANCÁRIAS E AS TAXAS DE JURO DO MERCADO MONETÁRIO



Fontes: BCE e Banco de Portugal.

Notas: 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. A margem das operações ativas é definida pelo diferencial entre as taxas de juro dos empréstimos e a taxa Euribor, enquanto no caso das operações passivas é definida pelo diferencial entre a taxa Euribor e a taxa de juro dos depósitos. Última observação: julho 2011.

Aumento significativo dos depósitos do setor privado não financeiro, refletindo uma recomposição da carteira de ativos financeiros dos particulares

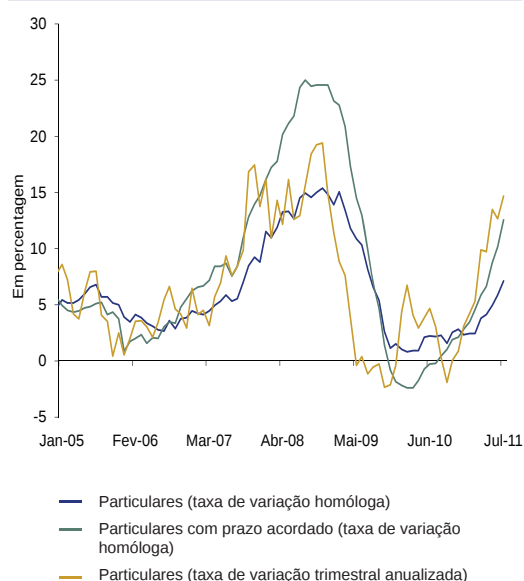
Após um período de alguma estagnação no primeiro semestre de 2010, a captação de depósitos junto do setor privado não financeiro voltou a aumentar na segunda metade do ano, tendência que se manteve ao longo de 2011. Em particular, ao longo deste ano, a taxa de variação homóloga dos depósitos dos particulares tem apresentado uma tendência crescente, situando-se em 7.1 por cento no final de julho (Gráfico 3.2.8). Note-se que a taxa de variação trimestral anualizada, calculada com base em saldos corri-

gidos de sazonalidade, se situou em valores próximos de 15 por cento em julho, o que permite antecipar um aumento da taxa de variação anual nos próximos meses. Para esta evolução terá contribuído, quer o aumento da remuneração dos depósitos por parte dos bancos, quer a dinâmica de recomposição da carteira de ativos financeiros dos particulares. De facto, o aumento dos depósitos bancários contrasta com a queda verificada na generalidade dos outros instrumentos de poupança desde o início de 2010, nomeadamente a diminuição dos títulos de dívida de OIFMs colocados junto de clientes, a diminuição das subscrições líquidas de unidades de participação em fundos de investimento e o aumento dos resgates de certificados de aforro. O forte crescimento dos depósitos de particulares é especialmente relevante tendo em conta a sua maior estabilidade. Contudo, é de antecipar um abrandamento a prazo destes depósitos uma vez que o seu forte crescimento tem subjacente, em parte, ajustamentos da carteira de particulares. A desagregação do total dos depósitos bancários por setor institucional evidencia ainda uma desaceleração dos depósitos de sociedades não financeiras ao longo de 2011, depois de terem sido afetados por fatores temporários, uma diminuição significativa dos depósitos de não residentes e um aumento dos depósitos das administrações públicas, setores cujos depósitos apresentam tipicamente uma evolução mais volátil (Gráfico 3.2.9).

No quadro do Programa de assistência financeira a Portugal, ficou estabelecido que os oito maiores grupos bancários deverão atingir um rácio crédito-depósitos de 120 por cento no final de 2014, procedendo à redução gradual desse rácio, nos casos em que tal é relevante³. No final do primeiro semestre de 2011, o rácio entre o crédito e os depósitos dos oito maiores bancos portugueses situava-se em 143

Gráfico 3.2.8

DEPÓSITOS BANCÁRIOS | TAXAS DE VARIAÇÃO

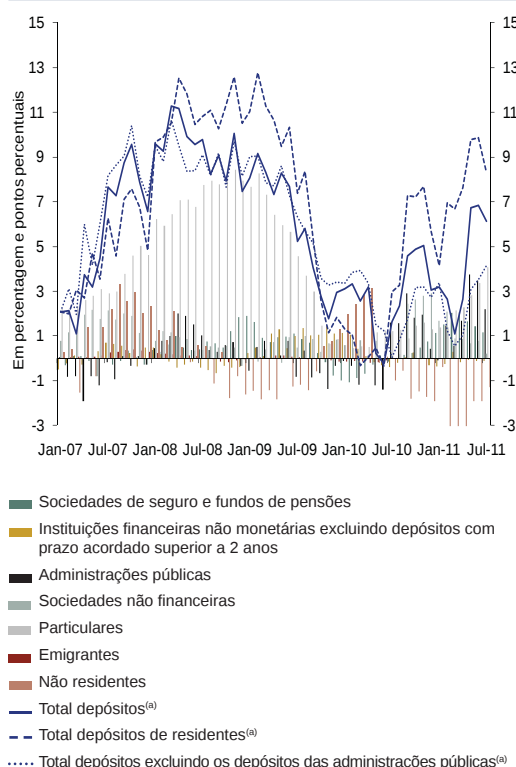


Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Última observação: julho 2011.

Gráfico 3.2.9

DEPÓSITOS BANCÁRIOS | TAXAS DE VARIAÇÃO ANUAL E CONTRIBUTOS POR SETOR INSTITUCIONAL



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: (a) Exclui os depósitos com prazo acordado superior a 2 anos de instituições financeiras não monetárias. Última observação: julho 2011.

³ O conceito de crédito utilizado é líquido de imparidades e inclui créditos titularizados e não desreconhecidos. O conceito de depósitos exclui títulos emitidos pelos bancos e colocados junto de clientes e considera linhas de financiamento estáveis com a casa-mãe, acionistas qualificados ou instituições multilaterais.

por cento, menos 16 pontos percentuais do que em junho de 2010 (Gráfico 3.2.10). Deste modo, a dinâmica de recomposição da carteira dos particulares, referida anteriormente, é também motivada pelo incentivo das instituições financeiras a integrar no balanço recursos que se encontram fora do perímetro de consolidação, como sejam os recursos aplicados em Fundos de Investimento ou Sociedades de Seguro dos grupos.

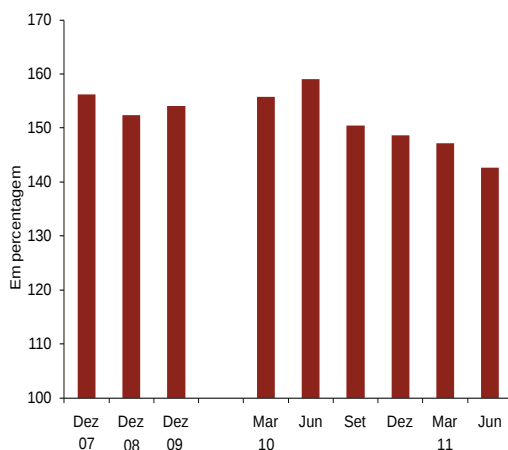
Como consequência, tem-se observado um forte ajustamento nas carteiras de títulos dos Fundos de Investimento. De acordo com a informação disponível, este ajustamento tem sido efetuado essencialmente por via da diminuição de títulos de dívida de não residentes, enquanto que o *stock* de títulos emitidos por residentes se tem mantido estável (Gráfico 3.2.11). Nas carteiras das Sociedades de Seguro e nos Fundos de Pensões, a exposição ao setor residente tem inclusivamente aumentado nos últimos dois anos, em particular a exposição ao setor público (Gráfico 3.2.12). Este é um mecanismo de ajustamento normal na atual conjuntura, em que os setores residentes se desfazem de ativos de não residentes, compensando a retração dos capitais estrangeiros disponíveis para financiar a economia.

Financiamento das administrações públicas no segundo trimestre através das primeiras tranches do empréstimo negociado no âmbito da assistência financeira internacional

O financiamento das administrações públicas no primeiro semestre de 2011 foi fortemente condicionado pelas condições adversas nos mercados de dívida da área do euro e, posteriormente, pelo pedido de assistência económica e financeira às instituições internacionais. Deste modo, o fluxo de crédito líquido do primeiro trimestre representa um valor marginal face ao total das necessidades de financiamento do Estado para 2011, não se verificando alterações significativas no peso dos setores detentores. No segundo trimestre, o fluxo de crédito líquido foi dominado pela entrega das primeiras tranches dos empréstimos do Fundo Monetário Internacional, do Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira e do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira, no montante aproximado de 18.600 milhões de euros. Deste modo, o crédito de não residentes foi o principal meio de financiamento das Administrações Públicas, apresentando um fluxo líquido de aproximadamente 10.000 milhões de euros. No que respeita ao crédito de instituições financeiras monetárias residentes, é importante analisar separadamente a evolução dos empréstimos e dos depósitos. De facto, quando analisadas as componentes do ativo e passivo separadamente, verifica-se que as responsabilidades das administrações públicas perante os bancos residentes aumentaram consideravelmente no segundo trimestre de 2011, sendo a posição líquida em parte mitigada pelo aumento dos depósitos.

Gráfico 3.2.10

RÁCIO ENTRE CRÉDITO E DEPÓSITOS DOS OITO MAIORES GRUPOS BANCÁRIOS RESIDENTES

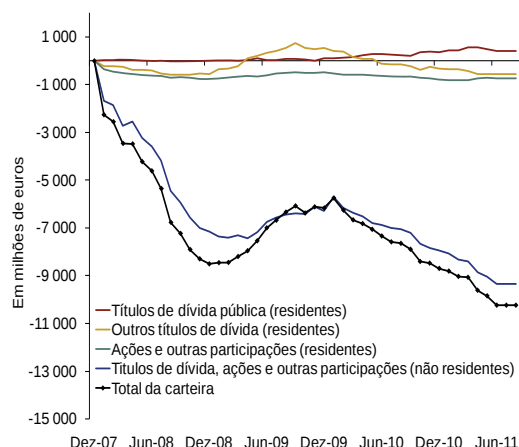


Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Última observação: junho de 2011.

Gráfico 3.2.11

CARTEIRA DE TÍTULOS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO | TRANSAÇÕES ACUMULADAS NO PERÍODO

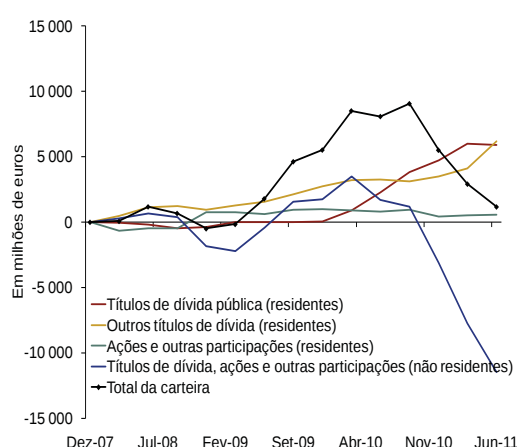


Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Última observação: agosto de 2011.

Gráfico 3.2.12

CARTEIRA DE TÍTULOS DE SOCIEDADES DE SEGURO E FUNDOS DE PENSÕES | TRANSAÇÕES ACUMULADAS NO PERÍODO



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Última observação: junho de 2011.

Desaceleração gradual dos empréstimos concedidos ao setor privado não financeiro no primeiro semestre de 2011, com destaque para os concedidos a particulares, sendo expectável uma variação negativa na segunda metade do ano.

Após um período de ligeira aceleração, no segundo semestre de 2010, os empréstimos concedidos a particulares para aquisição de habitação retomaram a trajetória de abrandamento (Quadro 3.2.1, Gráfico 3.2.13). De facto, a taxa de variação anual diminuiu consistentemente a partir da segunda metade de 2010, atingindo um valor aproximadamente nulo em julho de 2011. Esta evolução contrasta com a observada no conjunto da área do euro, onde o perfil de aceleração continuou em 2011, situando-se a taxa de variação em termos homólogos em valores próximos de 4 por cento.

Através de uma análise que distingue entre instituições domésticas e instituições residentes não domésticas, é possível observar que, para o conjunto dos bancos domésticos, a diminuição do *stock* de empréstimos a particulares para habitação começou efetivamente no final de 2010 (Gráfico 3.2.14). Os bancos não-domésticos continuaram a aumentar a sua quota no segmento do crédito à habitação, apresentando um fluxo de crédito positivo, embora menor do que o observado no final de 2010⁴. Contudo é de salientar a diminuição do diferencial entre os *spreads* praticados pelas instituições domésticas e não domésticas nos últimos meses, refletindo o aumento do risco de crédito associado aos particulares e as perspetivas menos favoráveis para o mercado imobiliário.

No mesmo sentido, os empréstimos concedidos a particulares para consumo mantiveram a tendência de desaceleração, passando a taxa de variação anual a assumir valores negativos a partir de janeiro de 2011 (Gráfico 3.2.15). A evolução deste agregado em Portugal foi semelhante à observada na área do euro. No mês de julho a taxa de variação anual situou-se em -2.9 por cento em Portugal, que compara com a variação de -2.1 por cento registada no conjunto da área euro. No segmento do consumo, o papel mitigante das instituições não domésticas é relativamente menor, sendo que, no final de julho, o fluxo de crédito concedido por estas instituições era aproximadamente nulo.

⁴ Para uma análise mais pormenorizada até fevereiro de 2011 ver “Caixa 4.1 O papel mitigante das instituições financeiras não domésticas no processo de desalavancagem da economia portuguesa”, Banco de Portugal, Relatório de Estabilidade Financeira Maio.

Quadro 3.2.1 (continua)

CONDIÇÕES MONETÁRIAS E FINANCEIRAS DA ECONOMIA PORTUGUESA

	2008	2009	2010.1	2010.2	2010.3	2010.4	Jan-11	Fev-11	Mar-11	Abr-11	Mai-11	Jun-11	Jul-11	Ago-11
Taxas de juro nominais - valores médios de período (em percentagem)														
Euribor a 3 meses	4.6	1.2	0.7	0.7	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6	1.6
Euribor a 12 meses	4.8	1.6	1.2	1.3	1.4	1.5	1.5	1.7	1.9	2.1	2.1	2.1	2.2	2.1
Taxa de rentabilidade das obrigações do Tesouro emitidas a taxa fixa com maturidade 10 anos	4.5	4.2	4.3	5.1	5.6	6.5	6.9	7.3	7.8	9.2	9.6	10.9	12.2	10.9
Taxas de juro bancárias														
Sobre saldos de empréstimos														
Sociedades não financeiras	6.3	4.2	3.3	3.3	3.4	3.7	3.9	3.9	4.1	4.2	4.3	4.5	4.6	
Particulares para habitação	5.7	3.3	1.9	1.9	1.9	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3	2.4	2.4	2.5	
Particulares para consumo e outros fins	9.0	8.0	7.3	7.5	7.7	7.9	8.1	8.1	8.1	8.2	8.2	8.3	8.3	
Sobre saldos de depósitos com prazo acordado														
Particulares	3.5	2.6	1.6	1.5	1.6	1.8	2.0	2.1	2.3	2.4	2.6	2.7	2.8	
Sobre novas operações de empréstimos														
Particulares para habitação	5.4	2.7	2.2	2.3	2.5	2.8	2.9	3.0	3.2	3.4	3.6	3.8	3.9	
Particulares para consumo (excluindo descobertos)	10.0	8.9	8.0	8.3	9.0	8.8	9.2	9.5	9.8	9.9	9.8	9.8	10.0	
Taxa de câmbio - valores médios de período ^{(a)(b)}														
Índice cambial efetivo nominal	104.8	105.6	104.5	102.7	102.5	103.2	102.7	103.0	103.5	104.0	103.8	103.9	103.6	
Índice cambial efetivo nominal - variação percentual face ao período comparável precedente	1.5	0.8	-1.4	-1.7	-0.2	0.6	0.0	0.4	0.5	0.5	-0.2	0.1	-0.3	
Mercado acionista - variação percentual face ao período comparável precedente (valores de fim de período)														
PSI Geral	-49.7	40.0	-4.4	-9.1	5.2	2.5	2.9	1.7	-2.1	-0.5	1.6	-1.6	-4.8	-7.8
Dow Jones Euro Stock Alargado	-46.3	23.4	0.8	-11.1	7.3	3.8	4.4	1.9	-2.6	3.1	-3.6	-1.1	-6.0	-12.9
Preços no mercado da habitação - taxa de variação homóloga em fim de período														
Índice Confidencial Imobiliário ^(c)	4.1	0.2	1.3	1.8	2.9	1.0	0.9	0.5	0.6	0.6	0.5	-0.3	-0.4	-0.9
Avaliação bancária (INE) ^(d)	-6.3	0.2	3.8	1.8	-0.3	-3.2	-3.3	-2.8	-1.8	-1.6	-2.0	-2.8	-4.1	-4.0
Crédito ao setor privado não financeiro - taxa de variação anual em fim de período														
Empréstimos concedidos por instituições financeiras monetárias residentes ^(e)														
Setor privado não financeiro	7.1	2.1	2.2	2.3	2.0	1.6	1.4	1.2	1.2	1.2	0.8	0.1	-0.1	
Particulares - Total	4.6	2.3	2.9	3.0	2.7	2.0	1.7	1.4	1.1	0.8	0.4	0.0	-0.4	

Quadro 3.2.1 (continuação)

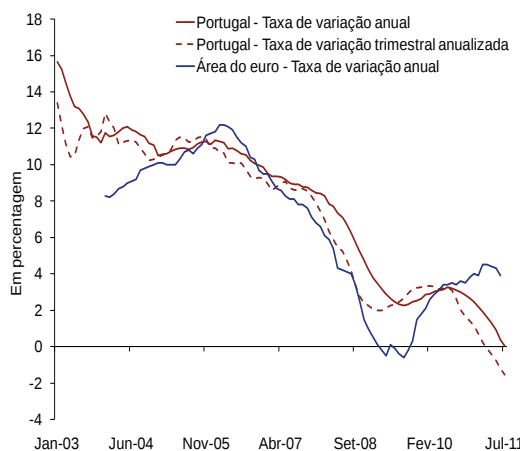
CONDIÇÕES MONETÁRIAS E FINANCEIRAS DA ECONOMIA PORTUGUESA														
	2008	2009	2010.1	2010.2	2010.3	2010.4	Jan-11	Fev-11	Mar-11	Abr-11	Mai-11	Jun-11	Jul-11	Ago-11
Para aquisição de habitação	4.3	2.6	3.0	3.3	3.0	2.5	2.2	1.9	1.6	1.3	0.9	0.4	0.0	
Para consumo e outros fins	6.2	0.9	2.3	1.9	1.1	0.1	-0.3	-0.7	-1.4	-1.2	-1.8	-1.9	-2.1	
do qual: Para consumo	8.9	1.7	1.9	2.1	1.7	0.9	0.6	0.1	-0.8	-1.2	-2.2	-2.3	-2.9	
Sociedades não financeiras	10.5	1.9	1.3	1.3	1.2	1.2	0.9	0.9	1.5	1.7	1.3	0.2	0.2	
Depósitos em instituições financeiras monetárias residentes - taxa de variação homóloga em fim de período														
Sector privado não financeiro	10.6	2.1	1.8	1.7	4.3	5.4	3.8	4.4	3.8	4.0	4.3	5.1	5.4	
Particulares com prazo acordado	24.5	-1.9	-2.4	-0.3	1.0	2.8	3.5	4.5	5.9	6.6	8.7	10.2	12.5	
Por memória:														
IHPC - Taxa de variação média anual em fim de período														
Portugal	2.7	-0.9	-0.8	-0.3	0.6	1.4	1.7	2.0	2.2	2.5	2.7	2.9	3.0	3.1
Área do euro	3.3	0.3	0.3	0.7	1.2	1.6	1.7	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3	2.3	2.4

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

Notas: (a) Uma variação positiva corresponde a uma apreciação do índice cambial efetivo. (b) Cálculos efetuados face a um grupo de 22 parceiros comerciais. Para uma descrição detalhada da metodologia, ver Gouveia, A. C. e C. Coimbra (2004), "Novo índice cambial efetivo para a economia portuguesa", Banco de Portugal, *Boletim Económico* – Dezembro. (c) O Índice Confidencial Imobiliário retrata a evolução do mercado residencial em Portugal, em particular nas Áreas Metropolitanas de Lisboa e Porto, tendo adoptado, em outubro de 2006, uma nova metodologia e alargado a sua informação de base. O índice passou a depender da informação do portal imobiliário Lardocel.com que, em 2005, continha cerca de 280 mil registos de imóveis. Para informação adicional sobre a metodologia adotada, deverá consultar-se o artigo "Índice Confidencial Imobiliário: procedimentos metodológicos", de Isabel Fonseca e Ricardo Guimarães, na Newsletter Imobiliária Portuguesa - Confidencial Imobiliário, outubro de 2006. (d) Em janeiro de 2010, o INE alterou o método de cálculo do indicador de avaliação bancária na habitação, passando a incluir informação proveniente de um número mais alargado de instituições bancárias e passando a periodicidade dos dados a ser mensal. Foi publicada pelo INE informação retrospectiva desde setembro de 2009, sendo considerados os valores da nova série a partir desta data. (e) As taxas de variação anual são calculadas com base na relação entre saldos de empréstimos bancários em fim de mês, ajustados de operações de titularização, e transacções mensais, as quais são calculadas a partir de saldos corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao activo e de reavaliações cambiais e de preço.

Gráfico 3.2.13

EMPRÉSTIMOS CONCEDIDOS A PARTICULARES PARA HABITAÇÃO

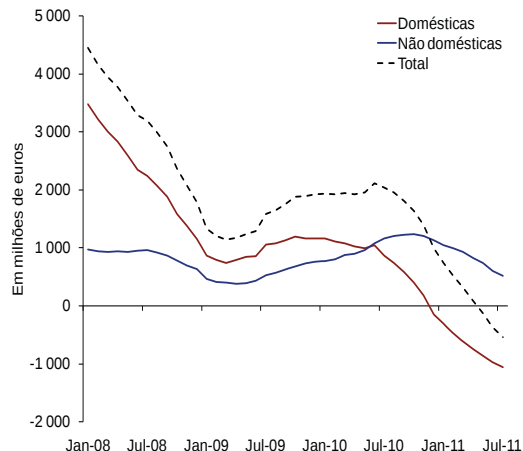


Fonte: Banco de Portugal.

Notas: As séries apresentadas dizem respeito aos empréstimos concedidos por instituições monetárias residentes. As taxas de variação anual e trimestral são calculadas com base na relação entre saldos de empréstimos bancários em fim de mês, ajustados de operações de titularização, e transações mensais, as quais são calculadas a partir de saldos corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao activo e de reavaliações cambiais e de preço. A taxa de variação trimestral é calculada sobre valores ajustados de sazonalidade. Os valores apresentados estão corrigidos do efeito da venda da carteira de crédito do BPN à Parvalorem. Última observação: julho 2011.

Gráfico 3.2.14

FLUXO SEMESTRAL DE EMPRÉSTIMOS A PARTICULARES PARA AQUISIÇÃO DE HABITAÇÃO

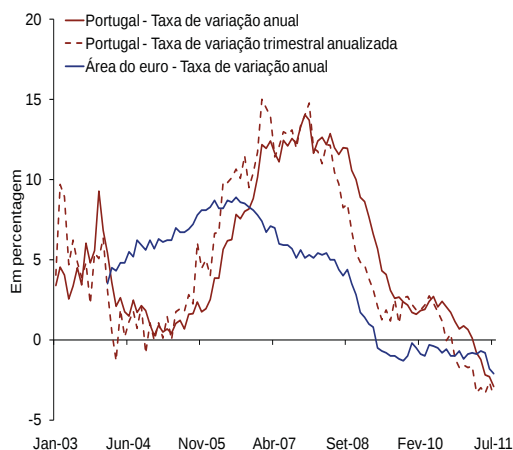


Fonte: Banco de Portugal.

Notas: O fluxo semestral é calculado com base na relação entre saldos de empréstimos bancários em fim de mês, ajustados de operações de titularização e transações mensais, as quais são calculadas a partir de saldos corrigidos de reclassificações e abatimentos ao ativo. Os valores apresentados estão corrigidos do efeito da venda da carteira de crédito do BPN à Parvalorem. Última observação: julho 2011.

Gráfico 3.2.15

EMPRÉSTIMOS CONCEDIDOS A PARTICULARES PARA CONSUMO



Fonte: Banco de Portugal.

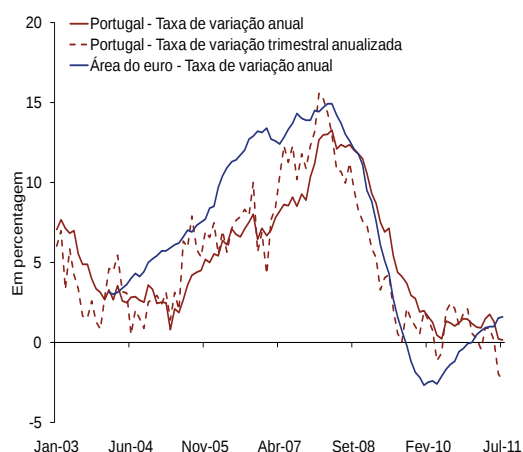
Notas: As séries apresentadas dizem respeito aos empréstimos concedidos por instituições monetárias residentes. As taxas de variação anual e trimestral são calculadas com base na relação entre saldos de empréstimos bancários em fim de mês, ajustados de operações de titularização, e transações mensais, as quais são calculadas a partir de saldos corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao activo e de reavaliações cambiais e de preço. A taxa de variação trimestral é calculada sobre valores ajustados de sazonalidade. Os valores apresentados estão corrigidos do efeito da venda da carteira de crédito do BPN à Parvalorem. Última observação: julho 2011.

Por seu turno, os empréstimos concedidos às sociedades não financeiras evidenciaram taxas de crescimento ligeiramente positivas desde meados de 2010, registando em julho de 2011 uma taxa de variação virtualmente nula (Gráfico 3.2.16). No que diz respeito à área do euro, a desaceleração aconteceu de forma mais acentuada e concentrada no tempo, registando valores negativos entre setembro de 2009 e novembro de 2010, com um mínimo no início de 2010. Focando a análise no período mais recente, para

que estão disponíveis dados desagregados de acordo com a dimensão da empresa, é possível verificar que a desaceleração do crédito às empresas é comum às várias categorias consideradas, observando-se uma convergência nas taxas de crescimento anual, sobretudo a partir do início de 2011 (Gráfico 3.2.17). A evolução distinta do conjunto das *holdings* não financeiras poderá ter sido compensada, em alguns casos, pelo aumento das emissões de títulos de curto prazo tomados por não residentes. A evolução dos *stocks* de crédito nos últimos meses aponta para uma redução generalizada do crédito às empresas, não sendo possível destacar um segmento onde esse decréscimo seja mais evidente. De salientar que, no final do primeiro semestre, os empréstimos concedidos pelo setor bancário residente às micro, pequenas e médias empresas representava cerca de 78 por cento do total de crédito concedido às sociedades não financeiras.

Gráfico 3.2.16

EMPRÉSTIMOS CONCEDIDOS A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS

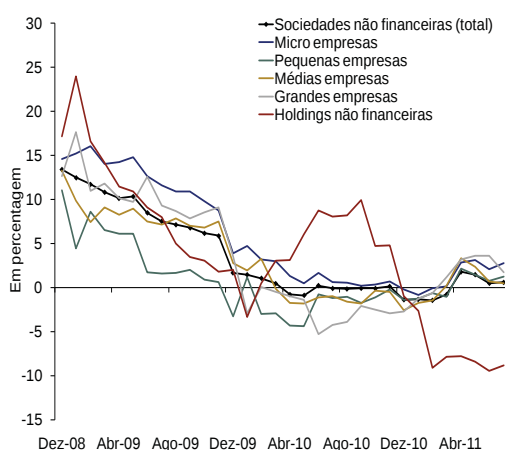


Fonte: Banco de Portugal.

Notas: As séries apresentadas dizem respeito aos empréstimos concedidos por instituições monetárias residentes. As taxas de variação anual e trimestral são calculadas com base na relação entre saldos de empréstimos bancários em fim de mês, ajustados de operações de titularização, e transações mensais, as quais são calculadas a partir de saldos corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao activo e de reavaliações cambiais e de preço. A taxa de variação trimestral é calculada sobre valores ajustados de sazonalidade. Os valores apresentados estão corrigidos do efeito da venda da carteira de crédito do BPN à Parvalorem. Última observação: julho 2011.

Gráfico 3.2.17

EMPRÉSTIMOS CONCEDIDOS ÀS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS | DESAGREGAÇÃO POR DIMENSÃO DA EMPRESA



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: As séries apresentadas dizem respeito aos empréstimos concedidos por instituições monetárias residentes. As séries apresentadas não se encontram ajustadas de operações de titularização, reclassificações, abatimentos ao ativo e de reavaliações cambiais e de preço. Os valores apresentados não estão corrigidos do efeito da venda da carteira de crédito do BPN à Parvalorem. Última observação: julho 2011.

A evolução destes três segmentos de crédito nos últimos meses é consistente com a informação fornecida no âmbito do Inquérito Trimestral aos Bancos sobre o Mercado de Crédito. De acordo com os resultados do inquérito realizado em julho⁵, os critérios de concessão de empréstimos ao setor privado não financeiro tornaram-se mais restritivos no segundo trimestre de 2011. A maior restritividade da política de concessão de crédito deveu-se, em grande medida, a um aumento do custo de capital e restrições de balanço dos bancos, bem como a uma deterioração das expectativas relativas à atividade económica em geral. A alteração dos critérios de aprovação de crédito traduziu-se no aumento dos *spreads* aplicados, na redução da maturidade e do montante dos empréstimos concedidos e no aumento das comissões e outros encargos, assim como das garantias exigidas.

⁵ Os resultados do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito podem ser consultados em www.bportugal.pt/pt-PT/EstudosEconomicos/Publicacoes/IBMC/Publicacoes/Results_jul11_p.pdf.

No segundo trimestre do ano, a procura de empréstimos e linhas de crédito por parte das empresas registou, em termos agregados, uma ligeira redução. A diminuição das necessidades de financiamento relacionadas com investimento e com operações de fusões/aquisições ou re-estruturação empresarial esteve subjacente a esta evolução. Relativamente aos particulares, a procura de empréstimos terá também registado uma diminuição, sobretudo no segmento dos empréstimos para aquisição de habitação. A diminuição da confiança dos consumidores, bem como o aumento de outras despesas de consumo terão estado entre os fatores que mais contribuíram para a evolução reportada.

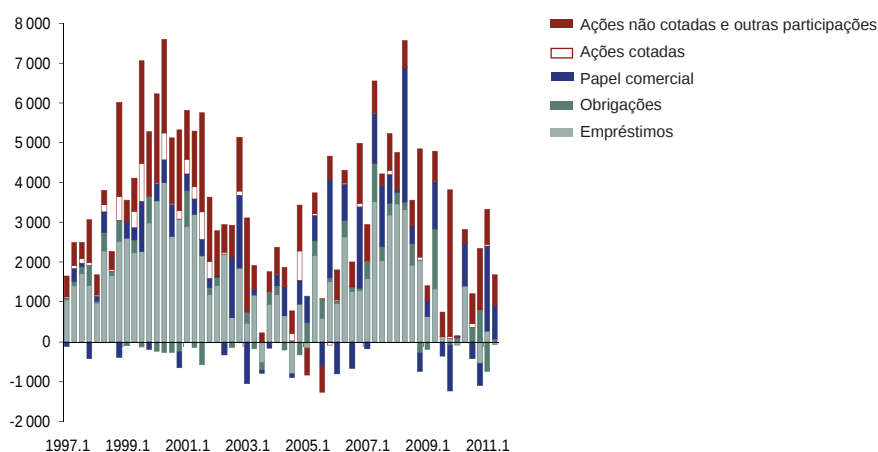
Para o terceiro trimestre de 2011, os bancos inquiridos perspetivavam a aplicação de critérios mais restritivos na concessão de empréstimos a empresas e particulares. Para o mesmo período, não se antecipavam alterações significativas na procura de empréstimos por parte das empresas. No que respeita aos particulares, era esperada uma diminuição da procura, quer no segmento dos empréstimos para aquisição de habitação, quer no segmento dos empréstimos para consumo e outros fins.

Aumento das emissões de títulos a curto prazo por parte das empresas no primeiro semestre refletindo, inter alia, o aumento da restritividade da política de concessão de empréstimos por parte dos bancos.

No primeiro semestre de 2011, face ao encarecimento dos empréstimos bancários, as necessidades de financiamento adicionais das empresas não financeiras foram sobretudo asseguradas por via da emissão de papel comercial, colocado essencialmente junto de não residentes, e pela realização de aumentos de capital por parte das empresas não cotadas (Gráfico 3.2.18). Este comportamento contrasta com o observado na segunda metade de 2010, período em que se verificaram emissões líquidas negativas de papel comercial. No que se refere às restantes rubricas, é de destacar o re-embolso líquido de dívida obrigacionista no primeiro trimestre, sendo que o recurso a capital acionista por parte das empresas cotadas e o recurso a empréstimos bancários permaneceram praticamente inalterados no conjunto do semestre. Note-se que, no período de dois anos compreendido entre julho de 2009 e junho de 2011, a variação líquida dos empréstimos bancários foi apenas responsável por 10 por cento do financiamento líquido das sociedades não financeiras. Este valor contrasta com a proporção de aproximadamente 50 por cento registada nos dois anos precedentes (de junho de 2007 a julho de 2009), quando os empréstimos bancários a sociedades não financeiras registaram um crescimento muito forte. De facto, a expansão dos empréstimos bancários deu um contributo importante para o aumento acentuado do endividamento das sociedades não financeiras, um dos mais elevados da área do euro.

Gráfico 3.2.18

FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS PORTUGUESAS | VARIAÇÃO TRIMESTRAL



Fonte: Banco de Portugal.

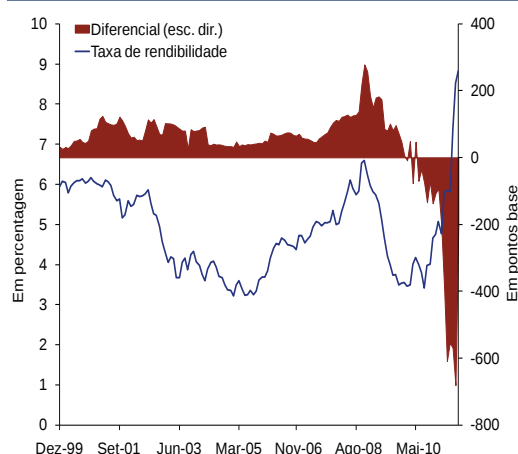
Nota: Última observação: julho 2011.

Aumento dos custos de financiamento das empresas não financeiras, num contexto de condições muito restritivas de financiamento dos bancos nos mercados internacionais e de deterioração das expectativas relativamente à atividade económica em geral

A taxa de rendibilidade das obrigações emitidas por sociedades não financeiras aumentou significativamente nos últimos meses. Com efeito, no final de agosto, o índice publicado pelo *Barclays Capital* situou-se em 8.83 por cento⁶ (Gráfico 3.2.19). Esta evolução reflete as perturbações existentes nos mercados de dívida soberana da área do euro, em particular, o aumento do risco associado à República Portuguesa e à generalidade dos emitentes nacionais. Adicionalmente, embora as empresas incluídas no índice apresentem elevada qualidade de crédito e uma proporção significativa dos seus resultados seja gerada pela atividade internacional, as perspetivas menos favoráveis para a atividade doméstica tornam menos atrativo o investimento em títulos de dívida de empresas portuguesas, contribuindo assim para o aumento das *yields* exigidas. Por seu turno, o facto do diferencial face às obrigações do tesouro continuar a assumir valores bastante negativos, deve ser interpretado com alguma reserva e enquadrado num contexto em que as *yields* da dívida pública em mercado secundário não refletem uma situação normal de mercado. De qualquer modo, o acesso ao mercado por parte das grandes empresas continua a ser feito em condições menos negativas do que as da República. O gráfico 3.2.20 apresenta um indicador sintético do custo de financiamento das empresas não financeiras, que pondera informação relativa ao custo de capital, às taxas de juro dos empréstimos bancários e às taxas de rendibilidade da dívida titulada e, portanto, mais representativo da empresa média⁷. Ao longo de 2011 é possível observar um aumento considerável dos custos de financiamento das empresas, em termos reais. Este aumento

Gráfico 3.2.19

TAXA DE RENDIBILIDADE DE OBRIGAÇÕES DE EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS PORTUGUESAS E DIFERENCIAL FACE A TÍTULOS DE DÍVIDA PÚBLICA DE MATURIDADE COMPARÁVEL

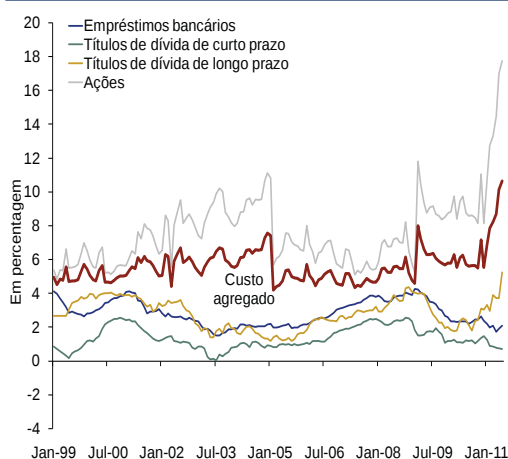


Fontes: Barclays Capital e Banco de Portugal.

Nota: Última observação: agosto de 2011.

Gráfico 3.2.20

EVOLUÇÃO DO CUSTO DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS EM PORTUGAL | EM TERMOS REAIS



Fontes: Barclays Capital, BCE, Consensus Economics, Thomson Reuters e cálculos do Banco de Portugal

Nota: Última observação: junho 2011.

⁶ A 31 agosto de 2011, o índice publicado pelo *Barclays Capital* apenas considerava 15 emissões de grandes empresas portuguesas.

⁷ O indicador sintético para o custo de financiamento das empresas não financeiras é calculado como uma média ponderada dos custos dos diferentes tipos de financiamento. A componente com maior peso neste indicador é o custo de financiamento por capitais próprios, que é calculado através da fórmula $r = \frac{D}{P} [(1 + gn) + 8(ga - gn)] + g$, onde r é o custo de capital, D/P o *dividend yield*, gn corresponde à taxa de crescimento dos dividendos no longo prazo e ga à respetiva taxa de crescimento para os próximos quatro anos. O custo associado às restantes categorias de instrumentos é calculado com base nas taxas de juro que se consideram representativas. Para informação metodológica, ver Gameiro, I. e Ribeiro, N. (2007), "Custo de financiamento das empresas portuguesas", Banco de Portugal, *Boletim Económico* – Outono.

foi visível em várias fontes de financiamento que compõem o índice, designadamente no capital e nos títulos de dívida a longo prazo.

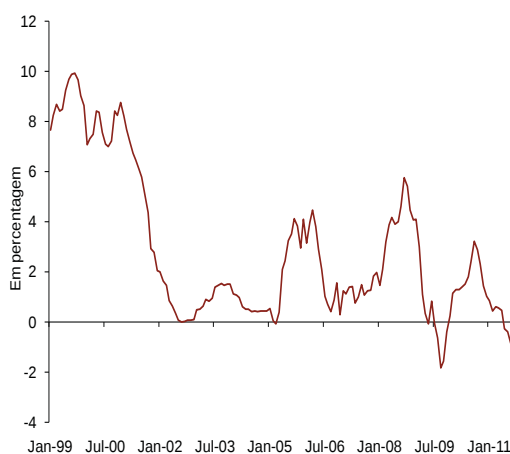
Estagnação dos preços no mercado residencial

Num contexto de diminuição do rendimento disponível das famílias – consequência das condições adversas no mercado de trabalho e do aumento da carga fiscal – os preços dos ativos imobiliários tornam-se mais sensíveis à evolução do mercado de crédito. Neste sentido, apesar de não existir evidência de sobrevalorização dos preços no mercado residencial português⁸, a necessidade de desalavancagem financeira por parte dos particulares, a deterioração da situação das empresas do setor da construção e o aumento da restritividade da política de concessão de crédito por parte dos bancos deverão condicionar o comportamento do mercado imobiliário. De acordo com o índice confidencial imobiliário, os preços no mercado residencial registaram uma variação homóloga ligeiramente negativa no mês de junho (-0.3 por cento), no seguimento da tendência de desaceleração que se vinha a verificar desde agosto de 2010 (Gráfico 21)⁹. Por seu turno, o índice de avaliação bancária publicado pelo INE registou uma variação negativa em termos homólogos de 2.8 por cento no mês de junho (-1.8 por cento em março) (Quadro 3.2.1)¹⁰.

Ainda que seja prematuro realizar uma avaliação definitiva, as medidas para o mercado da habitação que constam do Memorando de Entendimento são suscetíveis de ter um impacto desfavorável nos preços da habitação. A este respeito, refira-se o fim da dedução em sede de IRS dos encargos com amortizações de capital, o limite à dedução de encargos com juros, a redução das isenções temporárias do IMI para habitação própria e permanente.

Gráfico 3.2.21

ÍNDICE CONFIDENCIAL IMOBILIÁRIO | TAXAS DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA



Fonte: Imométrica.

Nota: Última observação: agosto 2011.

8 Para mais detalhes, ver “Caixa 1.1 Os mercados de habitação na área do euro”, Banco de Portugal, *Relatório Anual* 2010.

9 Este índice é calculado com base em preços de oferta e ponderado por região e estado de uso do alojamento. No entanto, o ajustamento de qualidade no cálculo do índice não permite controlar de forma integral variações neste parâmetro, facto que estará subjacente ao crescimento relativamente elevado registado no final de 2008. Para informação metodológica, ver “Índice Confidencial Imobiliário: procedimentos metodológicos”, Isabel Fonseca e Ricardo Guimarães”, Newsletter Imobiliária Portuguesa – Confidencial Imobiliário, outubro de 2006.

10 Este indicador era, até janeiro de 2010, calculado com base em informação referente a sete instituições bancárias que representam cerca de 60 por cento do montante de crédito concedido. Contudo, em janeiro de 2010, o INE alterou o método de cálculo do indicador de avaliação bancária na habitação, passando a abranger todas as instituições bancárias com peso significativo no crédito a habitação e passando a periodicidade dos dados a ser mensal. Foi publicada pelo INE informação retrospectiva desde setembro de 2009, sendo considerados os valores da nova série a partir desta data. Refira-se ainda que este indicador não é ajustado para efeitos de qualidade.

4. Política Orçamental

A notificação do Procedimento dos Défices Excessivos de setembro confirmou o objetivo de 5.9 por cento do PIB para o défice orçamental em 2011, cujo cumprimento exigirá medidas adicionais de dimensão significativa

A notificação de setembro do Procedimento dos Défices Excessivos manteve inalterado o objetivo oficial para o défice das administrações públicas em 2011 em 5.9 por cento do PIB, que compara com 9.8 por cento, em 2010 (Quadro 4.1)¹¹. O valor reportado coincide com o objetivo fixado no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira, acordado em maio com a Comissão Europeia, o Banco Central Europeu e o Fundo Monetário Internacional. De referir que os desvios na execução orçamental identificados até ao momento obrigam à adoção de medidas adicionais não especificadas no Orçamento do Estado para 2011 (OE2011), no Programa e no Documento de Estratégia Orçamental. No que se refere ao rácio da dívida pública no final de 2011, deverá cifrar-se em 100.8 por cento do PIB, de acordo com a projeção incluída na notificação de setembro.

Ao longo de 2011, os resultados orçamentais de anos anteriores foram alvo de revisões por parte das autoridades estatísticas nacionais, resultando na deterioração do ponto de partida para o processo de ajustamento orçamental

Na primeira notificação do Procedimento dos Défices Excessivos, no final de março, os valores do défice e da dívida das administrações públicas para os anos de 2007 a 2010 foram revistos em alta devido à inclusão de um conjunto de empresas do setor dos transportes neste setor institucional. O saldo orçamental de 2010 foi ainda negativamente afetado pela assunção das imparidades do Banco Português de Negócios por entidades classificadas no setor das administrações públicas e pela execução de uma garantia concedida pelo Estado ao Banco Privado Português. Ainda no âmbito da notificação de março, o Instituto Nacional de Estatística procedeu a uma alteração da informação reportada, na sequência de uma decisão metodológica do *Eurostat*. Em particular, os rácios do défice e da dívida das administrações públicas referentes ao período de 2007 a 2010 foram revistos em alta, refletindo um diferente tratamento de três contratos de construção e exploração de infraestruturas rodoviárias até então classificados como parcerias público-privadas.

Quadro 4.1

PRINCIPAIS INDICADORES ORÇAMENTAIS EM PORCENTAGEM DO PIB						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Saldo Orçamental						
OE2011 (outubro 2010)	-7.3	-4.6	-	-	-	-
PAEF (maio 2011)	-9.1	-5.9	-4.5	-3.0	-2.3	-1.9
DEO (setembro 2011)	-9.1	-5.9	-4.5	-3.0	-1.8	-0.5
PDE (setembro 2011)	-9.8	-5.9	-	-	-	-
Dívida Pública						
OE2011 (outubro 2010)	82.4	86.6	-	-	-	-
PAEF (maio 2011)	93.0	101.7	107.4	108.6	107.6	105.7
DEO (setembro 2011)	93.0	100.8	106.1	106.8	105.0	101.8
PDE (setembro 2011)	93.3	100.8	-	-	-	-

Fontes: Comissão Europeia ("The Economic Adjustment Programme for Portugal", *Occasional Paper* No. 79, junho de 2011), INE e Ministério das Finanças.

Notas: OE2011 - Orçamento do Estado para 2011; PAEF - Programa de Assistência Económica e Financeira; DEO - Documento de Estratégia Orçamental; PDE - Procedimento dos Défices Excessivos.

¹¹ Recorde-se que a notificação inclui estatísticas até ao ano transato compiladas pelo INE e uma estimativa para o ano em curso elaborada pelo Ministério das Finanças.

A notificação de setembro do Procedimento dos Défices Excessivos incorporou uma nova modificação dos valores do défice e da dívida das administrações públicas para o período de 2008 a 2010. Esta revisão resultou da identificação de um conjunto de dívidas contraídas desde 2004 pelas administrações e empresas públicas da Madeira que, tal como referido na nota de imprensa emitida conjuntamente pelo Banco de Portugal e o Instituto Nacional de Estatística no início de setembro, não foram atempadamente comunicadas às autoridades estatísticas nacionais¹². Os valores agora apurados para o défice e a dívida das administrações públicas em 2010 correspondem, respetivamente, a 9.8 e 93.3 por cento do PIB.

O processo de ajustamento da economia portuguesa inclui um conjunto alargado de medidas de consolidação orçamental, enquadradas pelo Programa de Assistência Económica e Financeira

O OE2011 fixou os objetivos oficiais para o défice e a dívida das administrações públicas em 2011 em 4.6 e 86.6 por cento do PIB, respetivamente. Na sequência do pedido de assistência financeira foram definidos novos objetivos, que tiveram em conta as revisões dos resultados orçamentais de anos anteriores, em particular o alargamento do perímetro de consolidação das administrações públicas, e incorporaram perspetivas menos favoráveis relativamente ao cenário macroeconómico. De facto, as metas acordadas no âmbito do Programa representaram uma revisão em alta dos objetivos estabelecidos no OE2011, para 5.9 por cento do PIB no caso do défice das administrações públicas e para 101.7 por cento, no caso do rácio da dívida pública. Para o efeito, a estratégia de consolidação apresentada no Memorando de Entendimento para 2011 baseou-se fundamentalmente na execução e no reforço das medidas constantes do OE2011, não tendo sido estipuladas medidas complementares significativas.

Os compromissos assumidos pelas autoridades portuguesas são compatíveis com os objetivos de médio prazo do Pacto de Estabilidade e Crescimento e da Lei de Enquadramento Orçamental, recentemente revista. Assim, o Programa prevê a adoção de um vasto conjunto de medidas de consolidação orçamental. Do lado da receita, destacam-se os aumentos da tributação indireta e a redução de benefícios e isenções fiscais em sede de IRS, IRC e IMI. As medidas de diminuição da despesa deverão afetar a generalidade das rubricas, com particular ênfase nas despesas com pessoal e com prestações sociais. Está ainda prevista a redução das transferências para a administração local e regional e das despesas relacionadas com o Serviço Nacional de Saúde. O Programa prevê, ainda, a racionalização do Setor Empresarial do Estado e a aceleração do programa de privatizações. Estas medidas visam garantir uma melhoria gradual da posição orçamental das administrações públicas, apontando para a correção da situação de défice excessivo em 2013. Destaque-se que, não obstante a magnitude do programa de privatizações, prevê-se que o rácio da dívida pública continue a registar uma trajetória ascendente até 2013, ano a partir do qual deverá diminuir.

No primeiro semestre de 2011 o crescimento da receita fiscal reflete o impacto de medidas de consolidação em vigor desde meados de 2010 ou incluídas no Orçamento do Estado para 2011

De acordo com as Contas Nacionais Trimestrais, divulgadas pelo Instituto Nacional de Estatística no final de setembro, a receita fiscal cresceu 3.7 por cento face ao mesmo período de 2010, refletindo aumentos de 3.9 e 3.5 por cento nos impostos sobre o rendimento e sobre a produção e a importação, respetivamente (Quadro 4.2). Esta evolução foi, em ambos os casos, muito influenciada pelo impacto

¹² Ver o comunicado do Instituto Nacional de Estatística e do Banco de Portugal de 16 de setembro de 2011, disponível em http://www.bportugal.pt/pt-PT/OBancoeoEurosistema/ComunicadoseNotasdeInformacao/Lists/FolderDeListaComLinks/Attachments/180/INE_BdP_RAM.pdf.

Quadro 4.2

CONTA DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS ^(a) CONTABILIDADE NACIONAL					
	Execução orçamental – Primeiro semestre ^(b)			Programa de Assistência Económica e Financeira	Documento de Estratégia Orçamental
	2010	2011	Taxa de variação	Taxa de variação ^(c)	Taxa de variação ^(c)
	EUR milhões		Porcentagem	Porcentagem	
Receitas totais	31 373	32 353	3.1	-0.6	1.9
Receita corrente	30 977	31 903	3.0	2.9	3.8
Receita fiscal	17 227	17 859	3.7	2.2	5.6
Impostos sobre o rendimento e património	6 358	6 608	3.9	1.6	7.9
Impostos sobre a produção e a importação	10 869	11 251	3.5	2.6	4.0
Contribuições sociais	10 096	10 221	1.2	1.8	1.7
Contribuições sociais efetivas	7 371	7 689	4.3	3.8	3.3
Contribuições sociais imputadas	2 725	2 531	-7.1	-3.8	-2.6
Outras receitas correntes	3 653	3 823	4.7	9.2	0.4
Receitas de capital	396	449	13.4	-52.0	-25.7
Despesas totais	40 102	39 348	-1.9	-7.0	-5.0
Despesa corrente	36 973	36 531	-1.2	-2.5	-0.8
Transferências correntes	20 217	19 849	-1.8	-1.9	-1.6
p/a famílias	17 411	17 240	-1.0	-0.5	-0.1
em dinheiro	13 244	13 342	0.7	1.1	1.3
em espécie	4 167	3 898	-6.5	-6.4	-4.7
p/a empresas	551	499	-9.5	-8.5	-8.5
outras	2 255	2 111	-6.4	-11.5	-12.7
Juros	2 411	3 304	37.0	36.0	36.0
Despesas com pessoal	10 491	9 845	-6.2	-7.2	-5.7
Consumo intermédio	3 854	3 534	-8.3	-17.8	-7.5
Despesas de capital	3 129	2 817	-10.0	-46.4	-41.9
Formação bruta de capital fixo	1 908	2 018	5.8	-23.3	-25.6
Outras despesas de capital	1 221	799	-34.6	-85.2	-69.4
Saldo total	-8 729	-6 995			

Fontes: INE e Ministério das Finanças.

Notas: (a) A inclusão de nova informação sobre a Região Autónoma da Madeira na conta de 2010 não afeta a leitura deste quadro, uma vez que as alterações introduzidas se referem quase exclusivamente ao quarto trimestre. (b) A despesa com juros usada para o apuramento da execução orçamental do primeiro semestre está de acordo com o Sistema Europeu de Contas Económicas Integradas. No caso das projeções apresentadas no Programa de Assistência Económica e Financeira e no Documento de Estratégia Orçamental, a despesa com juros inclui o impacto da contabilização de Swaps e FRAs, tal como definido no âmbito do Procedimento dos Défices Excessivos. (c) Previsão.

de medidas aprovadas em meados do ano passado ou no âmbito do OE2011¹³. Destaque-se que a execução da receita fiscal no primeiro semestre evidencia um crescimento ligeiramente inferior à estimativa apresentada no Documento de Estratégia Orçamental. De notar que a execução no segundo semestre beneficiará da introdução de uma sobretaxa em sede de IRS e da antecipação do aumento da taxa de IVA sobre a eletricidade e o gás (medidas anunciadas já depois de meados do ano), bem como da evolução favorável dos pagamentos por conta no IRC. Em contrapartida, o impacto das medidas em vigor desde meados de 2010 deixará de influenciar a taxa de variação da coleta dos impostos. Na perspetiva do conjunto do ano, persistem alguns riscos, associados à evolução da atividade económica, com particular ênfase no consumo privado.

13 No que se refere à tributação do rendimento, recorde-se que em junho de 2010 ocorreu um agravamento das taxas marginais aplicáveis aos diversos escalões de IRS e foi introduzido um novo escalão referente a rendimentos superiores a 150 mil euros. Adicionalmente, foi ainda introduzida uma sobretaxa de IRC aplicável aos lucros superiores a 2 milhões de euros. No caso da receita de impostos sobre a produção e a importação, o aumento observado tem sido suportado pelo comportamento da coleta do IVA, explicado no essencial pelos aumentos das taxas que tiveram lugar no verão de 2010 e em janeiro de 2011.

No primeiro semestre do ano a redução da despesa pública foi menos acentuada do que o programado

A diminuição da despesa corrente e de capital registada no primeiro semestre é significativamente menor do que o previsto no Programa para o conjunto do ano. O desvio na execução orçamental nos primeiros meses de 2011 resultou essencialmente do comportamento das despesas com pessoal, por via de uma redução abaixo do previsto do número de trabalhadores da administração central e do impacto de promoções em alguns ministérios e do consumo intermédio. Adicionalmente, as contas públicas foram ainda negativamente afetadas por operações relacionadas com a assunção de dívida de duas empresas da Região Autónoma da Madeira e com a recapitalização do Banco Português de Negócios. De referir que as taxas de variação homóloga das principais rubricas da despesa corrente primária – transferências correntes para as famílias, despesas com pessoal e consumo intermédio - apresentadas no Documento de Estratégia Orçamental são menos negativas do que as agora apuradas para o primeiro semestre. Em contraste, a execução das outras transferências correntes e da formação bruta de capital fixo na primeira metade do ano pode ainda sinalizar riscos, que requerem uma análise mais aprofundada.

O défice orçamental do primeiro semestre do ano não permite o cumprimento do objetivo para o défice em 2011 sem recurso a medidas adicionais, acentuando a relevância do Orçamento do Estado para 2012 no atual processo de consolidação

De acordo com a informação compilada pelo Instituto Nacional de Estatística, o défice das administrações públicas no primeiro semestre do ano cifrou-se em 6995 milhões de euros, numa ótica de Contabilidade Nacional. Este valor compara com o limite de 10068 milhões de euros, fixado no Programa para o conjunto do ano. Na medida em que o hiato relativamente ao objetivo oficial seja preenchido essencialmente através de medidas de caráter temporário, o Orçamento do Estado para 2012 reveste-se de uma exigência adicional, devendo à partida incorporar um conjunto muito considerável de medidas estruturais, implementando simultaneamente os procedimentos orçamentais contemplados na última alteração à Lei do Enquadramento Orçamental. Estas medidas são cruciais para assegurar uma consolidação sustentada das finanças públicas, assente num ajustamento da despesa pública à capacidade económica do país.

5. Oferta

Variação negativa da atividade, em linha com a evolução da confiança

De acordo com a informação publicada pelo INE, no primeiro semestre de 2011 registou-se uma diminuição do valor acrescentado bruto (VAB) da economia portuguesa de 0.8 por cento em termos homólogos, o que compara com crescimentos de 1.8 e 0.8 por cento no primeiro e segundo semestres de 2010, respetivamente.

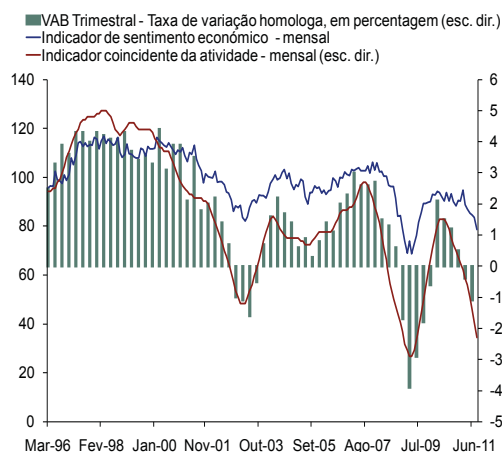
Para esta evolução contribuíram o processo de correção dos desequilíbrios macroeconómicos em curso na economia portuguesa e a evolução da atividade nos países da área do euro. No primeiro semestre de 2011 a economia europeia registou um crescimento médio de 2 por cento mas com uma desaceleração em termos trimestrais (ver secção 1).

A evolução da atividade económica em Portugal foi semelhante à trajetória apresentada pelos indicadores de confiança. Em termos intra-anuais, a trajetória ascendente do indicador mensal de sentimento económico da Comissão Europeia iniciada no segundo trimestre de 2009, e a sua posterior estabilização em 2010, contrasta com a queda observada no primeiro semestre de 2011. A mesma evolução foi registada no indicador coincidente de atividade do Banco de Portugal, embora neste caso a inversão de tendência já fosse visível no segundo semestre de 2010 (Gráfico 5.1).

Em termos setoriais a evolução do VAB tem sido heterogénea. No primeiro semestre de 2011, os setores da agricultura, silvicultura e pescas e da indústria registaram crescimentos, em termos homólogos, de 0.5 e 2.1 por cento, respetivamente, enquanto os setores da construção e dos serviços decresceram 6.1 e 0.9 por cento, respetivamente (Gráfico 5.2). Em termos acumulados, a redução do VAB no setor da construção é particularmente marcante, ascendendo a cerca de 20 por cento desde 2008. A indústria regista também uma perda acumulada de perto de 9 por cento no mesmo período, embora seja de assinalar o retorno ao crescimento após o primeiro semestre de 2010. Neste setor observa-se uma variação positiva do índice de volume de negócios desde o início de 2010, em particular no mercado externo, não obstante a desaceleração registada a partir do início de 2011 e que se acentuou mais recentemente (Gráfico 5.3). Deste modo, no conjunto dos setores de atividade, observou-se alguma reorientação da atividade no sentido dos setores eminentemente transacionáveis, fator importante no processo de ajustamento da economia portuguesa.

Gráfico 5.1

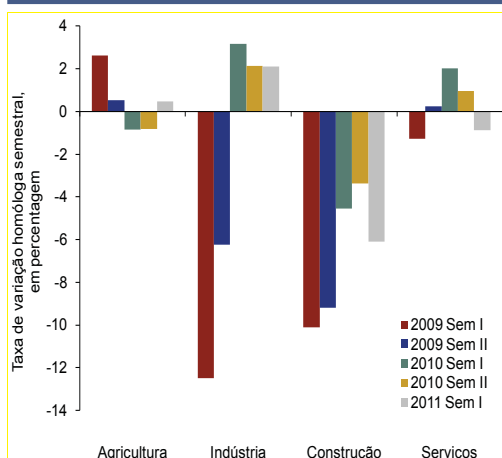
VAB, INDICADOR COINCIDENTE DA ATIVIDADE E INDICADOR DE SENTIMENTO ECONÓMICO



Fontes: Comissão Europeia, INE (Contas Trimestrais) e Banco de Portugal.

Gráfico 5.2

VAB SETORIAL

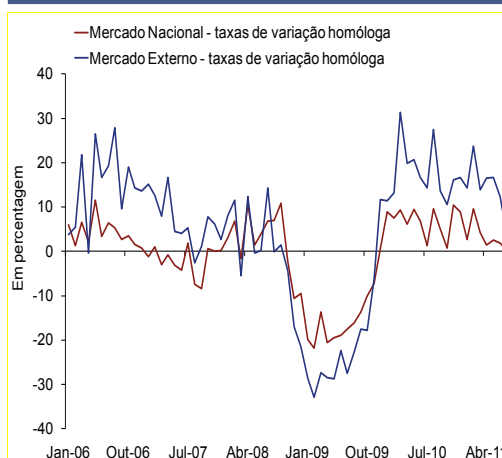


Fonte: INE (Contas Nacionais Trimestrais).

Nota: A Agricultura engloba o VAB dos ramos Agricultura, Produção Animal, Caça, Floresta e Pesca; a Indústria o VAB dos ramos Indústrias Extrativas e Indústrias Transformadoras; a Construção o VAB dos ramos Construção; e os Serviços o VAB dos ramos do Comércio por Grosso e a Retalho; Reparação de Veículos Automóveis e Motociclos e do Alojamento e Restauração e Similares; dos Transportes e Armazenagem e Atividades de Informação e Comunicação; das Atividades Financeiras e de Seguros e Atividades Imobiliárias e dos Serviços Prestados às Empresas, Administração Pública, Educação e Saúde e Outros Serviços.

Gráfico 5.3

ÍNDICE DE VOLUME DE NEGÓCIOS NA INDÚSTRIA | MERCADO NACIONAL E MERCADO EXTERNO



Fonte: INE.

A evolução diferenciada da economia portuguesa em termos setoriais no primeiro semestre de 2011 foi patente nos indicadores de confiança na indústria transformadora, serviços e comércio a retalho (Gráfico 5.4). O indicador de confiança no setor da construção manteve a trajetória descendente visível desde a segunda metade de 2008, atingindo níveis historicamente baixos. Os indicadores de confiança nos setores dos serviços e do comércio a retalho apresentaram evoluções negativas face ao segundo semestre de 2010, mantendo níveis inferiores aos observados antes do eclidir da crise económica e financeira. O indicador de confiança da indústria transformadora estabilizou face ao segundo semestre de 2010. No entanto, o elemento marcante reside no facto de todos os setores registarem uma forte deterioração da confiança no segundo trimestre do corrente ano, acentuando-se esta quebra nos meses de julho e agosto.

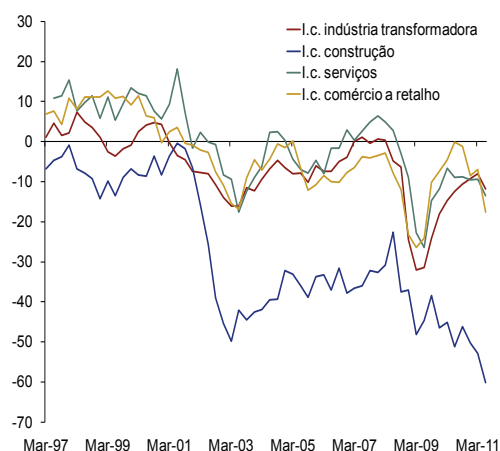
No que se refere à evolução do PIB para o conjunto de 2011, projeta-se que este decresça cerca de 2 por cento (ver secção 6). A análise da evolução do PIB no ano corrente segundo a ótica da oferta implica a existência de informação quanto à evolução do emprego e do desemprego. No entanto, a análise da evolução do mercado de trabalho no primeiro semestre de 2011 encontra-se fortemente condicionada pela alteração na metodologia adotada pelo INE no inquérito trimestral ao emprego¹³.

A quebra de série introduzida no inquérito trimestral ao emprego impossibilita uma análise detalhada das taxas de variação homóloga das variáveis do mercado de trabalho português, a qual só poderá ser

13 Segundo o INE, as principais alterações introduzidas pelo novo modo de recolha da informação foram a realização de entrevistas telefónicas, a adaptação do questionário a esta nova forma de inquirição e a adoção de novas tecnologias no processo de desenvolvimento e supervisão do trabalho de campo. Esta situação configura uma quebra de série, impedindo o cálculo de taxas de variação homóloga e a comparação com os níveis históricos. O INE estima que a taxa de desemprego obtida a partir da anterior metodologia de recolha seria inferior em 1 ponto percentual. Para mais informações veja-se a nota "Medida do impacto da alteração do modo de recolha da informação no Inquérito ao Emprego no primeiro trimestre de 2011", em "Estatísticas do Emprego – 1º trimestre de 2011", capítulo 6 (p.p. 31-40), INE.

Gráfico 5.4

INDICADOR DE CONFIANÇA POR SETOR DE ATIVIDADE | MÉDIA TRIMESTRAL



Fonte: Comissão Europeia.

retomada aquando da divulgação dos apuramentos referentes ao primeiro trimestre de 2012. Neste contexto, a análise desta secção centra-se na evolução de rácios previsivelmente não afetados pela referida alteração metodológica. A exceção a esta orientação prende-se com as variáveis desemprego e emprego. Neste caso, dada a utilidade em manter séries temporais compatíveis, a opção passa por retopolar as respetivas séries a partir dos níveis do novo inquérito ao emprego para o primeiro trimestre de 2011 com base nas taxas de variação em cadeia publicadas na anterior metodologia.

Partindo deste pressuposto, a produtividade aparente do trabalho no setor privado deverá diminuir 1.2 por cento em 2011, o que compara com um aumento de 0.4 por cento em 2009 e de 3.5 por cento em 2010 (Gráfico 5.5). A evolução negativa da produtividade do trabalho encontra-se significativamente condicionada pela contração de 2 por cento prevista para o PIB privado em 2011 após um crescimento de 1.7 por cento em 2010. Esta evolução ocorre em paralelo com uma estabilização da taxa de utilização da capacidade produtiva no primeiro semestre de 2011 (Gráfico 5.6).

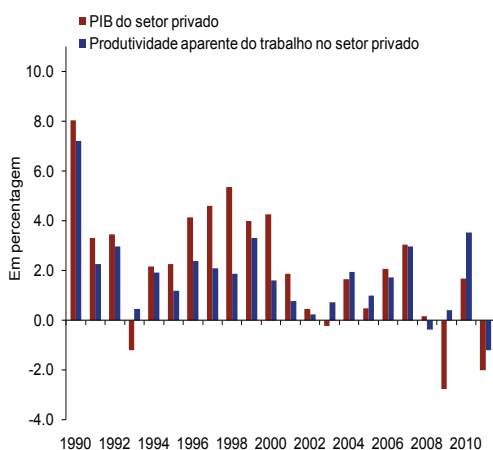
A redução da produtividade aparente do trabalho no setor privado é um fenómeno pouco frequente na economia portuguesa, tendo ocorrido também em 2008, embora de forma mais moderada e acompanhado de uma estabilização do produto. De facto, tal como em 2010, a situação prevista para 2011 não se encontra em linha com a relação histórica entre a evolução do emprego e da atividade do setor privado na economia portuguesa (Gráfico 5.7). No entanto, a análise conjunta destes dois anos revela que, face à evolução da atividade, a queda do emprego ocorrida em 2010 deverá ter como contrapartida uma redução mais moderada do mesmo em 2011. Deste modo, a variação média da produtividade aparente do trabalho em 2010 e 2011 deverá situar-se em cerca de 1 por cento. Com efeito, ao longo do ciclo económico e particularmente num contexto de expectativas desfavoráveis como o atual, as empresas ajustam o emprego com algum desfasamento temporal face às variações no produto. Neste sentido, num contexto de recessão económica mais profunda, a redução do emprego poderá acentuar-se.

A destruição líquida de emprego persiste desde 2009, com reflexos adversos na taxa de desemprego

O processo de correção dos desequilíbrios macroeconómicos em curso na economia portuguesa, incluindo uma política orçamental restritiva, e o endurecimento das condições de financiamento da economia, contribuíram para a contração do VAB nos dois primeiros trimestres de 2011. Esta situação ocorre pouco tempo depois da forte contração registada em 2009, na sequência da falência do banco de investimento

Gráfico 5.5

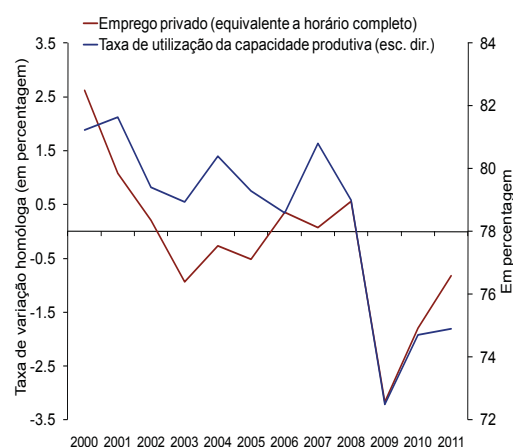
VARIAÇÃO DA PRODUTIVIDADE APARENTE DO TRABALHO E DO PIB DO SETOR PRIVADO



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 5.6

EMPREGO PRIVADO DA ECONOMIA (EQUIVALENTE A HORÁRIO COMPLETO) E UTILIZAÇÃO DA CAPACIDADE PRODUTIVA



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: O emprego no setor privado é definido como o emprego total excluindo a estimativa do Banco de Portugal para o emprego nas administrações públicas e nos hospitais públicos empresarializados, corrigido pelo número de horas trabalhadas. Assim, o número de horas trabalhadas equivalentes ao horário completo corresponde a um emprego. De 2007 a 2011, a série de emprego total assume a manutenção do número médio de horas trabalhadas por trabalhador. O nível da utilização da capacidade produtiva de 2011 corresponde ao valor do primeiro trimestre.

Lehman Brothers. Assim, a destruição líquida de emprego tem persistido desde o início de 2009, ainda que a um ritmo progressivamente mais moderado (Gráfico 5.8). No entanto, a necessária e urgente implementação das medidas de correção dos desequilíbrios e a expectativa de uma maior desaceleração do crescimento da economia internacional levam a crer que a evolução do emprego continuará a ser desfavorável, com reflexos adversos sobre a taxa de desemprego.

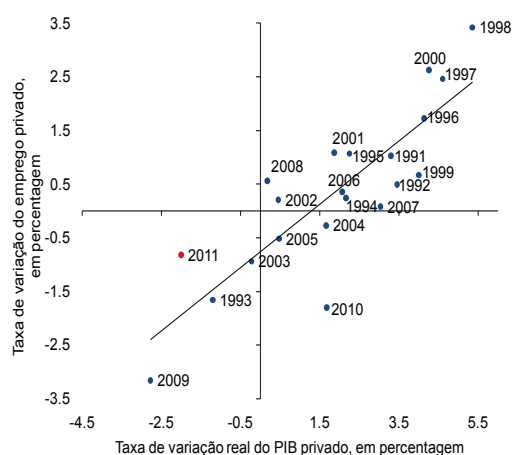
Em relação à composição do emprego por conta de outrem, observou-se no primeiro semestre de 2011 uma estabilização do peso dos contratos a termo no emprego total face ao semestre anterior (14.8 por cento), embora seja visível uma clara tendência de aumento nos últimos anos (Gráfico 5.9). Esta recomposição do emprego por tipo de contrato é a resposta dos agentes económicos às restrições impostas pelo regime de contratação sem termo, especialmente num contexto de elevada incerteza quanto à duração do período de ajustamento da economia portuguesa.

A tendência para o aumento do peso do emprego por conta de outrem no emprego total acentuou-se de forma clara na primeira metade de 2011. Esta tendência resulta da diminuição de formas de emprego familiar não remunerado e sobretudo da redução do emprego por conta própria. Tal evolução relaciona-se com as características das atividades onde estas formas de emprego são prevalentes, designadamente empresas de menor dimensão e menor produtividade e por isso mais vulneráveis num contexto de prolongada quebra na atividade (Gráfico 5.10).

De acordo com os dados do inquérito ao emprego, a taxa de participação (taxa de atividade dos 15 aos 64 anos) no primeiro semestre de 2011 foi de 74.3 por cento, aumentando ligeiramente em relação à taxa de participação em igual período de 2010 (74 por cento). O aumento da taxa de participação resultou principalmente da evolução da taxa de participação dos homens, que foi de 78.6 por cento, evidenciando um aumento quando comparada com o valor observado em 2010 (78.2 por cento), mas inferior à taxa de participação registada no primeiro semestre de 2009 (78.9 por cento). A taxa de

Gráfico 5.7

CRESCIMENTO DO PIB PRIVADO E DO EMPREGO PRIVADO (EQUIVALENTE A HORÁRIO COMPLETO)

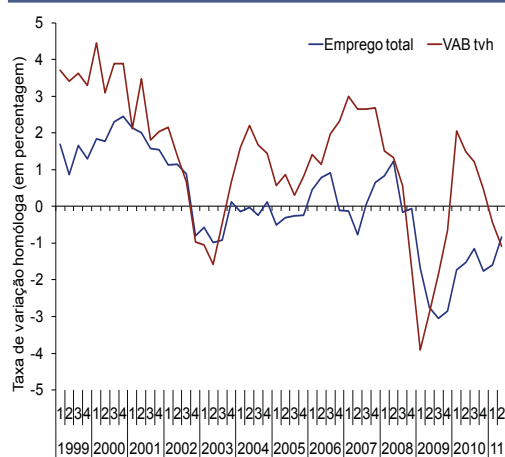


Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: O emprego no setor privado é definido como o emprego total excluindo a estimativa do Banco de Portugal para o emprego nas administrações públicas e nos hospitais públicos empresarializados. O PIB privado é calculado como o PIB total subtraído das remunerações e consumo de capital fixo das administrações públicas e dos hospitais públicos empresarializados corrigido pelo número de horas trabalhadas. Assim, o número de horas trabalhadas equivalentes ao horário completo correspondente a um emprego. De 2007 a 2011, a série de emprego privado assume a manutenção do número médio de horas trabalhadas por trabalhador.

Gráfico 5.8

EMPREGO TOTAL E VAB

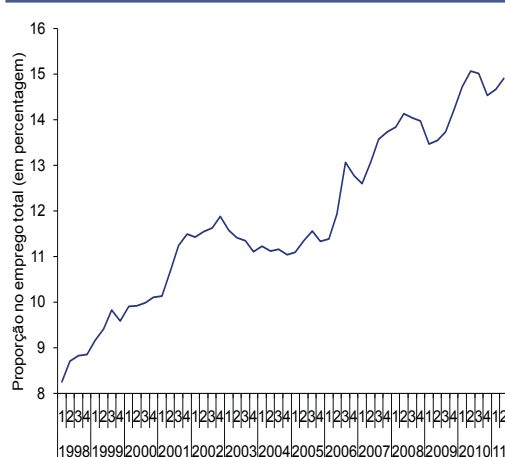


Fontes: INE (Inquérito ao Emprego e Contas Nacionais Trimestrais) e Banco de Portugal.

Nota: Ocorreu uma alteração metodológica no Inquérito ao Emprego no primeiro trimestre de 2011 que configura uma quebra de série.

Gráfico 5.9

INCIDÊNCIA DE CONTRATOS A TERMO



Fonte: INE (Inquérito ao Emprego).

participação das mulheres situou-se em 70.1 por cento, evidenciando um aumento quando comparada com ambos os semestres de 2010.

De acordo com a informação do inquérito ao emprego, a taxa de desemprego no primeiro semestre de 2011 fixou-se em 12.3 por cento e o número de desempregados cresceu cerca de 8 por cento em termos homólogos, em ligação com a evolução da conjuntura e com os problemas estruturais da economia portuguesa (Gráfico 5.11). Esta evolução é acompanhada por uma acentuada segmentação do mercado do trabalho em que, como referido, a dinâmica do emprego se encontra associada à evolução dos contratos de trabalho com termo que têm uma maior incidência nas faixas etárias mais jovens.

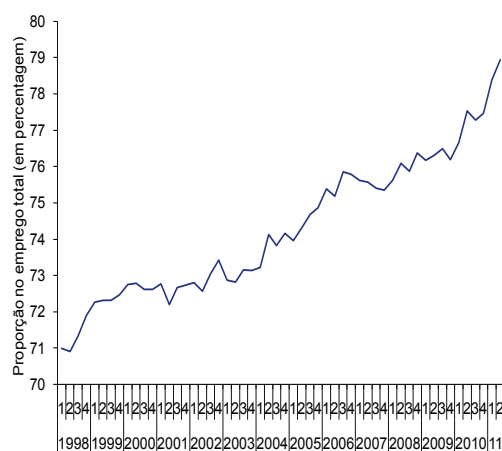
O desemprego de longa duração tem maior prevalência no universo dos desempregados com mais de 35 anos e no grupo dos que apresentam menor escolaridade

Em relação à duração do desemprego, o rácio do desemprego de longa duração (12 ou mais meses) em percentagem do desemprego total manteve-se acima de 50 por cento, embora ligeiramente abaixo dos valores observados em 2010 (Gráfico 5.12). A duração média do desemprego subiu no primeiro semestre de 2011 (28.6 meses) quando comparada com o primeiro e segundo semestres de 2010 (24.3 e 25.1 meses, respetivamente). Este aumento resulta sobretudo de um crescimento acentuado do desemprego de muito longa duração em termos absolutos, especialmente para desempregados há mais de 25 meses. Neste contexto, o peso dos desempregados sem acesso ao subsídio de desemprego e ao subsídio social de desemprego aumentou no primeiro semestre de 2011, ficando acima de 65 por cento.

As questões relativas à duração do desemprego são importantes na medida em que o afastamento prolongado do emprego tende a provocar uma depreciação acentuada do capital humano e perda de competências pessoais. O desemprego de longa duração tem maior prevalência no universo dos desempregados com idades superiores a 35 anos, atingindo valores perto de 65 por cento. No universo dos indivíduos mais jovens esta proporção situou-se em cerca de 45 por cento no ano de 2010, registando uma redução no primeiro semestre de 2011 para cerca de 36 por cento (Gráfico 5.13). O grupo etário mais jovem apresenta características específicas que facilitam a saída da situação de desemprego, por exemplo pela via da emigração. Segundo dados da OCDE, a taxa de crescimento acumulada da emigração

Gráfico 5.10

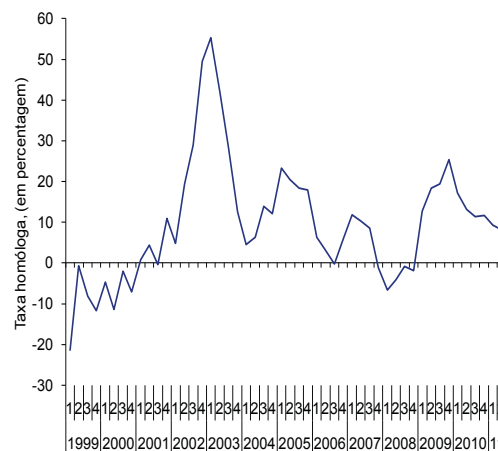
INCIDÊNCIA DE TRABALHADORES POR CONTA DE OUTREM



Fonte: INE (Inquérito ao Emprego).

Gráfico 5.11

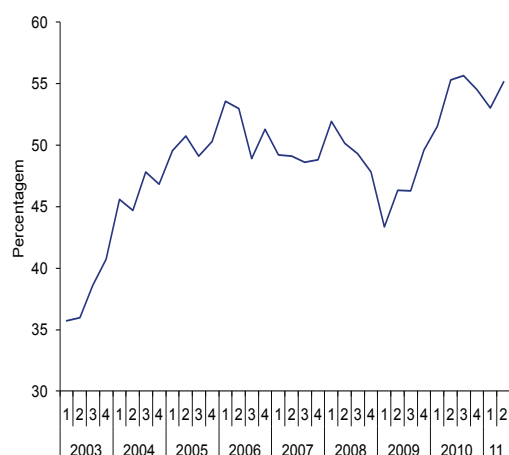
VARIAÇÃO DO NÚMERO DE DESEMPREGADOS



Fontes: INE (Inquérito ao Emprego) e Banco de Portugal.

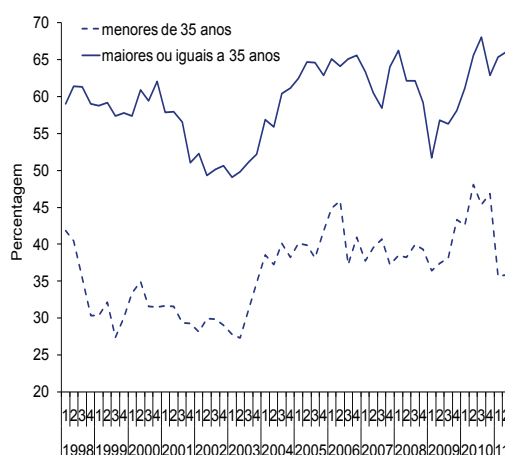
Nota: Ocorreu uma alteração metodológica no Inquérito ao Emprego no primeiro trimestre de 2011 que configura uma quebra de série.

Gráfico 5.12

DESEMPREGO DE LONGA DURAÇÃO EM PERCENTAGEM DO DESEMPREGO TOTAL

Fonte: INE (Inquérito ao Emprego).

Gráfico 5.13

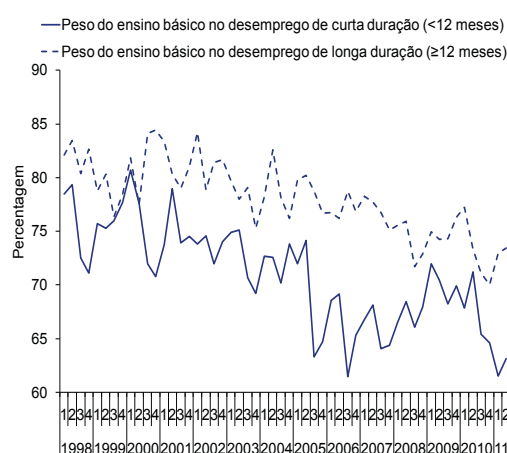
INCIDÊNCIA DO DESEMPREGO DE LONGA DURAÇÃO POR GRUPO ETÁRIO

Fonte: INE (Inquérito ao Emprego).

portuguesa para esse conjunto de países foi de 37 por cento entre 2001 e 2009, tendo como principais destinos a Espanha, a Suíça e a Alemanha. Embora exista dificuldade em obter informação atualizada, há também evidência de fluxos significativos de trabalhadores portugueses para fora da Europa, designadamente para Angola¹⁴.

A análise da duração do desemprego com base no nível de escolaridade revela que o peso de indivíduos com o ensino básico no conjunto dos desempregados de longa duração é superior a 70 por cento, tendo aumentado ligeiramente no primeiro semestre de 2011. No grupo dos desempregados há menos de 12 meses, a proporção de indivíduos com o ensino básico é inferior, mas ainda assim elevada (superior a 60 por cento) (Gráfico 5.14). A existência de políticas de formação para desempregados pode facilitar a

Gráfico 5.14

DURAÇÃO DO DESEMPREGO E NÍVEL DE ESCOLARIDADE

Fonte: INE (Inquérito ao Emprego).

¹⁴ Segundo o Observatório da Emigração, em 2009 a comunidade portuguesa em Angola estaria perto de 100 mil indivíduos, tendo o número de chegadas a este país atingido 16 mil indivíduos em 2006, 22 mil em 2007 e 28 mil em 2008.

sua reintegração no mercado de trabalho mas a criação de mecanismos efetivos de avaliação da eficácia destas políticas é indispensável. Sistemas de formação profissional ou reconhecimento de competências incapazes de criar as aptidões necessárias ao trabalho nas empresas não deverão ter efeitos no crescimento económico de longo prazo.

6. Procura

As atuais projeções do Banco de Portugal apontam para uma quebra da atividade económica em Portugal de 1.9 por cento em 2011, no contexto do processo de correção dos desequilíbrios macroeconómicos. Este processo encontra-se enquadrado pelo programa de ajustamento económico e financeiro elaborado na sequência do pedido de assistência financeira acordado com a União Europeia, os países membros da área do euro e o Fundo Monetário Internacional. Assim, depois do crescimento observado em 2010, a economia portuguesa volta a enfrentar um período recessivo, que em termos acumulados terá magnitude e duração superiores às registadas em 2009 (Quadro 6.1 e texto “*Projeções para a economia portuguesa: 2011-2012*”, deste Boletim). Esta evolução reflete dinâmicas distintas entre a procura externa e interna. Por um lado, as exportações deverão manter um dinamismo significativo no conjunto do ano, embora abrandando no segundo semestre, em linha com a evolução esperada da economia mundial. Em sentido contrário, projeta-se uma redução acentuada e generalizada da procura interna pública e privada. Neste contexto, é de destacar a forte quebra projetada para o consumo privado em 2011 que, pela primeira vez desde 2001, deverá apresentar uma variação inferior à do PIB, e a manutenção do fraco desempenho do investimento, que voltará a apresentar uma queda muito significativa em 2011. Num quadro de elevada incerteza em relação à evolução do rendimento das famílias e às perspetivas de procura por parte das empresas, a atual projeção tem subjacente para o segundo semestre uma intensificação da queda da generalidade das componentes da procura interna e um abrandamento das exportações. Esta evolução reflete o impacto das medidas de consolidação orçamental, a manutenção da situação adversa no mercado de trabalho, as condições restritivas de financiamento e o abrandamento significativo do ritmo de crescimento nos principais parceiros económicos.

Quadro 6.1

PIB E PRINCIPAIS COMPONENTES DA DESPESA ^(a) TAXA DE VARIAÇÃO REAL, EM PORCENTAGEM										
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 ^(b)	
PIB	-0.9	1.6	0.8	1.4	2.4	0.0	-2.5	1.4	-1.9	
Consumo privado	-0.2	2.7	1.7	1.8	2.5	1.3	-1.1	2.3	-3.8	
Consumo de bens duradouros	-9.3	4.3	3.9	0.8	4.4	0.7	-13.8	10.6	-20.2	
Consumo corrente	0.9	2.5	1.4	1.9	2.3	1.4	0.4	1.5	-1.9	
Consumo público	0.4	2.4	3.3	-0.7	0.5	0.4	3.7	1.3	-3.3	
Investimento	-7.9	3.7	-0.9	-0.6	2.0	-0.1	-13.7	-5.3	-12.5	
FBCF	-7.1	0.0	-0.5	-1.3	2.6	-0.3	-11.3	-4.9	-11.4	
Máquinas e produtos metálicos	-2.0	7.0	3.3	5.4	7.9	11.2	-9.6	-6.3	-9.2	
Material de transporte	-10.2	-1.8	2.4	4.6	8.0	-3.8	-23.3	2.3	-21.4	
Construção	-8.6	-2.0	-1.8	-4.6	-0.4	-4.6	-11.2	-5.7	-12.0	
Outra	-0.8	2.9	-2.9	1.6	5.9	2.9	-1.6	-1.0	-2.9	
Variação de existências ^(b)	-0.2	0.8	-0.1	0.2	-0.1	0.0	-0.6	-0.1	-0.2	
Procura interna	-1.9	2.9	1.4	0.8	2.0	0.8	-2.9	0.7	-5.2	
Exportações	3.6	4.1	0.2	11.6	7.6	-0.1	-11.6	8.8	6.7	
Importações	-0.5	7.6	2.3	7.2	5.5	2.3	-10.6	5.1	-4.1	
Contributo procura interna para PIB ^(b)	-2.1	3.1	1.5	0.9	2.2	0.9	-3.2	0.8	-5.6	
Contributo procura externa líquida para PIB ^(b)	1.1	-1.5	-0.8	0.6	0.2	-1.0	0.7	0.6	3.7	
Saldo da balança corrente e de capitais (% do PIB)	-4.6	-6.9	-9.2	-10.0	-8.9	-11.1	-10.1	-8.9	-6.9	

Fontes: INE e Banco de Portugal.

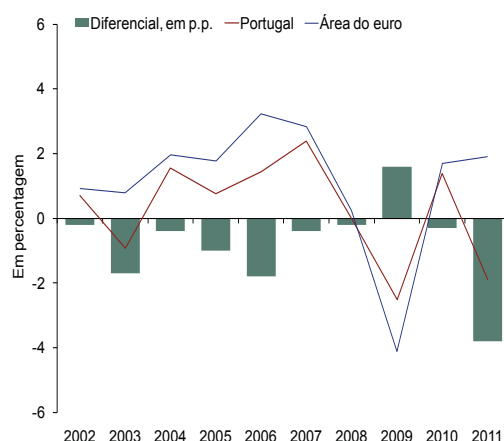
Notas: (a) Estimativas do Banco de Portugal a partir das Contas Nacionais do INE para os anos de 2007 a 2009 (SEC95). (b) Contributo para a taxa de variação real do PIB, em pontos percentuais

Comparando a atual projeção com o valor médio do intervalo de projeção para o crescimento do PIB na área do euro, divulgado no Boletim Mensal do Banco Central Europeu (BCE) de setembro de 2011, o diferencial negativo entre as taxas de crescimento do PIB de Portugal e da área do euro aumentará de forma significativa (Gráfico 6.1). O diferencial negativo de crescimento deverá persistir no contexto do processo de correção dos desequilíbrios da economia portuguesa.

A atual projeção para o crescimento da atividade económica tem subjacente um perfil de desaceleração na segunda metade do ano, depois de variações em termos homólogos de -0.5 e -0.9 por cento, respetivamente, no primeiro e segundo trimestres do ano. Em particular, deverá acentuar-se a diferença entre as dinâmicas da procura interna e da procura externa líquida. Depois da queda registada no primeiro semestre, a procura interna deverá reforçar esta tendência na segunda metade do ano, com destaque para a forte redução do consumo privado, nomeadamente da componente relativa a bens de consumo duradouro, e para a manutenção da queda acentuada da FBCF. Por seu turno, as exportações, manter-se-ão como a componente mais dinâmica da procura global, embora registando uma desaceleração significativa no segundo semestre, em linha com o abrandamento da procura externa.

Gráfico 6.1

TAXA DE CRESCIMENTO DO PIB EM PORTUGAL E NA ÁREA DO EURO E RESPECTIVO DIFERENCIAL | TAXA DE VARIAÇÃO, EM PORCENTAGEM



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

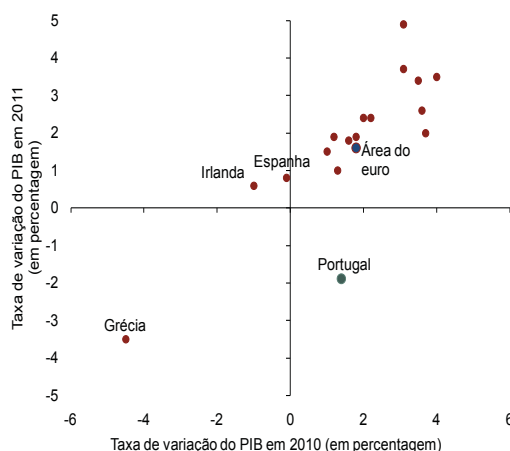
Contração da atividade económica num quadro de correção dos desequilíbrios estruturais

A recuperação da atividade económica na área do euro em 2011 caracterizou-se por alguma heterogeneidade no desempenho entre as diversas economias (Gráfico 6.2). Esta divergência é justificada, entre outros fatores, por diferenças no peso e estrutura das exportações entre os países, pelo grau de vulnerabilidade dos sistemas financeiros ou pela presença de desequilíbrios internos e/ou externos significativos. Deste modo, alguns países, em particular a Alemanha, mas igualmente outras economias fortemente orientadas para a exportação, apresentaram crescimentos mais elevados. Pelo contrário, noutras economias, em particular aquelas mais diretamente afetadas pelas tensões associadas à crise da dívida soberana, a recuperação da atividade económica no curto prazo será condicionada pela necessidade de correção dos principais desequilíbrios estruturais.

Ao contrário do sucedido em outras economias avançadas, em Portugal, o crescimento económico registado em 2010 não esteve associado a qualquer ajustamento significativo dos desequilíbrios estruturais

Gráfico 6.2

VARIAÇÃO DO PIB NOS PAÍSES DA ÁREA DO EURO EM 2010 E PROJEÇÃO PARA 2011 | TAXA DE VARIAÇÃO, EM PORCENTAGEM



Fontes: Comissão Europeia (*Economic Forecasts* - Maio de 2011) e Banco de Portugal.

que têm caracterizado a economia portuguesa na última década. De facto, nos últimos dez anos, o PIB em Portugal (efetivo e potencial) registou taxas de crescimento bastante reduzidas, que têm acentuado a divergência face à média dos restantes países da área do euro, sendo estas acompanhadas por taxas de poupança historicamente baixas e por um aumento do nível de endividamento da economia. Neste contexto, o atual período recessivo será marcado pela necessidade de correção dos desequilíbrios e vulnerabilidades estruturais da economia portuguesa, com destaque para o reforço da consolidação das finanças públicas, assim como da desalavancagem gradual do setor privado, incluindo o sistema financeiro. Apesar do impacto contracionista associado a este processo no curto prazo, este esforço é inadiável no atual enquadramento económico e financeiro e afigura-se central para assegurar um crescimento sustentado da economia portuguesa no médio prazo e o retorno ao financiamento nos mercados financeiros internacionais.

Queda muito acentuada do consumo privado consistente com a evolução do rendimento disponível

As atuais projeções apontam para uma redução do consumo privado de 3.8 por cento em 2011. É importante notar que, não obstante a persistência de um diferencial de crescimento negativo do PIB em relação à área do euro, no caso do consumo privado este diferencial foi positivo nos últimos três anos, devendo registar-se uma inversão desta tendência em 2011. A queda bastante acentuada projetada para o consumo privado em 2011 encontra-se em linha com a evolução do rendimento disponível real, sendo consistente com a expectativa de uma redução do rendimento permanente das famílias, o que deverá condicionar significativamente as respetivas restrições intertemporais.

A diminuição bastante marcada do rendimento disponível em termos reais reflete a redução das remunerações por trabalhador no conjunto da economia, num contexto em que o nível de emprego deverá voltar a apresentar uma queda, bem como o impacto das medidas de consolidação orçamental. Neste último caso, é de destacar em particular a redução de 5 por cento em termos médios das remunerações dos funcionários públicos, o agravamento da tributação direta e indireta e o aumento do preço de alguns bens e serviços sujeitos a regulação. Tendo em conta a projeção para a taxa de inflação (3.5 por cento) apresentada neste Boletim ("secção 7 Preços"), deverá registar-se uma diminuição muito significativa dos salários reais em 2011. As remunerações do trabalho no setor privado deverão apresentar um crescimento

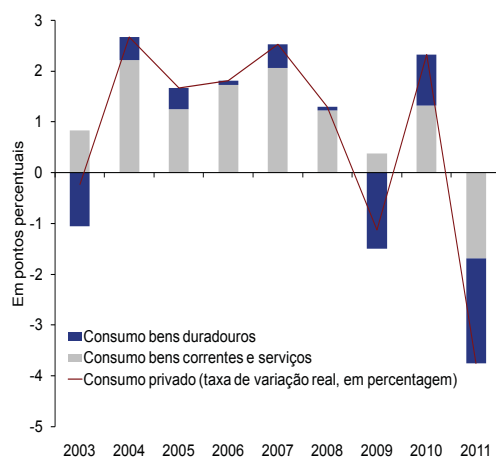
mais moderado do que o observado em 2010, num contexto de deterioração da situação do mercado de trabalho. O agravamento das condições no mercado de trabalho interage igualmente com a evolução do consumo privado ao afetar negativamente as expectativas dos agentes económicos acerca da evolução do seu rendimento e riqueza futura. Neste contexto, é de referir que os contratos com termo, que têm associado um maior grau de incerteza em relação ao fluxo intertemporal de rendimento, têm registado um peso crescente na estrutura de emprego em Portugal.

A correção acentuada do consumo privado nos próximos anos deverá traduzir-se num processo de reestruturação dos balanços das famílias, num contexto de condições restritivas de financiamento (ver “secção 3.1 Política monetária do BCE e condições monetárias e financeiras da economia portuguesa”). Neste contexto, refira-se que os empréstimos bancários concedidos a particulares apresentam variações negativas desde meados de 2011 (desde o início do ano, no caso dos empréstimos para consumo e outros fins). Para além dos efeitos negativos sobre a procura de crédito decorrentes da deterioração das expectativas dos consumidores acerca da situação financeira futura, os empréstimos concedidos pelas instituições bancárias nacionais estarão a ser negativamente afetados pelas dificuldades de financiamento dos bancos nos mercados financeiros internacionais, no contexto da crise de dívida soberana, assim como pela necessidade de desalavancagem dos respetivos balanços. No curto prazo, é de esperar que os bancos nacionais mantenham as condições restritivas de concessão de empréstimos, refletindo um aumento do risco de crédito, assim como a continuação do ajustamento gradual dos seus balanços. De acordo com as respostas dos bancos portugueses participantes no Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, divulgado em julho de 2011, este aumento da restritividade tem-se traduzido principalmente em *spreads* mais elevados, mas também em comissões mais altas, menores maturidades e condições mais exigentes ao nível das garantias aceites. O maior grau de restritividade aplicado nas condições de concessão de crédito é justificado por parte dos bancos tanto pela deterioração das expectativas quanto à situação económica, como pelo aumento nos custos de financiamento e restrições de balanço.

Em relação à composição do consumo privado, as atuais projeções contemplam uma redução tanto da componente relativa a bens correntes e serviços, como da componente de bens duradouros, sendo particularmente acentuada neste último caso (Gráfico 6.3). Em 2011, o consumo de bens duradouros deverá apresentar uma queda próxima de 20 por cento, após um aumento de 10.6 por cento em 2010. Esta evolução reflete em parte a restritividade nas condições de financiamento por parte das famílias. Adicionalmente, as decisões de despesa em bens duradouros tendem a refletir de forma mais significativa

Gráfico 6.3

DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO REAL DO CONSUMO PRIVADO | CONTRIBUTO PARA A TAXA DE VARIAÇÃO, EM PONTOS PERCENTUAIS



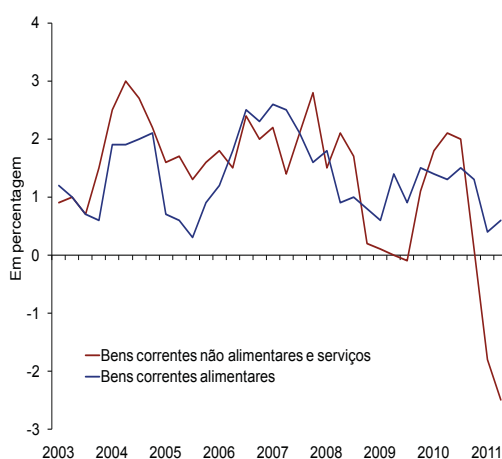
Fontes: INE e Banco de Portugal.

as alterações das expectativas dos consumidores, contribuindo para que tipicamente apresentem um comportamento mais volátil. Deste modo, esta componente do consumo deverá refletir de forma mais acentuada o impacto das medidas do programa de ajustamento económico e financeiro. A evolução do consumo de bens duradouros em 2011 terá sido igualmente afetada pela antecipação de compra no final de 2010 de alguns bens duradouros, nomeadamente veículos automóveis, associada às alterações na tributação que entraram em vigor no início de 2011, bem como às mudanças introduzidas no programa do incentivo ao abate de veículos em fim de vida. Nos primeiros oito meses de 2011, as vendas de veículos ligeiros novos de passageiros registaram uma queda de 22.5 por cento em termos homólogos, após um crescimento de 38.8 por cento em 2010¹⁵. A redução projetada para o consumo de bens correntes e serviços, embora mais moderada, deverá ser igualmente significativa face à evolução histórica desta componente, que tipicamente apresenta um perfil intertemporal mais alisado. Em 2011, esta componente, que representa cerca de 90 por cento do consumo privado total, deverá apresentar uma queda de 1.9 por cento, após um aumento de 1.4 por cento em 2010, sendo de destacar em particular a redução muito acentuada do consumo de bens correntes não alimentares e serviços desde o início do ano (Gráfico 6.4).

A evolução de diversos indicadores de natureza qualitativa e quantitativa para o terceiro trimestre do ano aponta para a intensificação do perfil de queda do consumo privado na segunda metade do ano, após a redução registada no primeiro semestre, com taxas de variação homóloga no primeiro e segundo trimestres de -2.2 e -3.4 por cento, respetivamente (Gráfico 6.5). Neste contexto, refira-se igualmente o comportamento do indicador coincidente para a evolução tendencial do consumo privado, calculado pelo Banco de Portugal, que tem apresentado um perfil de desaceleração desde maio de 2010. Este perfil intra-anual estará a refletir as limitações decorrentes das condições de solvabilidade das famílias impostas pelas restrições dos respetivos orçamentos. Estas limitações traduzem não só as condições restritivas de financiamento, como também o agravamento da tributação e a perspetiva de manutenção de condições adversas no mercado de trabalho, num contexto de elevada incerteza quanto ao rendimento futuro.

Gráfico 6.4

EVOLUÇÃO DO CONSUMO DE BENS CORRENTES E SERVIÇOS | TAXA DE VARIAÇÃO, EM PERCENTAGEM

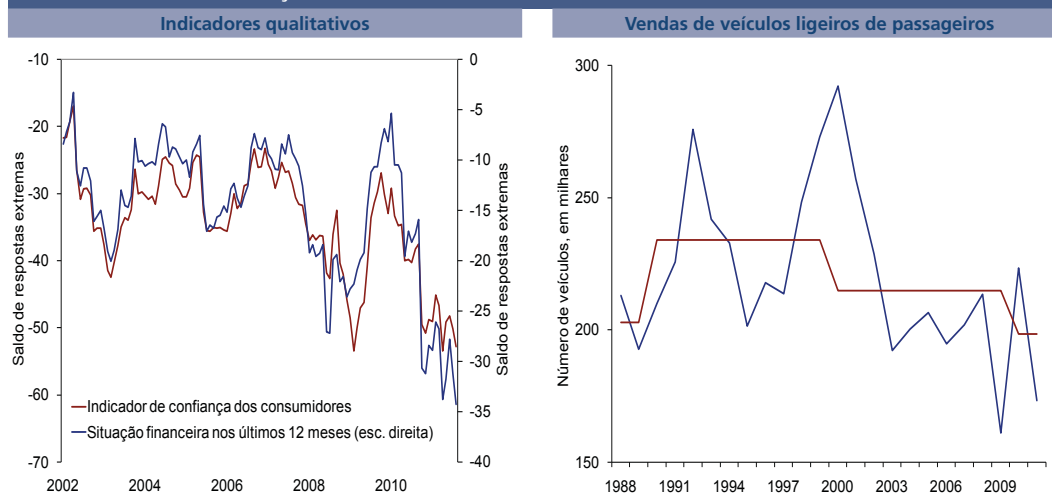


Fonte: INE (Contas Nacionais Trimestrais).

¹⁵ Refletindo em larga medida o aumento da taxa normal do IVA e, em menor grau, o agravamento das taxas do Imposto Sobre Veículos no início de 2011, os preços dos veículos automóveis inverteram a tendência de queda observada desde 2007. No conjunto dos primeiros oito meses de 2011, os preços dos veículos automóveis registaram um aumento em termos homólogos de 3.7 por cento, o que compara com quedas de 0.9 e 1.3 por cento, respetivamente em 2009 e 2010.

Gráfico 6.5

INDICADORES DA EVOLUÇÃO DE CURTO PRAZO DO CONSUMO PRIVADO



Fontes: ACAP, INE e estimativas do Banco de Portugal.

O consumo público deverá registar uma queda em termos reais de 3.3 por cento em 2011, após um aumento de 1.3 por cento em 2010. Esta evolução reflete uma diminuição em volume das despesas com pessoal, do consumo intermédio e das prestações em espécie.

Queda do investimento generalizada aos diversos setores institucionais

Em 2011, a formação bruta de capital fixo (FBCF) deverá registar uma redução muito forte. As atuais projeções apontam para uma queda de 11.4 por cento, a qual será consideravelmente mais acentuada do que a registada em 2010 e próxima da observada em 2009 (4.9 e 11.3 por cento, respetivamente). Esta contração é partilhada tanto pela componente pública, associada ao processo de consolidação orçamental, como pela componente privada. No que se refere à componente privada, ela reflete, entre outros fatores, a deterioração das expectativas quanto à evolução da procura, a elevada incerteza e as condições restritivas de financiamento, refletindo designadamente as dificuldades de financiamento dos bancos nos mercados financeiros internacionais e o processo de desalavancagem do setor bancário, num contexto em que as empresas portuguesas apresentam um dos níveis de endividamento mais elevados da área do euro. Para além das especificidades que estarão a condicionar o investimento público e o investimento em habitação, também o investimento empresarial voltará a apresentar uma variação negativa em 2011.

O desempenho da FBCF em 2011 prolonga a tendência muito desfavorável observada desde o início da década anterior, não obstante o forte crescimento do crédito e os baixos custos de financiamento neste período. Entre 2001 e 2010, a FBCF em Portugal registou uma queda acumulada de 31.9 por cento (21.5 por cento, quando considerada apenas a componente empresarial). Esta evolução foi particularmente notória no caso do investimento em habitação por parte das famílias que, no mesmo período, registou uma queda acumulada de 52.6 por cento, depois do elevado dinamismo observado na segunda metade da década de 90. Apesar do inequívoco impacto da crise internacional na evolução recente do investimento em Portugal, o desempenho da FBCF na última década não estará associado a fatores de natureza cíclica, mas sim a motivos de natureza estrutural. Num quadro em que as decisões de investimento são avaliadas num contexto global e em que se perspetivam reafetações significativas de recursos na economia portuguesa, a incerteza poderá decorrer igualmente das dúvidas quanto à forma como serão corrigidos os desequilíbrios da economia e quanto à concretização das reformas estruturais necessárias

ao aumento da produtividade. Entre os fatores condicionantes das decisões de investimento por parte das empresas destaca-se o nível de qualificação da mão-de-obra, pela sua complementaridade com o investimento em capital físico, o quadro institucional existente, em particular ao nível da flexibilidade dos mercados, e a previsibilidade do sistema fiscal.

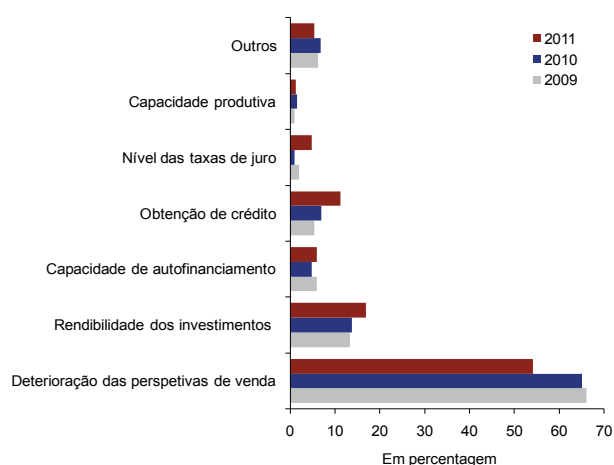
A deterioração das expectativas de crescimento da procura e a necessidade de ajustamento dos balanços das empresas face ao seu elevado nível de endividamento condicionarão a evolução do investimento nos próximos anos, não permitindo uma recuperação tão dinâmica como a que é tipicamente observada nos períodos pós recessivos. Em contraste com o observado na última década, tem-se registado um aumento das restrições de financiamento por parte das empresas. O crescimento dos empréstimos bancários às empresas não financeiras tem apresentado uma tendência decrescente, apresentando valores próximos de zero desde o início de 2011. Esta evolução refletirá, simultaneamente, uma diminuição da procura de crédito, bem como critérios mais exigentes do lado da oferta, tal como evidenciado no Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, divulgado em julho de 2011. De acordo com este inquérito, a prática de critérios mais restritivos tem-se traduzido na aplicação de *spreads* mais elevados, especialmente nos empréstimos de maior risco, na diminuição das maturidades contratuais e no aumento das garantias exigidas e das comissões e outros encargos para além das taxas de juro.

Por seu turno, a informação do Inquérito de Conjuntura ao Investimento, divulgada em julho e relativa a 2011, confirma a importância da deterioração das expectativas em relação à procura para a evolução do investimento empresarial. Das empresas dos vários setores que responderam ao inquérito, 55.2 por cento afirmam ter limitações ao investimento em 2011, um valor superior ao reportado no inquérito realizado em julho de 2010 (50.2 por cento). Entre estas empresas, uma percentagem muito elevada continua a apontar a deterioração das expectativas de venda como o principal fator limitativo, embora com um peso inferior ao registado nos últimos inquéritos (Gráfico 6.6). Ainda que significativamente menos importante, refira-se o aumento considerável da percentagem de empresas que aponta as dificuldades na obtenção de crédito e, em menor grau, o nível das taxas de juro como principais fatores limitativos ao investimento.

A queda da FBCF em 2011 será transversal a todas as suas componentes (Gráfico 6.7), com particular destaque para a redução da FBCF em “Construção”. Tal ocorre num quadro em que o indicador de confiança no setor da construção tem apresentado os níveis mais baixos desde o início do respetivo

Gráfico 6.6

PRINCIPAL FACTOR LIMITATIVO AO INVESTIMENTO | EM PERCENTAGEM DO NÚMERO TOTAL DE EMPRESAS COM LIMITAÇÕES AO INVESTIMENTO

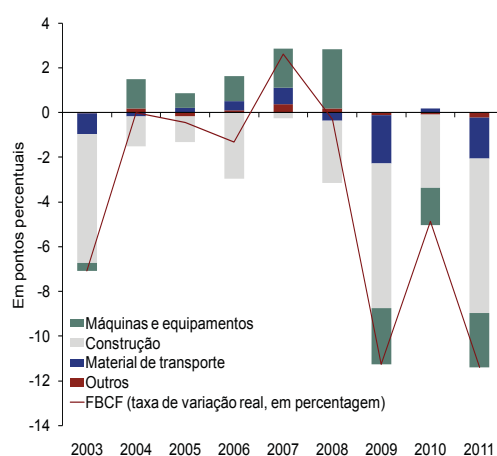


Fonte: INE (Inquérito ao Investimento).

Nota: Os resultados apresentados para cada ano têm por base o Inquérito ao Investimento publicado em julho.

Gráfico 6.7

DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO REAL DA FBCF | CONTRIBUTO PARA A TAXA DE VARIAÇÃO, EM PONTOS PERCENTUAIS



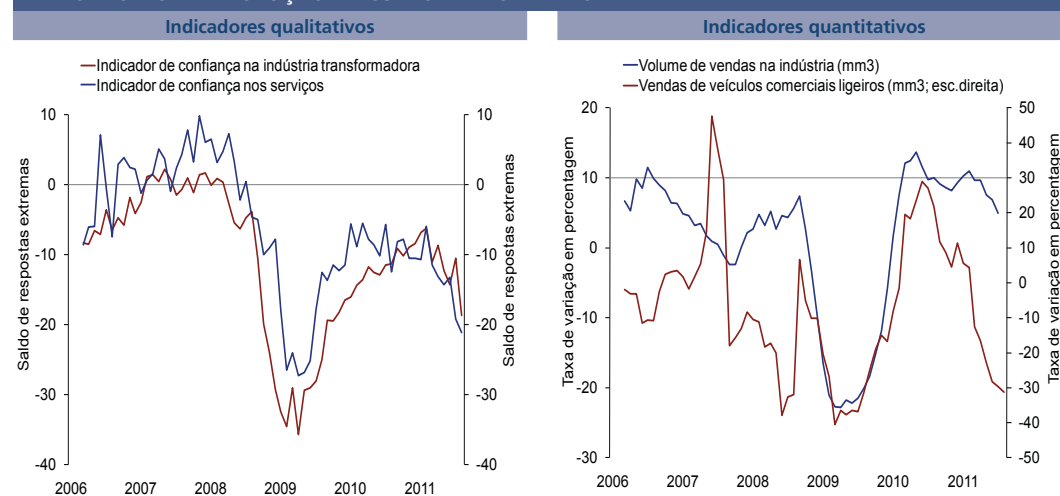
Fontes: INE e Banco de Portugal.

inquérito, em janeiro de 1989, e a taxa de variação dos empréstimos bancários a empresas dos setores da construção e atividades imobiliárias apresenta valores negativos desde o início de 2010. A FBCF em “Máquinas e Equipamento” deverá apresentar uma diminuição igualmente significativa em 2011, com uma magnitude semelhante à observada em 2009, em linha com a evolução do indicador de confiança na indústria transformadora e nos serviços. Finalmente, a redução projetada para a FBCF em “Material de Transporte” em 2011 reflete largamente a queda significativa das vendas de veículos comerciais ligeiros e, em menor grau, a diminuição substancial das compras de automóveis pelas empresas de *rent-a-car*.

A evolução de diversos indicadores de natureza qualitativa e quantitativa para o terceiro trimestre do ano permite antecipar que o perfil de queda da FBCF se deverá intensificar na segunda metade do ano, após a redução registada no primeiro semestre, com taxas de variação homóloga no primeiro e segundo trimestres de -7.0 e -10.3 por cento, respetivamente (Gráfico 6.8).

Gráfico 6.8

INDICADORES DA EVOLUÇÃO DE CURTO PRAZO DA FBCF



Fontes: ACAP e INE.

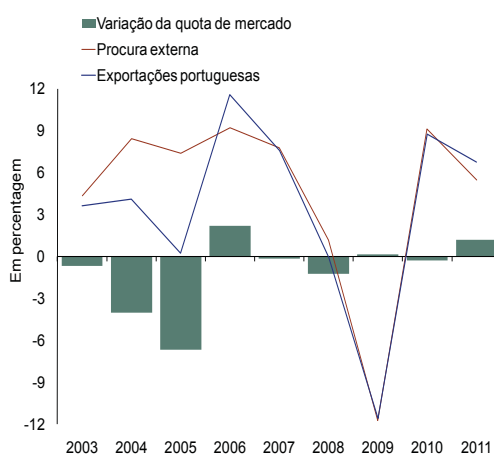
Manutenção do crescimento significativo das exportações no conjunto do ano, não obstante se antecipe uma desaceleração no segundo semestre

As exportações de bens e serviços deverão manter um ritmo de crescimento significativo no conjunto de 2011, apesar do abrandamento projetado para a segunda metade do ano, refletindo a evolução da procura externa. A atual projeção aponta para um crescimento do volume de exportações de bens e serviços de 6.7 por cento, após um aumento de 8.8 por cento no ano anterior (Gráfico 6.9). Ao contrário de 2010, o aumento das exportações em 2011 será menos expressivo no caso das exportações de bens, para as quais se projeta um crescimento em termos reais de 6.3 por cento, após um aumento de cerca de 10 por cento em 2010, enquanto o crescimento projetado para as exportações de serviços se cifra em 7.8 por cento (6.3 por cento em 2010).

Em termos nominais, as exportações de mercadorias registaram um crescimento em termos homólogos de 16.3 por cento nos primeiros sete meses de 2011 (16.0 por cento no conjunto de 2010)¹⁶. O dinamismo das exportações de mercadorias neste período foi particularmente evidente nos produtos de média-alta tecnologia, com destaque para os produtos químicos e os veículos automóveis e outro material de transporte (Quadro 6.2)¹⁷. Neste último caso, destacam-se as exportações destinadas ao mercado alemão, associadas ao aumento significativo das vendas de uma empresa de referência no setor em Portugal. Embora com um crescimento menos expressivo, as exportações de máquinas e equipamentos apresentaram um aumento acumulado nos primeiros sete meses de 2011 superior ao registado no conjunto do ano anterior. Em relação aos produtos de média-baixa tecnologia, que têm assumido uma importância acrescida na estrutura de exportações portuguesas (Gráfico 6.10), há a destacar a manutenção do elevado dinamismo das componentes “Metais comuns” e “Pastas celulósicas e papel”. Em sentido contrário, as exportações de combustíveis, nomeadamente para os Estados Unidos e Espanha, revelaram uma forte desaceleração nos primeiros sete meses de 2011, depois do crescimento forte registado em 2010. É importante referir, no entanto, que as exportações de combustíveis têm aumentado a sua importância nos últimos anos, passando de 2.2 por cento do total das exportações de mercadorias em 2003, para 6.4 por cento em 2010. Nos primeiros sete meses de 2011, é de realçar ainda o forte dinamismo das exportações de alguns produtos de baixa tecnologia, como o calçado, as peles e os couros.

Gráfico 6.9

EVOLUÇÃO DA QUOTA DE MERCADO DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE BENS E SERVIÇOS | TAXA DE VARIAÇÃO REAL, EM PORCENTAGEM



Fontes: BCE, Instituto de Estatística do Reino Unido e Banco de Portugal.

16 Excluindo combustíveis, as exportações nominais registaram um crescimento nos primeiros sete meses de 2011 de 19.1 por cento (11.3 por cento no conjunto de 2010).

17 A publicação do Banco de Portugal Indicadores de Conjuntura apresenta informação mensal mais detalhada sobre as exportações e importações nominais de mercadorias e serviços.

Quadro 6.2

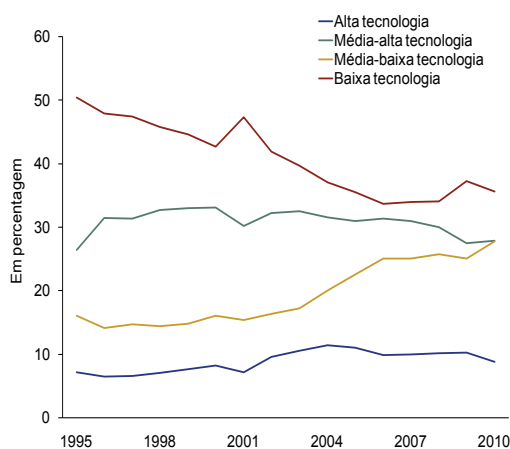
EXPORTAÇÕES NOMINAIS DE MERCADORIAS POR GRUPOS DE PRODUTOS, GRANDES CATEGORIAS ECONÓMICAS E GRAU DE INTENSIDADE TECNOLÓGICA TAXAS DE VARIAÇÃO E RESPECTIVOS CONTRIBUTOS									
	Pesos 2010	Taxa de variação homóloga (em percentagem)				Contributo para a taxa de variação homóloga (em p.p.)			
		2010	2011 até Julho	1º trim	2º trim	2010	2011 até Julho	1º trim	2º trim
Total	100.0	16.0	16.3	17.9	17.5	16.0	16.3	17.9	17.5
<i>Classificação por grupos de produtos</i>									
Agrícolas	5.3	14.1	14.2	20.3	14.3	0.8	0.7	1.0	0.7
Alimentares	5.3	2.8	9.0	10.4	8.9	0.2	0.5	0.5	0.5
Combustíveis minerais	6.7	59.5	8.9	-21.2	42.9	2.9	0.6	-1.7	2.7
Químicos	5.0	17.1	33.9	47.0	29.1	0.9	1.7	2.3	1.5
Plásticos, borracha	6.9	27.7	16.9	23.9	11.6	1.7	1.2	1.6	0.9
Peles, couros	0.3	23.1	39.1	54.9	24.0	0.1	0.1	0.1	0.1
Madeira, cortiça	3.5	7.6	12.4	13.3	13.8	0.3	0.4	0.5	0.5
Pastas celulósicas, papel	5.7	40.7	14.0	17.9	13.3	1.9	0.8	1.0	0.8
Matérias têxteis	4.1	13.0	17.6	20.6	18.1	0.6	0.7	0.8	0.8
Vestuário	6.0	3.0	7.8	7.9	11.8	0.2	0.5	0.5	0.7
Calçado	3.7	5.1	15.9	19.7	19.4	0.2	0.6	0.8	0.6
Minerais, minérios	5.5	13.0	9.2	25.7	-2.0	0.7	0.5	1.3	-0.1
Metais comuns	7.9	17.3	20.6	34.1	13.6	1.4	1.7	2.6	1.2
Máquinas, aparelhos	14.9	6.3	12.2	9.9	15.5	1.0	1.8	1.5	2.3
Veículos, outro material de transporte	12.4	22.2	30.3	35.0	30.4	2.6	3.7	4.2	3.7
Óptica e precisão	1.1	18.3	7.0	15.6	5.0	0.2	0.1	0.2	0.1
Outros produtos	5.6	6.8	13.0	11.4	14.2	0.4	0.7	0.7	0.8
<i>Classificação por grandes categorias económicas</i>									
Bens intermédios	35.0	25.7	25.9	34.9	22.0	8.1	9.1	11.7	8.2
Bens de equipamento	24.2	9.7	13.2	12.7	15.3	2.4	3.2	3.2	3.7
Bens de consumo ^(a)	34.4	8.0	16.4	18.4	17.7	2.9	5.5	6.2	5.7
Combustíveis	6.4	57.0	7.5	-23.4	41.2	2.6	0.5	-1.7	2.5
Outros	0.1	-95.5	-8.9	11.0	-12.4	-2.7	0.0	0.0	0.0
<i>Classificação por grau de intensidade tecnológica^(b)</i>									
Alta tecnologia	8.8	0.2	10.9	8.4	15.3	0.0	1.0	0.8	1.3
Média-alta tecnologia	27.8	17.4	24.0	28.1	23.8	4.8	6.6	7.8	6.5
Média-baixa tecnologia	27.7	28.5	16.5	16.2	18.3	7.1	4.7	4.5	5.3
Baixa tecnologia	35.6	10.9	11.5	13.8	12.4	4.1	4.0	4.9	4.3
Por memória: Total excluindo combustíveis	93.6	11.3	19.1	22.8	18.7	13.4	15.8	19.7	15.0

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

Notas: (a) Incluindo automóveis de passageiros. (b) Desagregação das exportações por grau de intensidade tecnológica de a seguinte correspondência com a classificação por Nomenclatura Combinada (NC) a dois dígitos: Alta tecnologia (30; 84; 88; 90 e 91); Média-alta tecnologia (28; 29; 31-38; 85-87; 89 e 92-95); Média-baixa tecnologia (25-27; 39-40; 68-83); Baixa tecnologia (1-24; 41-67; e 96-99).

A análise das exportações nominais de mercadorias por áreas geográficas revela igualmente um crescimento mais expressivo das exportações para os países da União Europeia nos primeiros sete meses de 2011, a par da manutenção do dinamismo das exportações para os mercados extracomunitários (Quadro 6.3). Em relação aos principais mercados de destino, há a destacar a desaceleração das exportações para Espanha, que representam mais de ¼ das exportações nacionais, e o forte crescimento das exportações para Alemanha, Itália e França. Relativamente aos mercados extracomunitários, é de realçar a recuperação da dinâmica das exportações para os PALOP, com destaque para Angola – o principal mercado extracomunitário das exportações portuguesas – após as quedas registadas em 2009 e 2010. Embora transversal a diversos tipos de produtos, a recuperação das exportações para Angola foi particularmente evidente nas vendas de máquinas e equipamentos. Nos primeiros sete meses de 2011, há ainda a registar o crescimento muito significativo das exportações para alguns mercados asiáticos, com destaque para a China e o Japão, que apesar do peso reduzido nas exportações totais de mercadorias têm aumentado a sua importância nos últimos anos.

Gráfico 6.10

ESTRUTURA DAS EXPORTAÇÕES NOMINAIS DE BENS POR GRAU DE INTENSIDADE TECNOLÓGICA | EM
PERCENTAGEM DO TOTAL DE EXPORTAÇÕES DE BENS


Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Quadro 6.3

EXPORTAÇÕES NOMINAIS DE MERCADORIAS POR ÁREAS GEOGRÁFICAS | TAXAS DE VARIAÇÃO E RESPECTIVOS
CONTRIBUTOS

	Pesos 2010	Taxa de variação homóloga (em percentagem)				Contributo para a taxa de variação homóloga (em p.p.)			
		2010	2011 até Julho	1º trim	2º trim	2010	2011 até Julho	1º trim	2º trim
TOTAL	100.0	16.0	16.3	17.9	17.5	16.0	16.3	17.9	17.5
Intra-comunitário	75.0	15.4	16.5	19.6	16.5	11.6	12.4	14.8	12.4
dos quais:									
Espanha	26.6	13.2	10.9	13.8	10.3	3.6	2.9	3.7	2.8
Alemanha	13.0	16.5	25.1	30.0	23.8	2.1	3.2	3.8	3.1
França	11.8	10.3	20.2	23.0	23.9	1.3	2.5	2.9	2.8
Reino Unido	5.5	12.6	4.7	7.9	5.5	0.7	0.3	0.4	0.3
Itália	3.8	17.4	21.3	15.1	35.0	0.7	0.8	0.6	1.2
Extra-comunitário	25.0	17.7	15.7	12.9	20.7	4.4	3.9	3.1	5.1
dos quais:									
PALOP	6.6	-9.1	13.7	9.8	15.2	-0.8	0.8	0.6	0.9
Estados Unidos	3.6	31.1	5.9	-4.7	24.9	1.0	0.2	-0.2	0.8
Brasil	1.2	49.5	35.6	59.3	21.9	0.5	0.4	0.6	0.3
Memo:									
Ásia	3.1	17.0	28.6	36.7	26.9	0.5	0.9	1.1	0.8
América (exc. Estados Unidos e Brasil)	2.8	52.6	17.3	3.4	9.0	1.1	0.4	0.3	0.8
EFTA	1.1	11.5	10.4	14.0	5.6	0.1	0.2	0.2	0.1

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

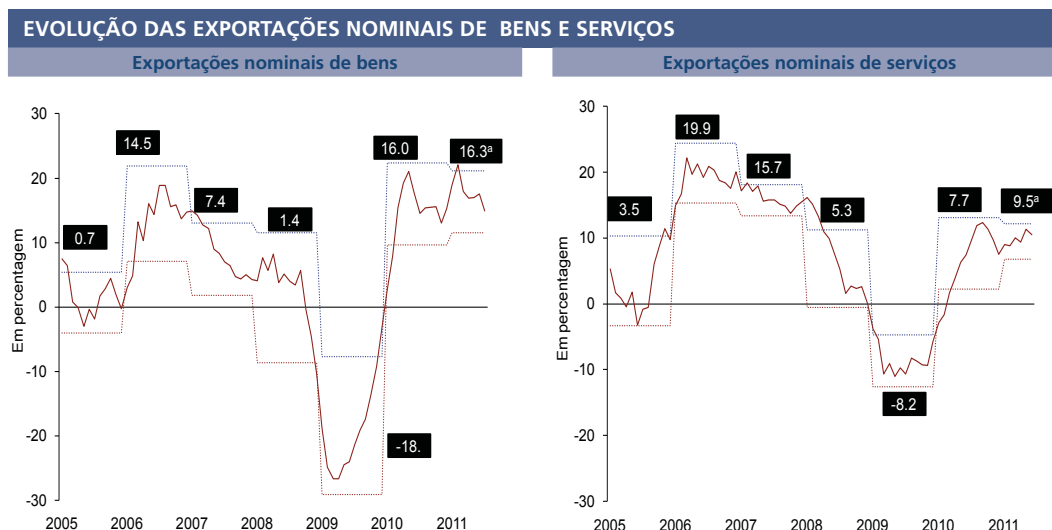
Tal como em 2010, as exportações nominais de serviços apresentaram um dinamismo inferior ao das exportações de mercadorias, com um crescimento nos primeiros sete meses de 2011 de 9.5 por cento, em termos homólogos, após um aumento de 7.7 por cento no conjunto de 2010 (Quadro 6.4 e Gráfico 6.11). Num contexto de recuperação da procura internacional, as receitas nominais de turismo registaram um crescimento de 8.6 por cento até julho, o que corresponde a uma redução de 1.4 p.p. em relação

Quadro 6.4

EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE SERVIÇOS TAXAS DE VARIAÇÃO E RESPECTIVOS CONTRIBUTOS					
	Pesos 2010	Taxa de variação		Contributo para a taxa de variação (em p.p.)	
		2010	2011 (até Julho)	2010	2011 (até Julho)
Total	100.0	7.7	9.5	7.7	9.5
Turismo	43.3	10.0	8.6	4.2	3.5
Transportes	26.6	13.0	12.9	3.3	3.5
Outros serviços fornecidos por empresas	18.7	1.5	3.6	0.3	0.7
Comunicação	2.9	-1.9	20.1	-0.1	0.6
Construção	2.7	-2.9	3.5	-0.1	0.1
Serviços financeiros	1.6	1.1	27.2	0.0	0.4
Operações governamentais	1.5	20.7	-4.6	0.3	-0.1
Serviços de informação e informática	1.1	17.6	9.1	0.2	0.1
Serviços de natureza pessoal, cultural e recreativa	0.9	4.4	53.2	0.0	0.5
Seguros	0.5	-9.1	19.0	-0.1	0.1
Direitos de utilização	0.2	-71.7	15.9	-0.5	0.0

Fonte: Banco de Portugal (Balança de Pagamentos).

Gráfico 6.11



Fonte: INE (Comércio internacional).

Fonte: Banco de Portugal.

Notas: (a) Variação até Julho. A zona delimitada pelas linhas a tracejado define o intervalo centrado na média, em que a amplitude corresponde ao dobro do desvio padrão das variações homólogas em cada ano. Os valores assinalados correspondem à taxa de variação anual.

ao crescimento médio de 2010¹⁸. Tal como nos últimos anos, as receitas de turismo extracomunitárias revelaram um dinamismo superior ao das provenientes do conjunto dos países da UE. Considerando os principais mercados de destino dos serviços nacionais, há a destacar a manutenção do forte crescimento das exportações de serviços para o Brasil, associado em particular à evolução das receitas de turismo provenientes deste país, que registaram nos primeiros sete meses de 2011 um crescimento de 22 por cento, em termos homólogos (Quadros 6.5 e 6.6). Em relação aos principais mercados do turismo nacional, é de salientar o elevado ritmo das exportações de turismo para França, o que poderá estar a refletir a redução acentuada dos fluxos de turistas para alguns países do Médio Oriente e Norte de

¹⁸ É importante salientar que uma parte das receitas resultantes da deslocação de turistas estrangeiros não é registada como receita de turismo. Este é o caso, por exemplo, dos valores pagos com as passagens aéreas que são registadas como receitas de serviços de transporte.

Quadro 6.5

EXPORTAÇÕES NOMINAIS DE SERVIÇOS POR ÁREAS GEOGRÁFICAS TAXAS DE VARIAÇÃO E RESPECTIVOS CONTRIBUTOS					
	Pesos 2010	Taxa de variação homóloga (em percentagem)		Contributo para a taxa de variação homóloga (em p.p.)	
		2010	2011 (até Julho)	2010	2011 (até Julho)
TOTAL	100.0	7.7	9.5	7.7	9.5
Intra-comunitário	72.2	5.8	9.5	4.2	6.8
dos quais:					
Reino Unido	14.3	4.0	11.8	0.6	1.7
Espanha	14.3	2.9	4.1	0.4	0.6
França	13.8	6.9	11.0	1.0	1.4
Alemanha	10.2	9.0	8.1	0.9	0.8
Países Baixos	4.3	11.1	8.1	0.5	0.3
Itália	3.5	1.0	6.9	0.0	0.3
Extra-comunitário	27.8	13.0	9.5	3.4	2.7
dos quais:					
Estados Unidos	4.9	5.5	-4.7	0.3	-0.2
Brasil	4.9	47.1	18.7	1.7	0.9
Suíça	4.3	-3.0	-4.7	-0.1	-0.2

Fonte: Banco de Portugal (Balança de Pagamentos).

África marcados por tensões sociopolíticas. Por seu turno, as exportações de turismo para o Reino Unido registaram uma aceleração em relação ao ano anterior, em contraste com as destinadas ao mercado espanhol, que apresentaram um crescimento inferior ao de 2010 (Quadro 6.6). A evolução das receitas de turismo é consistente com o aumento do número de dormidas de turistas estrangeiros nos estabelecimentos hoteleiros portugueses e com a informação sobre o número de passageiros desembarcados nos aeroportos nacionais (Gráfico 6.12)¹⁹. É importante notar que, ao contrário do observado nos últimos anos, o crescimento do número de dormidas de turistas estrangeiros na primeira metade de 2011 não foi acompanhado por um aumento dos preços dos serviços de alojamento. De facto, até agosto, os preços destes serviços registaram uma queda de 9.6 por cento (Gráfico 6.13; "secção 7 Preços").

Quadro 6.6

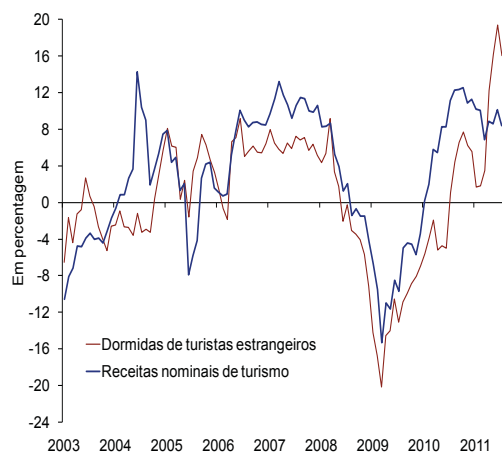
EXPORTAÇÕES NOMINAIS DE TURISMO POR ÁREAS GEOGRÁFICAS TAXAS DE VARIAÇÃO E RESPECTIVOS CONTRIBUTOS					
	Pesos 2010	Taxa de variação homóloga (em percentagem)		Contributo para a taxa de variação homóloga (em p.p.)	
		2010	2011 (até Julho)	2010	2011 (até Julho)
TOTAL	100.0	10.0	8.6	10.0	8.6
Intra-comunitário	78.6	6.6	6.4	5.4	5.0
dos quais:					
Reino Unido	18.2	6.1	8.0	1.2	1.5
Espanha	17.4	5.4	3.4	0.8	0.5
França	14.6	9.0	10.3	1.6	1.6
Alemanha	10.4	4.4	4.6	0.5	0.5
Países Baixos	4.2	12.6	5.0	0.5	0.2
Itália	2.3	11.8	2.5	0.3	0.1
Extra-comunitário	21.4	24.7	16.2	4.7	3.6
dos quais:					
Estados Unidos	4.1	57.5	22.0	1.6	1.0
Brasil	3.9	24.2	20.4	0.8	0.8
Suíça	2.3	-8.5	8.3	-0.2	0.2

Fonte: Banco de Portugal (Balança de Pagamentos).

¹⁹ Nos primeiros sete meses de 2011, o número de dormidas de turistas estrangeiros em Portugal registou um crescimento de 13.8 por cento (1.7 por cento no conjunto de 2010). Por seu turno, até julho, o número de passageiros desembarcados nos aeroportos portugueses apresentou um aumento acumulado de 10.2 por cento (7.8 por cento em 2010).

Gráfico 6.12

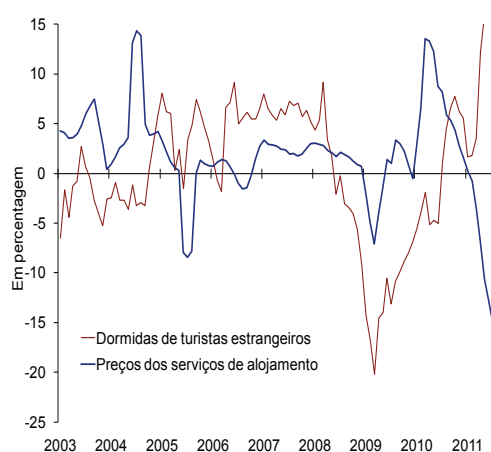
EVOLUÇÃO DAS RECEITAS DE TURISMO E DAS DORMIDAS DE TURISTAS ESTRANGEIROS | MÉDIA MÓVEL DE TRÊS MESES DAS VARIAÇÕES HOMÓLOGAS, EM PERCENTAGEM



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 6.13

EVOLUÇÃO DAS DORMIDAS DE TURISTAS ESTRANGEIROS E PREÇOS DOS ALOJAMENTOS | MÉDIA MÓVEL DE TRÊS MESES DAS VARIAÇÕES HOMÓLOGAS, EM PERCENTAGEM



Fonte: INE.

Redução das importações em linha com a evolução da procura global ponderada

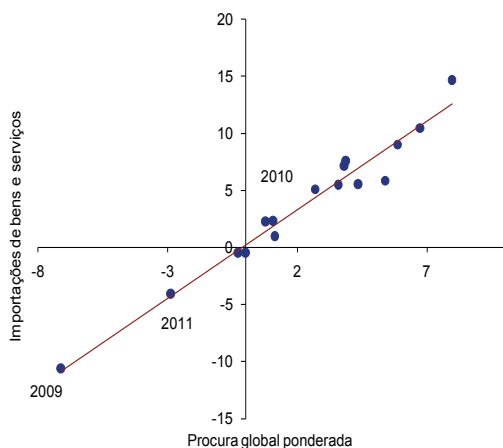
Em 2011, o volume de importações de bens e serviços deverá registar uma queda de 4.1 por cento, após um aumento de 5.1 por cento em 2010, em linha com a evolução da procura global ponderada, em particular de algumas componentes da procura com elevado conteúdo importado, como o consumo de bens duradouros e a FBCF em máquinas e material de transporte (Gráfico 6.14). Dada a forte sensibilidade das importações ao ciclo económico, deverá registar-se uma redução da taxa de penetração das importações na procura em 2011, depois do aumento verificado em 2010, em linha com a evolução habitual em períodos de contração da atividade económica (Gráfico 6.15).

Em termos nominais, as importações de mercadorias registaram um aumento de 5.7 por cento nos primeiros sete meses de 2011, o que corresponde a uma desaceleração de 5.3 p.p. em relação ao crescimento médio registado em 2010. O menor dinamismo das importações de mercadorias neste período foi particularmente evidente nos produtos de média-alta tecnologia, com destaque para a forte queda das aquisições de veículos automóveis e outro material de transporte, refletindo em larga medida a redução do consumo de automóveis desde o início do ano e o impacto significativo sobre a variação desta componente no segundo trimestre de 2011 resultante da aquisição de equipamento militar pelas administrações públicas no trimestre homólogo de 2010 (Quadro 6.7). Por seu turno, as importações de combustíveis mantiveram um elevado ritmo de crescimento nos primeiros sete meses de 2011²⁰. É de realçar igualmente o maior dinamismo das importações de alguns produtos de baixa tecnologia até julho, com destaque para os bens agrícolas e alimentares. A análise do comportamento das importações por áreas geográficas revela uma desaceleração significativa das importações provenientes da generalidade dos mercados intracomunitários nos primeiros sete meses de 2011, com exceção das importações provenientes do mercado espanhol, que registaram um crescimento superior ao observado no conjunto de 2010. A perda de dinamismo das importações neste período foi particularmente marcada em alguns mercados de referência, como o Reino Unido, Itália, França e Alemanha, com as aquisições de bens provenientes destes países a registarem quedas em relação a 2010. Apesar da desaceleração observada face ao ano anterior, as importações extracomunitárias mantiveram um forte dinamismo nos primeiros

²⁰ Excluindo combustíveis, as importações nominais registaram um crescimento nos primeiros sete meses de 2011 de 2.3 por cento (8.2 por cento no conjunto de 2010).

Gráfico 6.14

IMPORTAÇÕES DE BENS E SERVIÇOS E PROCURA GLOBAL PONDERADA | TAXA DE VARIAÇÃO, EM PERCENTAGEM



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 6.15

TAXA DE PENETRAÇÃO DAS IMPORTAÇÕES NA PROCURA GLOBAL | EM PERCENTAGEM



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: A penetração das importações avalia o crescimento das importações de bens e serviços face ao crescimento da procura global. Um aumento indica um ganho de quota de mercado por parte dos produtores estrangeiros.

sete meses do ano, com particular destaque para os mercados nigeriano e argelino, associadas à manutenção do elevado ritmo de importação de combustíveis.

Em relação aos serviços, as importações nominais registaram um crescimento em termos homólogos de 5.7 por cento nos primeiros sete meses de 2011, após um aumento de 5.2 por cento em 2010 (Quadro 6.8). A aceleração das importações de serviços reflete largamente o forte crescimento da componente de serviços financeiros, associada ao pagamento de comissões e taxas de serviços na sequência do recebimento da primeira tranche do programa de assistência financeira a Portugal²¹. Pelo contrário, as componentes com maior peso na estrutura de importações de serviços revelaram menor dinamismo, com destaque para os serviços de turismo, que apresentaram uma desaceleração significativa.

²¹ Para mais detalhes, veja-se a nota de informação "Impacto nas estatísticas divulgadas pelo Banco de Portugal das primeiras operações associadas ao programa de assistência financeira a Portugal" divulgada juntamente com o Boletim Estatístico de julho de 2011.

Quadro 6.7

IMPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE MERCADORIAS POR GRUPOS DE PRODUTOS, GRANDES CATEGORIAS ECONÓMICAS E GRAU DE INTENSIDADE TECNOLÓGICA | TAXAS DE VARIAÇÃO E RESPECTIVOS CONTRIBUTOS

	Pesos 2010	Taxa de variação homóloga (em percentagem)				Contributo para a taxa de variação homóloga (em p.p.)			
		2010	2011 até Julho	2011		2010	2011 até Julho	2011	
				1º trim	2º trim			1º trim	2º trim
Total	100.0	11.0	5.7	9.7	1.9	11.0	5.7	9.7	1.9
<i>Classificação por grupos de produtos</i>									
Agrícolas	9.5	5.1	15.0	22.3	9.0	0.5	1.4	2.1	0.9
Alimentares	4.1	-2.1	7.4	6.1	8.3	-0.1	0.3	0.2	0.3
Combustíveis minerais	14.6	28.8	27.4	18.0	26.1	3.6	3.9	2.6	4.0
Químicos	10.0	9.4	7.3	10.9	3.9	1.0	0.7	1.1	0.4
Plásticos, borracha	5.1	16.4	17.7	24.6	14.9	0.8	0.9	1.3	0.7
Peles, couros	1.0	14.2	11.5	21.1	6.6	0.1	0.1	0.2	0.1
Madeira, cortiça	1.2	15.8	13.2	16.2	11.1	0.2	0.2	0.2	0.1
Pastas celulósicas, papel	2.3	5.0	3.2	6.2	1.2	0.1	0.1	0.1	0.0
Matérias têxteis	2.8	14.6	9.4	15.9	11.5	0.4	0.3	0.4	0.3
Vestuário	3.0	3.4	3.8	2.5	4.7	0.1	0.1	0.1	0.1
Calçado	0.9	4.2	10.4	14.4	8.3	0.0	0.1	0.2	0.1
Minerais, minérios	1.4	0.8	-1.8	3.6	-3.8	0.0	0.0	0.1	-0.1
Metais comuns	7.9	15.1	12.9	21.9	6.5	1.2	1.0	1.7	0.5
Máquinas, aparelhos	16.4	-4.7	-4.0	1.0	-5.4	-0.9	-0.6	0.2	-0.8
Veículos, outro material de transporte	14.1	29.2	-15.9	0.1	-27.9	3.5	-2.3	0.0	-4.4
Ótica e precisão	2.2	6.8	-7.0	-2.6	-8.5	0.2	-0.2	-0.1	-0.2
Outros produtos	3.3	8.8	-9.6	-16.8	-4.5	0.3	-0.3	-0.6	-0.1
<i>Classificação por grandes categorias económicas</i>									
Bens intermédios	29.6	14.7	18.6	26.1	13.3	4.2	5.5	7.6	3.9
Bens de equipamento	22.8	-3.0	-3.9	-2.0	-3.0	-0.8	-0.9	-0.5	-0.6
Bens de consumo ^(a)	31.6	8.0	-2.6	4.1	-6.7	2.6	-0.8	1.3	-2.1
Combustíveis	14.1	27.6	27.5	16.9	27.4	3.4	3.8	2.3	4.1
Outros	1.9	134.8	-97.5	-95.5	-98.7	1.2	-1.8	-0.9	-3.2
<i>Classificação por grau de intensidade tecnológica^(b)</i>									
Alta tecnologia	14.8	-8.6	-6.6	-3.3	-7.4	-1.5	-1.0	-0.5	-1.0
Média-alta tecnologia	30.1	18.4	-4.9	6.2	-13.4	5.2	-1.5	1.8	-4.3
Média-baixa tecnologia	29.4	20.9	20.1	19.6	17.3	5.7	5.9	5.7	5.2
Baixa tecnologia	25.7	6.4	9.0	10.5	8.3	1.7	2.3	2.8	2.0
<i>Por memória:</i>									
Total excluindo combustíveis	85.9	8.2	2.3	8.7	-2.4	7.7	1.8	7.4	-2.2

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

Notas: (a) Incluindo automóveis de passageiros. (b) Desagregação das exportações por grau de intensidade tecnológica de a seguinte correspondência com a classificação por Nomenclatura Combinada (NC) a dois dígitos: Alta tecnologia (30; 84; 88; 90 e 91); Média-alta tecnologia (28; 29; 31-38; 85-87; 89 e 92-95); Média-baixa tecnologia (25-27; 39-40; 68-83); Baixa tecnologia (1-24; 41-67; e 96-99).

Quadro 6.8

IMPORTAÇÕES NOMINAIS DE SERVIÇOS POR TIPO DE SERVIÇO TAXA DE VARIAÇÃO E RESPECTIVOS CONTRIBUTOS					
	Pesos 2010	Taxa de variação (em percentagem)		Contributo para a taxa de variação (em p.p.)	
		2010	2011 (até Julho)	2010	2011(até Julho)
Total	100.0	5.2	5.7	5.2	5.7
Transportes	29.6	6.0	4.5	1.8	1.3
Turismo	27.2	8.9	1.1	2.3	0.3
Outros serviços fornecidos por empresas	21.2	-0.3	-2.2	-0.1	-0.5
Serviços de natureza pessoal, cultural e recreativa	4.5	1.1	-1.6	0.1	-0.1
Comunicação	4.0	-2.4	-0.4	-0.1	0.0
Direitos de utilização	3.8	11.7	-3.1	0.4	-0.1
Serviços de informação e informática	3.4	0.6	20.6	0.0	0.7
Serviços financeiros	2.2	34.0	197.4	0.6	4.1
Seguros	2.2	23.3	0.4	0.4	0.0
Operações governamentais	1.1	-2.0	-30.0	0.0	-0.4
Construção	0.9	-21.5	32.1	-0.3	0.3

Fonte: Banco de Portugal (Balança de Pagamentos).

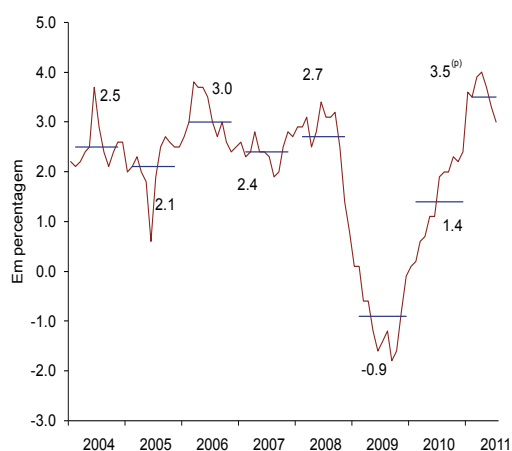
7. Preços

Em 2011, a taxa de inflação em Portugal, medida pela variação média do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), deverá situar-se em 3.5 por cento, representando um acréscimo de 2.1 pontos percentuais (p.p.) em relação ao valor observado em 2010 (Gráfico 7.1). A projeção para a taxa de inflação em 2011 tem subjacente uma forte aceleração da componente não energética dos preços no consumidor (de 0.3 por cento em 2010, para 2.2 por cento) e a manutenção do elevado ritmo de crescimento dos preços dos bens energéticos (12.4 por cento, após 9.5 por cento em 2010).

A aceleração significativa dos preços no consumidor em 2011, em particular da componente não energética, reflete a aceleração dos custos unitários do trabalho no setor privado e dos preços de importação de bens não energéticos, assim como a entrada em vigor de diversas medidas associadas ao processo de consolidação orçamental, em particular o aumento do Imposto sobre o Valor Acrescentado (IVA),

Gráfico 7.1

ÍNDICE HARMONIZADO DE PREÇOS NO CONSUMIDOR | TAXA DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA



Fontes: Eurostat e Banco de Portugal.

Nota: (p) - Projeção.

registado em meados de 2010 e início de 2011, e do preço de alguns bens e serviços sujeitos a regulação. A projeção para a taxa de inflação em 2011 incorpora igualmente o aumento em outubro da taxa do IVA sobre a eletricidade e o gás natural. Em relação aos preços dos bens energéticos, a manutenção do elevado ritmo de crescimento em 2011 encontra-se em linha com a evolução do preço do petróleo nos mercados internacionais.

Comparando a atual projeção para Portugal com o valor médio do intervalo de projeção para a taxa de inflação na área do euro, divulgado no Boletim Mensal do Banco Central Europeu (BCE) de setembro de 2011, o diferencial de inflação em relação à área do euro voltará a ser positivo (0.9 p.p.), depois de um valor ligeiramente negativo em 2010 (-0.2 p.p.) e do mínimo histórico de -1.3 p.p. observado em 2009.

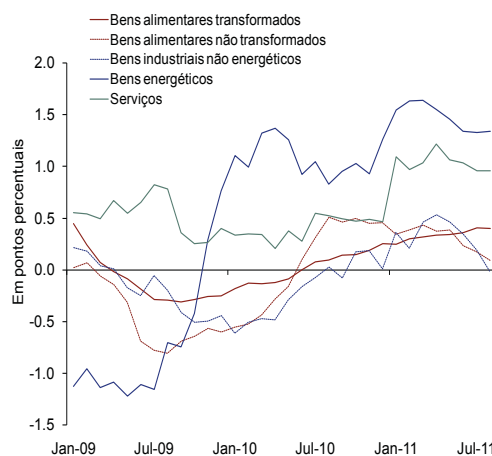
Aceleração dos preços em 2011 largamente condicionada pelas medidas associadas ao processo de consolidação orçamental

Após um período de forte desaceleração dos preços em Portugal, iniciado no final de 2008 e prolongado ao longo do ano seguinte, que se traduziu numa taxa de inflação média anual negativa em 2009 – um facto inédito nas últimas três décadas – a taxa de inflação voltou a apresentar valores positivos a partir de 2010, mantendo-se acima de 3 por cento desde janeiro de 2011²². Embora se tenha observado alguma desaceleração dos preços a partir de abril, a variação homóloga do IHPC tem mantido valores superiores aos registados em média em 2010, situando-se em 2.8 por cento em agosto. A atual estimativa para a inflação em 2011 tem subjacente uma aceleração dos preços nos últimos meses do ano, refletindo em larga medida o impacto do aumento significativo dos preços dos transportes, em agosto, e o agravamento da taxa do IVA sobre a eletricidade e gás natural de 6 para 23 por cento, em outubro.

A evolução dos preços nos primeiros oito meses de 2011 reflete, em grande medida, o comportamento dos preços dos bens energéticos e dos serviços, embora a aceleração observada desde o final de 2010 seja transversal às restantes componentes do IHPC, com exceção dos preços dos bens alimentares não transformados, que registaram, nos primeiros oito meses de 2011, taxas de variação homóloga inferiores às observadas no final de 2010 (Gráfico 7.2). A aceleração dos preços no consumidor foi largamente condicionada pela entrada em vigor de diversas medidas associadas ao processo de consolidação

Gráfico 7.2

EVOLUÇÃO DOS CONTRIBUTOS PARA A TAXA DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA DO IHPC | EM PONTOS PERCENTUAIS



Fonte: Eurostat.

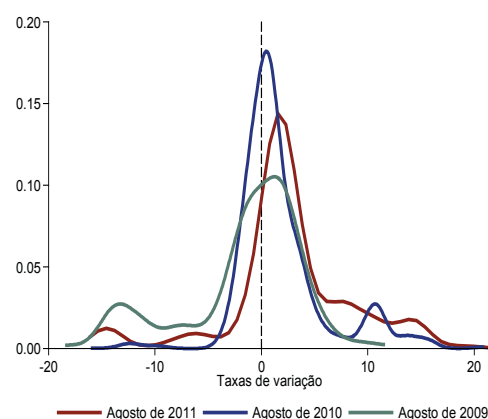
²² A variação homóloga do IHPC atingiu o valor mínimo em setembro de 2009 (-1.8 por cento), passando a apresentar valores positivos desde janeiro de 2010.

orçamental, com destaque para o aumento do IVA, em meados de 2010 e início de 2011, bem como do preço de alguns bens e serviços sujeitos a regulação. Admitindo que estas medidas serão refletidas integralmente nos preços do consumidor final, o respetivo impacto sobre a taxa de inflação em 2011 ascenderá a 1.7 p.p., de acordo com as estimativas do Banco de Portugal.

Em linha com o comportamento da inflação, verificou-se um aumento progressivo do peso das componentes do IHPC com variações homólogas positivas. Depois do mínimo observado em junho de 2009 (49 por cento), o peso destas componentes tem aumentado progressivamente, atingindo 85 por cento em agosto de 2011. Refletindo a trajetória ascendente da taxa de variação homóloga do IHPC, a moda das taxas de variação dos preços em agosto de 2011 registou um aumento em relação ao mês homólogo de 2010 (Gráfico 7.3). Depois de apresentar valores negativos em 2009, o grau de assimetria da distribuição das taxas de variação dos preços tem evoluído para uma situação mais próxima dos anos anteriores, mantendo valores positivos desde o início de 2010 (Gráfico 7.4)²³.

Gráfico 7.3

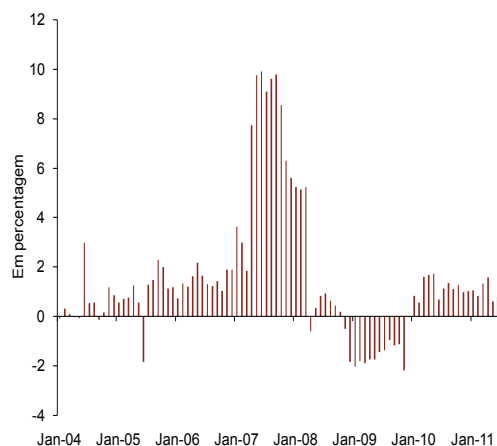
DISTRIBUIÇÃO EMPÍRICA DAS TAXAS DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA DAS COMPONENTES DO IHPC



Fontes: Eurostat e Banco de Portugal.

Gráfico 7.4

ASSIMETRIA DA DISTRIBUIÇÃO DAS VARIAÇÕES HOMÓLOGAS DAS COMPONENTES DO IHPC



Fontes: Eurostat e Banco de Portugal.

Manutenção da tendência de aumento dos preços das importações, em particular dos preços das matérias-primas

Os preços das matérias-primas energéticas e não energéticas, nos mercados internacionais mantiveram uma trajetória ascendente no primeiro semestre de 2011, prolongando a tendência observada desde meados de 2010 (Quadro 7.1). A inversão do movimento de queda dos preços das matérias-primas a partir de 2010 refletiu a melhoria do enquadramento externo da economia portuguesa, com um aumento das perspetivas de crescimento nas principais economias mundiais, e uma recuperação gradual dos fluxos de comércio internacionais, após a forte contração observada em 2009. Contribuindo igualmente para o aumento dos preços das matérias-primas encontram-se fatores de natureza estrutural, como o crescimento significativo da atividade em várias economias emergentes e em desenvolvimento, que aumentou e alterou o padrão de consumo de matérias-primas, com implicações em particular sobre os preços do

²³ Um grau de assimetria positivo (negativo) está associado a uma maior frequência das grandes variações positivas (negativas) de preços relativamente às grandes variações negativas (positivas).

Quadro 7.1

PORTUGAL - PRINCIPAIS INDICADORES DE PREÇOS INTERNACIONAIS TAXA DE VARIAÇÃO EM PORCENTAGEM						2011	
	2006	2007	2008	2009	2010	1º trim.	2º trim.
Preços de importação de mercadorias							
Total	4.8	1.2	4.7	-9.8	5.3	11.5	11.5
Total excluindo combustíveis	2.1	1.4	0.4	-5.2	1.5	10.9	10.0
Bens de consumo	1.6	-0.1	-0.2	-3.8	-1.8	7.9	5.5
Bens de consumo alimentar	1.0	-1.9	-3.0	-3.4	-2.5	17.8	16.9
Bens de consumo não alimentar	1.0	-1.9	-3.0	-3.4	-2.5	1.6	-1.9
Preço internacional de matérias-primas							
Preço do petróleo (<i>Brent Blend</i>), EUR	19.0	0.4	26.6	-33.2	35.4	37.7	29.8
Preço das matérias-primas não energéticas, EUR	25.5	8.5	4.8	-18.8	34.0	38.7	17.2
Preço das matérias-primas alimentares, EUR	6.3	21.3	24.3	-10.4	15.0	48.7	29.7
Índice cambial efectivo nominal para Portugal	0.0	0.9	1.2	0.4	-1.7	-1.2	0.8

Fontes: Eurostat, HWWI, INE, Thomson Reuters e Banco de Portugal.

petróleo²⁴. O aumento dos preços das matérias-primas traduziu-se igualmente num crescimento relativamente generalizado dos preços das importações de bens e de serviços.

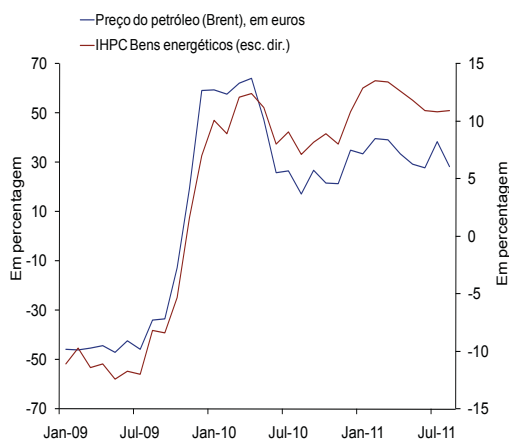
Nos primeiros oito meses de 2011, o preço do petróleo aumentou de forma acentuada, mantendo o elevado ritmo de crescimento observado em 2010. Para além dos fatores acima referidos, o preço do petróleo refletiu igualmente fatores do lado da oferta, como as tensões geopolíticas no Médio Oriente e Norte de África desde janeiro de 2011, assim como a insuficiente resposta ao nível da produção por parte dos países da OPEP. Entre janeiro e agosto de 2011, o preço do petróleo expresso em euros registou uma variação de 33.5 por cento, após um aumento de 35.4 por cento em 2010 e uma queda de 33.2 por cento em 2009 (Gráfico 7.5 e Quadro 7.1). A aceleração significativa dos preços dos bens energéticos (variação nos primeiros oito meses de 2011 de 12.1 por cento), que têm tipicamente uma procura relativamente menos elástica no curto prazo, refletiu o preço dos produtos mais diretamente influenciados pela evolução do preço do petróleo, nomeadamente os combustíveis e lubrificantes (aumento de 15.6 por cento até agosto, após um crescimento de 12.8 por cento no conjunto de 2010). Em relação aos preços sujeitos a regulação, o preço do gás, que habitualmente acompanha a evolução do preço do petróleo, aumentou 12.3 por cento até agosto (10.3 por cento em 2010), enquanto o preço da eletricidade registou um crescimento mais moderado, de 4.5 por cento (3.1 por cento em 2010).

Os preços das matérias-primas alimentares aumentaram igualmente de forma significativa na primeira metade de 2011, refletindo-se nos preços de importação de bens alimentares. Em linha com esta evolução, observou-se um aumento dos preços dos bens alimentares (Gráfico 7.6 e Quadro 7.2). Em relação aos preços dos bens alimentares não transformados, que apresentam tipicamente uma maior volatilidade, há a registar no entanto uma desaceleração desde maio em relação aos valores observados no final de 2010 e nos primeiros meses de 2011, com particular destaque para os preços das frutas e

²⁴ Em 2010, a procura mundial de petróleo aumentou 3.4 por cento – o crescimento mais elevado desde 2004. Apesar das projeções do Fundo Monetário Internacional apontarem para uma desaceleração da procura em 2011 (1.7 por cento), o crescimento manter-se-á robusto nas economias emergentes e em desenvolvimento, onde é esperado um aumento de 3.8 por cento (5.2 por cento em 2010). É de destacar em particular a manutenção do forte dinamismo da procura de petróleo por parte da China, com uma projeção de crescimento em 2011 de 6.4 por cento (11.9 por cento em 2010) e que traduz a tendência de substituição da eletricidade pelo gásóleo como fonte energética principal em muitos setores de atividade.

Gráfico 7.5

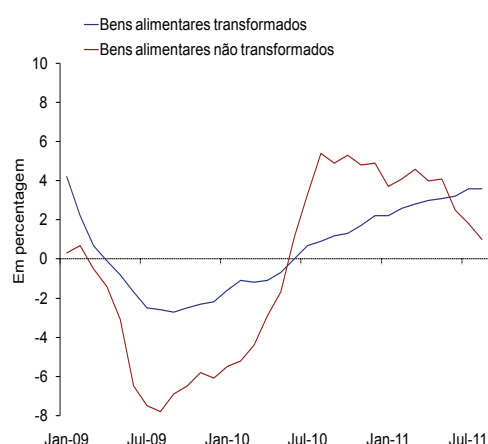
PREÇOS DOS BENS ENERGÉTICOS | TAXA DE VARIACÃO HOMÓLOGA



Fontes: Eurostat e Tomsom Reuters.

Gráfico 7.6

PREÇOS DOS BENS ALIMENTARES | TAXA DE VARIACÃO HOMÓLOGA



Fonte: Eurostat

Quadro 7.2

IHPC - PRINCIPAIS CLASSES E AGREGADOS | TAXAS DE VARIACÃO MÉDIA ANUAL E HOMÓLOGA, EM PORCENTAGEM

	Pesos 2010						Taxa de variação homóloga			
		2007	2008	2009	2010	2011	2010		2011	
		Dez	Dez	Dez	Dez	Ago	Dez	Mar	Jun	Ago
Total	100.0	2.4	2.7	-0.9	1.4	3.1	2.4	3.9	3.3	2.8
Total excluindo energéticos	88.3	2.3	2.2	-0.2	0.3	2.0	1.3	2.5	2.2	1.6
Total excl. alimentares não transf. e energéticos	79.0	2.2	2.5	0.3	0.3	1.8	0.9	2.3	2.2	1.7
Bens	57.9	2.2	2.4	-2.4	1.7	3.8	3.4	4.9	3.9	3.1
Alimentares	20.6	2.8	4.2	-2.5	0.4	3.1	3.4	3.6	2.8	2.4
Não Transformados	9.3	3.0	0.6	-4.3	0.7	3.8	4.9	4.6	2.5	1.0
Transformados	11.3	2.6	8.1	-0.9	0.2	2.5	2.2	2.8	3.2	3.6
Industriais	37.3	1.9	1.4	-2.3	2.4	4.2	3.4	5.6	4.5	3.6
Não Energéticos	25.6	1.4	-0.2	-0.8	-0.7	0.9	0.0	1.8	1.4	-0.1
Energéticos	11.7	3.5	6.6	-8.0	9.5	11.1	10.8	13.4	10.9	10.9
Serviços	42.1	2.8	3.1	1.3	1.0	2.0	1.1	2.5	2.5	2.3
Por memória:										
IPC	-	2.5	2.6	-0.8	1.4	3.1	2.5	4.0	3.4	2.9
IHPC - Área do euro	-	2.1	3.3	0.3	1.6	2.4	2.2	2.7	2.7	2.5

Fontes: Eurostat e INE.

dos produtos hortícolas²⁵. Relativamente aos bens alimentares transformados, o perfil ascendente dos respetivos preços refletiu em larga medida as alterações na tributação indireta, com impacto no preço do tabaco, embora a aceleração dos preços deste agregado seja transversal às suas restantes componentes, com exceção dos preços do leite, queijo e ovos, que têm apresentado variações homólogas negativas

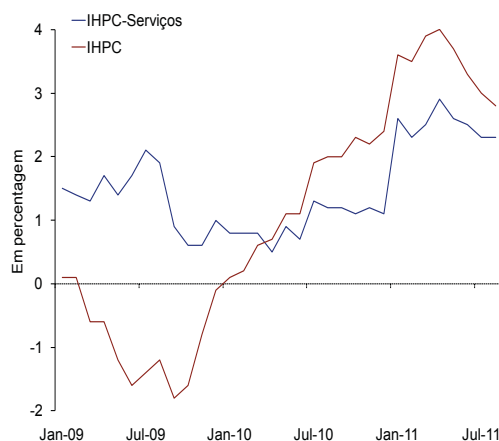
²⁵ A partir do segundo semestre de 2010, os preços dos bens alimentares não transformados aceleraram de forma significativa. Esta tendência manteve-se nos primeiros meses e estará em parte associada à queda de produção de diversas culturas particularmente afetadas por condições meteorológicas adversas. No entanto, os preços destes bens têm registado uma desaceleração desde maio, devendo esta trajetória manter-se até final do ano, de acordo com as atuais projeções. Nos primeiros oito meses de 2011, os preços dos bens alimentares não transformados registaram uma variação de 3.2 por cento (0.7 por cento no conjunto de 2010).

desde o início do ano²⁶. Note-se que, depois das quedas verificadas desde 2007, associadas em grande medida à crescente integração no comércio mundial de países com baixos custos unitários do trabalho, os preços de importação de bens de consumo não alimentar apresentaram uma variação próxima de zero na primeira metade de 2011.

As atuais estimativas apontam para uma aceleração dos preços dos serviços em 2011. Nos primeiros oito meses de 2011, os preços dos serviços registaram uma variação de 2.0 por cento, após um aumento de 1 por cento no conjunto de 2010 (Gráfico 7.7). Esta evolução reflete em larga medida o impacto do aumento do IVA, assim como do preço de alguns serviços sujeitos a regulação, num contexto em que os custos unitários do trabalho deverão apresentar uma variação positiva, depois da queda verificada em 2010. A atual projeção para 2011 tem subjacente uma aceleração dos preços dos serviços no segundo semestre do ano largamente condicionada pelo aumento significativo dos preços dos serviços de transporte em agosto. Os preços de alguns serviços tenderão igualmente a refletir, de forma direta ou indireta, os aumentos de preços de outros bens, através de mecanismos de transmissão cuja magnitude e velocidade variam consoante a estrutura dos mercados, como a elasticidade da oferta e da procura, os níveis de regulação e a concorrência. Em particular, a aceleração dos preços dos combustíveis e lubrificantes tenderá gradualmente a refletir-se nos preços dos serviços de transporte, apesar da forte componente administrada neste tipo de serviços, sendo de destacar o aumento significativo dos preços dos serviços de transporte aéreo nos primeiros oito meses de 2011, após a queda verificada em 2010²⁷. Por outro lado, a evolução dos preços de alguns serviços ligados ao setor do turismo tenderão a refletir igualmente o abrandamento da procura externa e, fundamentalmente, a queda acentuada na procura interna em 2011, sendo de destacar, em particular, a redução significativa dos preços dos serviços de alojamento, após o aumento verificado em 2010²⁸.

Gráfico 7.7

PREÇOS DOS SERVIÇOS | VARIAÇÃO HOMÓLOGA, EM PORCENTAGEM



Fonte: Eurostat.

26 Os preços dos bens alimentares transformados apresentaram um crescimento de 3.0 por cento até agosto, o que compara com um aumento de 0.2 por cento em 2010. Em relação a estes últimos, há a registar o forte crescimento do preço do tabaco, que representa cerca de 20 por cento deste agregado, com uma variação nos primeiros oito meses de 11.0 por cento (5.1 por cento em 2010).

27 Nos primeiros oito meses de 2011, os preços dos serviços de transporte aéreo registaram um aumento de 9.8 por cento, após uma diminuição de 1.3 por cento no conjunto de 2010.

28 Nos primeiros oito meses de 2011, os preços dos serviços de alojamento diminuíram 10.2 por cento, após um aumento de 7.1 por cento em 2010.

Aumento dos custos unitários do trabalho, no contexto de uma queda significativa da produtividade por trabalhador

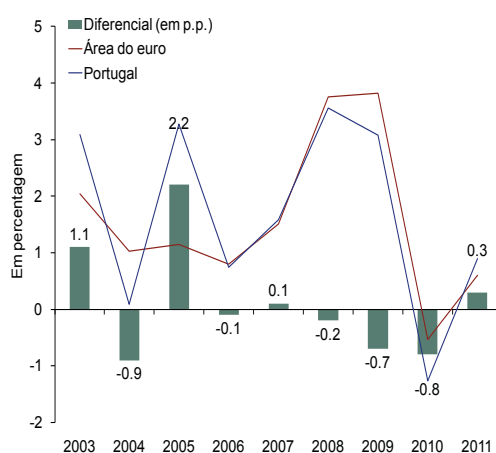
De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, os custos unitários do trabalho em Portugal deverão apresentar um crescimento de 0.9 por cento em 2011, depois da redução observada em 2010. Esta evolução reflete em larga medida a queda da produtividade por trabalhador, no contexto de uma contração significativa da atividade económica e de uma nova redução do emprego total. Por seu turno, as remunerações por trabalhador no total da economia deverão registar uma redução ligeira em 2011, após um aumento médio de 1.4 por cento em 2010, refletindo a situação desfavorável no mercado de trabalho.

A evolução das remunerações por trabalhador no conjunto da economia reflete a redução de 5 por cento em termos médios das remunerações dos funcionários públicos, no contexto do processo de consolidação orçamental, e um aumento inferior do salário mínimo nacional em 2011 (2.1 por cento, que compara com 5.6 por cento em 2010). Por seu turno, num quadro de deterioração das condições no mercado de trabalho, com a taxa de desemprego a atingir níveis historicamente elevados, estima-se que, no conjunto do setor privado, o crescimento das remunerações apresente igualmente uma desaceleração significativa (1.2 por cento, após 2.2 por cento em 2010). No entanto, é esperado algum enviesamento positivo nas remunerações agregadas associado a um efeito de composição decorrente da alteração da estrutura do emprego que tipicamente ocorre nas fases descendentes do ciclo e que resulta na diminuição do peso dos trabalhadores com remunerações mais baixas e possivelmente com menores qualificações.

Na área do euro deverá observar-se igualmente um aumento dos custos unitários do trabalho em 2011, que será semelhante ao projetado para Portugal, de acordo com as projeções da Comissão Europeia²⁹. Deste modo, o diferencial entre o crescimento dos custos unitários do trabalho em Portugal e na área do euro, que tem sido negativo nos últimos anos, deverá situar-se num valor próximo de zero em 2011 (Gráfico 7.8). A projeção para o crescimento dos custos unitários na área do euro tem subjacente uma aceleração das remunerações por trabalhador em relação a 2010. Por seu turno, a produtividade por trabalhador na área do euro deverá voltar a apresentar uma variação positiva em 2011, embora inferior à registada em 2010, no contexto de uma recuperação ligeira do emprego total.

Gráfico 7.8

CUSTOS DO TRABALHO POR UNIDADE PRODUZIDA NO TOTAL DA ECONOMIA EM PORTUGAL E NA ÁREA DO EURO | TAXA DE VARIAÇÃO



Fontes: Comissão Europeia, INE e Banco de Portugal.

²⁹ Comissão Europeia "European Economic Forecast – Spring 2011", maio.

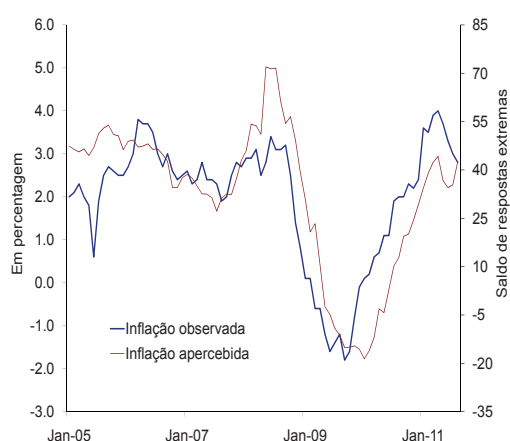
Num contexto de fraco dinamismo da procura, as empresas podem enfrentar inicialmente alguma compressão das suas margens de lucro em resposta a um aumento dos preços das importações, a um agravamento da tributação, quer direta, quer indireta, ou a uma subida dos custos do crédito. Adicionalmente, as empresas poderão optar por reduzir outros custos, incluindo os custos salariais, de modo a mitigar o impacto nas margens de lucro. De acordo com a informação disponível, em 2011, dever-se-á verificar uma contração das margens de lucro das empresas, após o aumento observado em 2010.

Aceleração dos preços corretamente apercebida pelos consumidores

A aceleração dos preços ao longo de 2011 parece estar a ser devidamente apercebida pelos consumidores, com as expectativas de inflação dos agentes económicos para um horizonte de 12 meses a apresentarem uma trajetória igualmente ascendente (Gráfico 7.9). Na área do euro também se registou um aumento das expectativas de inflação para o horizonte de 12 meses, que apresentaram valores semelhantes aos observados para Portugal (Gráfico 7.10).

Gráfico 7.9

PERCEÇÃO DA EVOLUÇÃO DOS PREÇOS PELOS CONSUMIDORES | VARIAÇÃO HOMÓLOGA, EM PERCENTAGEM

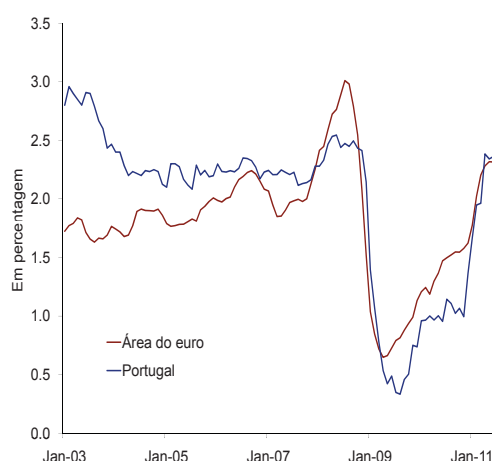


Fontes: Eurostat e Comissão Europeia.

Nota: Inflação apercebida medida com base no saldo de respostas extremas da questão relativa à avaliação que os consumidores fazem da evolução dos preços nos últimos 12 meses no âmbito do inquérito aos consumidores divulgado pela Comissão Europeia.

Gráfico 7.10

EXPETATIVAS DE INFLAÇÃO EM PORTUGAL E NA ÁREA DO EURO | EXPETATIVAS NUM HORIZONTE DE 12 MESES



Fontes: Consensus Forecasts e cálculos do Banco de Portugal.

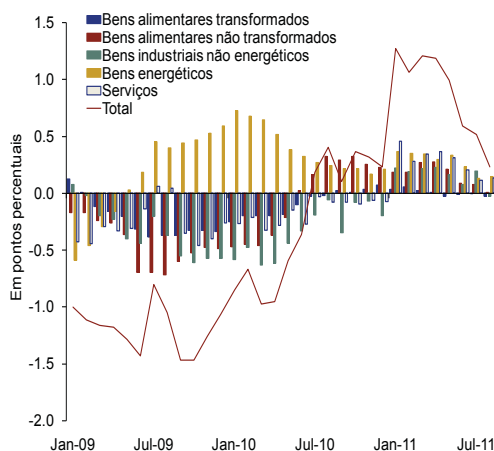
Diminuição progressiva do diferencial de inflação positivo em relação à área do euro

Depois de ter registado valores negativos em 2008 e 2009, o diferencial de inflação entre Portugal e a área do euro, medido com base na variação homóloga do IHPC, apresentou um aumento progressivo desde o final de 2009, tornando-se positivo a partir da segunda metade de 2010 (Gráfico 7.11). No entanto, depois de um aumento no início de 2011, este diferencial tem registado valores progressivamente mais reduzidos³⁰. Este comportamento foi observado em todas as principais componentes do

30 O diferencial de inflação em relação à área do euro atingiu mínimos históricos em setembro e outubro de 2009 (-1.5 p.p.), iniciando a partir de então uma trajetória ascendente até janeiro de 2011 (1.3 p.p.). Desde fevereiro, o diferencial de inflação tem diminuído progressivamente, situando-se em 0.3 p.p. em agosto.

Gráfico 7.11

DECOMPOSIÇÃO DO DIFERENCIAL ENTRE A VARIAÇÃO HOMÓLOGA DO IHPC EM PORTUGAL E NA ÁREA DO EURO | DIFERENCIAL EM PONTOS PERCENTUAIS



Fonte: Eurostat.

IHPC, com particular destaque para os serviços ligados ao setor do turismo (serviços de alojamento e férias organizadas) e alguns bens alimentares não transformados, como as frutas e produtos hortícolas. Em relação aos preços dos bens administrados, o respetivo diferencial de crescimento em relação à área do euro registou igualmente um acréscimo significativo em janeiro, de -0.5 p.p. para 0.8 p.p., refletindo em larga medida o aumento do preço dos serviços hospitalares e produtos farmacêuticos. Depois do aumento observado no início do ano, o diferencial permaneceu estável até julho. No entanto, em agosto, verificou-se um novo alargamento deste diferencial, que aumentou de 0.6 p.p., em julho, para 1.5 p.p., refletindo o aumento significativo dos preços dos bens administrados em Portugal³¹.

8. Balança de pagamentos

8.1. Necessidades de financiamento externo no conjunto do ano de 2011

Necessidades de financiamento externo deverão reduzir-se em 2011

Em 2011, as necessidades líquidas de financiamento externo da economia portuguesa em percentagem do PIB, que correspondem grosso modo ao défice conjunto da balança corrente e de capital, deverão voltar a diminuir (Quadro 8.1.1 e Gráfico 8.1.1). De acordo com as atuais projeções, a melhoria do défice externo resultará sobretudo de uma nova redução do investimento, já que a poupança interna deverá apresentar uma relativa estabilização.

O programa de ajustamento económico e financeiro no âmbito do pedido de ajuda financeira à União Europeia, países membros da área do euro e FMI, traduzido na necessidade de consolidação orçamental e de correção inadiável de desequilíbrios macroeconómicos favorece no futuro próximo o aumento da poupança interna e a redução das necessidades de financiamento externo. De notar que, apesar da melhoria recente, o défice da balança corrente continua a registar valores elevados (em percentagem do PIB), por comparação com os valores observados em outras economias (Gráfico 8.1.2).

³¹ Estes resultados têm por base a nova série de preços administrados, publicada pelo Eurostat desde fevereiro de 2010 (ver http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/methodology/administered_prices).

Quadro 8.1.1

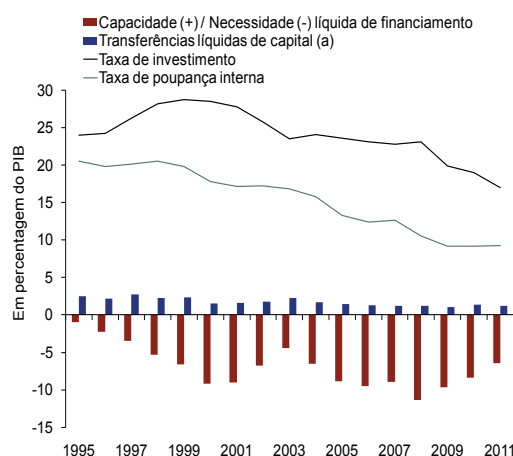
BALANÇA CORRENTE E BALANÇA DE CAPITAL SALDOS EM PORCENTAGEM DO PIB						
	2009	2010	2011 ^(a)	1º Semestre		
				2009	2010	2011
Balança corrente e balança de capital	-10.1	-8.9	-6.9	-10.3	-10.8	-8.5
Balança corrente	-10.9	-10.0	-	-11.3	-11.4	-9.3
Balança de bens e serviços	-7.0	-6.6	-4.2	-7.4	-7.7	-5.3
Bens	-10.6	-10.5	-	-10.1	-10.6	-8.7
Serviços	3.6	3.9	-	2.7	2.8	3.4
dos quais:						
Viagens e turismo	2.5	2.7	-	1.7	1.8	2.0
Balança de rendimentos	-5.2	-4.6	-	-4.9	-4.6	-6.0
Transferências correntes	1.3	1.3	-	1.0	1.0	2.0
das quais:						
Remessas de emigrantes/imigrantes	1.0	1.1	-	0.9	1.0	0.9
Balança de capital	0.8	1.1	-	1.0	0.6	0.8

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (a) Projeção do Banco de Portugal.

Gráfico 8.1.1

FINANCIAMENTO DA ECONOMIA



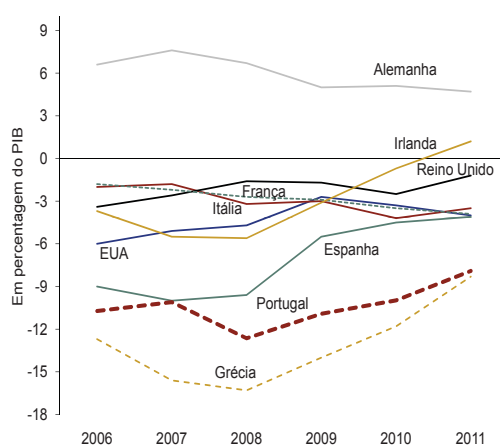
Fontes: INE e Banco de Portugal.

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

A redução do défice da balança de pagamentos em 2011, de 8.9 para 6.9 por cento do PIB (Quadro 8.1.1), resultará essencialmente de uma melhoria significativa da balança de bens e serviços (em 2.4 pontos percentuais do PIB), e, adicionalmente de um maior saldo das transferências correntes. Em contrapartida, o défice da balança de rendimentos deverá agravar-se. Por sua vez, o saldo da balança de capitais deverá apresentar uma variação pouco significativa face ao ano anterior. O menor défice da balança de bens e serviços resultará essencialmente de um efeito volume positivo associado a um diferencial de crescimento entre as exportações e as importações bastante mais acentuado do que o observado no ano anterior, em resultado da manutenção de um crescimento significativo das exportações portuguesas (embora em desaceleração face ao ano anterior), em contraste com a queda das importações (ver “Secção 5 Procura”). Por outro lado, a componente energética deverá voltar a apresentar um contributo negativo para a evolução da balança de bens e serviços, associado ao aumento significativo dos preços dos combustíveis estimado para o ano de 2011 (tal como ocorrido em 2010).

Gráfico 8.1.2

SALDO DA BALANÇA CORRENTE | EM PERCENTAGEM DO PIB



Fontes: Comissão Europeia e Banco de Portugal.

8.2. A balança de pagamentos no primeiro semestre de 2011

Diminuição do défice externo em resultado de melhorias nos saldos da balança de bens e serviços, transferências correntes e de capital, mas aumento do défice da balança de rendimentos

Na primeira metade de 2011 o défice conjunto das balanças corrente e de capital situou-se em 8.5 por cento do PIB, o que representa uma redução de 2.3 pontos percentuais face ao mesmo período de 2010 (Quadro 8.1.1). Esta melhoria ficou a dever-se sobretudo ao comportamento da balança de bens e serviços, refletindo quer uma redução do défice da balança de mercadorias quer um aumento do excedente da balança de serviços. Adicionalmente, o saldo conjunto da balança de transferências correntes e de capital apresentou uma evolução favorável no primeiro semestre de 2011, face ao período homólogo, o que resultou essencialmente de um aumento de transferências públicas recebidas da União Europeia (Gráfico 8.2.1). Em sentido contrário, o défice da balança de rendimentos aumentou na primeira metade do ano.

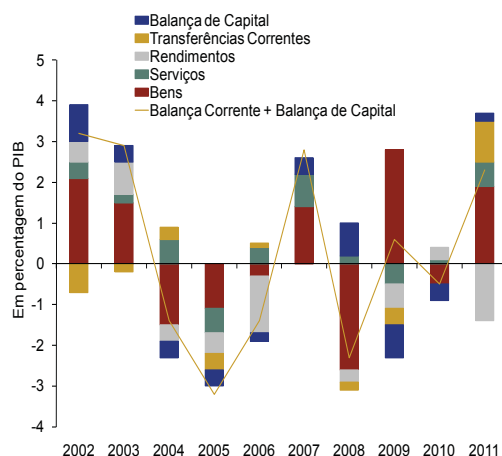
O défice da balança de pagamentos neste período foi financiado em larga medida pelas entradas de capitais resultantes do empréstimo obtido no âmbito do programa de assistência financeira internacional, bem como por substanciais vendas de ativos externos, em particular por parte dos bancos.

Menor défice da balança de bens e serviços refletindo, em especial, um crescimento dinâmico das exportações a par de um abrandamento das importações

Relativamente à balança de bens e serviços, registou-se uma melhoria significativa no primeiro semestre de 2011, face a igual período do ano anterior, com o défice a reduzir-se de 7.7 para 5.3 por cento do PIB. Para esta diminuição do défice de bens e serviços, contribuiu principalmente a componente de bens não energéticos mas também os serviços (Gráfico 8.2.2). Em contraste, a componente energética contribuiu negativamente para a variação do saldo da balança de bens e serviços, refletindo um efeito negativo de preço. Com efeito, os preços dos combustíveis voltaram a apresentar crescimentos fortes no primeiro semestre de 2011 (superiores a 30 por cento, em termos homólogos), o que se refletiu negativamente no saldo da balança energética. Relativamente ao saldo da balança de bens excluindo combustíveis, o menor défice observado traduz um efeito de volume positivo e substancial (Gráfico 8.2.3), associado ao

Gráfico 8.2.1

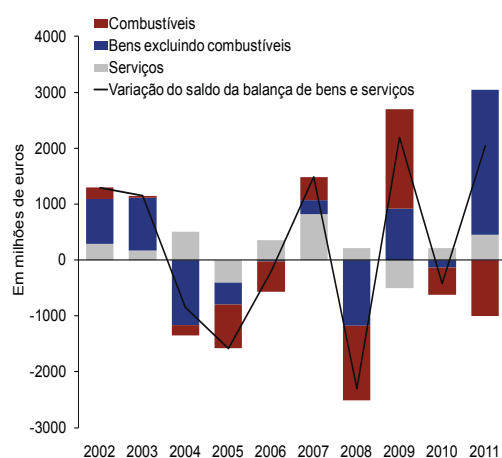
DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO DO SALDO CONJUNTO DA BALANÇA CORRENTE E DE CAPITAL | 1º SEMESTRE



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 8.2.2

VARIAÇÃO DO SALDO DA BALANÇA DE BENS E SERVIÇOS | 1º SEMESTRE DECOMPOSIÇÃO EM SERVIÇOS, BENS EXCLUINDO COMBUSTÍVEIS E COMBUSTÍVEIS



Fontes: INE e Banco de Portugal.

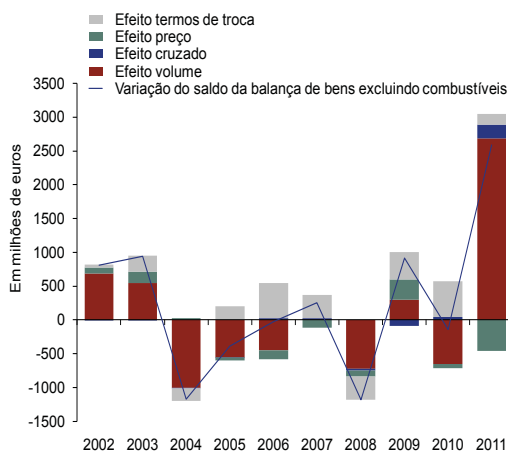
elevado ritmo de crescimento das exportações e à diminuição em volume das importações. O excedente da balança de serviços aumentou no primeiro semestre de 2011, face ao período homólogo. Esta evolução resultou igualmente de um efeito em volume associado a um diferencial positivo entre o crescimento das exportações e das importações, em particular na componente de turismo.

Défi ce da balança de rendimentos aumenta em resultado de uma deterioração generalizada das suas componentes

O défi ce da balança de rendimentos no primeiro semestre do ano foi superior ao observado no período homólogo de 2010, retomando a tendência de agravamento que se tem vindo a observar nos últimos anos e interrompida em 2010. Para o agravamento do saldo contribuíram as três principais componentes da balança de rendimentos (rendimentos de investimento direto, de investimento de carteira e de outros

Gráfico 8.2.3

VARIAÇÃO DO SALDO DA BALANÇA DE BENS EXCLUINDO COMBUSTÍVEIS | 1º SEMESTRE DECOMPOSIÇÃO EM EFEITO VOLUME, PREÇO E TERMOS DE TROCA



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: Uma variação positiva (negativa) significa um aumento (diminuição) do saldo da balança de bens e serviços. A variação do saldo da balança de bens e serviços pode ser decomposta em quatro efeitos:

– efeito volume – efeito da variação das quantidades importadas e exportadas;

$$[X_{t-1} \cdot vx_t] - [M_{t-1} \cdot vm_t]$$

– efeito preço – efeito do crescimento médio dos preços do comércio externo;

$$(X_{t-1} \cdot p_t) - (M_{t-1} \cdot p_t)$$

– efeito termos de troca – efeito da variação relativa dos preços de exportação e de importação;

$$[X_{t-1} \cdot (px_t - p_t)] - [M_{t-1} \cdot (pm_t - p_t)]$$

– efeito cruzado – efeito da interação entre a variação das quantidades e dos preços de exportação e importação.

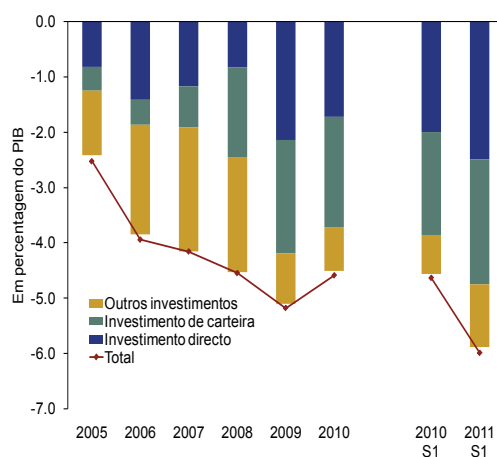
$$[X_{t-1} \cdot vx_t \cdot px_t] - [M_{t-1} \cdot vm_t \cdot pm_t]$$

Considera-se a seguinte notação: X_{t-1} e M_{t-1} são as exportações e importações do ano t-1 a preços correntes; vx_t e vm_t são as taxas de variação em volume das exportações e das importações em t; px_t e pm_t são as taxas de variação dos preços das exportações e das importações em t; p_t é a taxa de variação média dos preços de comércio externo no ano t ($(px_t + pm_t)/2$).

investimentos) com maior contributo das duas primeiras (Gráfico 8.2.4). Os saldos de rendimentos de investimento direto e investimento de carteira diminuíram, em percentagem do PIB, face ao período homólogo, refletindo um aumento nos pagamentos de rendimentos ao exterior, principalmente de dividendos (que são tipicamente pagos no primeiro semestre) a empresas não residentes, pela sua participação no capital de empresas residentes quer sobre a forma de investimento direto quer sobre a forma de outras participações. No caso dos rendimentos de outro investimento a subida do défice ficou a dever-se ao aumento dos pagamentos ao exterior relativos a juros de empréstimos, refletindo o aumento das taxas de juro e o agravamento dos prémios de risco.

Gráfico 8.2.4

SALDO DA BALANÇA DE RENDIMENTOS E PRINCIPAIS COMPONENTES



Fontes: INE e Banco de Portugal.

8.3 A balança financeira e a posição de investimento internacional no primeiro semestre de 2011

Fortes entradas líquidas de fundos do exterior para as administrações públicas associadas ao empréstimo obtido no âmbito do programa de assistência financeira internacional

No primeiro semestre de 2011, registou-se uma forte inversão do fluxo de financiamento das administrações públicas junto de não residentes, ou seja, uma entrada líquida de fundos de 12.3 por cento do PIB que contrasta com uma saída líquida de 5.5 por cento do PIB na primeira metade de 2010. Para esta evolução contribuíram os primeiros desembolsos do empréstimo obtido ao abrigo do programa de assistência financeira internacional (Quadro 8.3.1)³². Do ponto de vista do registo na balança financeira, estes desembolsos traduziram-se num aumento de passivos de outro investimento deste setor. Pelo contrário, registou-se uma redução significativa de passivos de investimento de carteira das administrações públicas. Tal resultou do significativo aumento do prémio de risco exigido pelos investidores internacionais para deterem títulos de dívida pública portuguesa, num quadro de crescente diferenciação do risco nos mercados de dívida soberana da área do euro, que condicionou fortemente a capacidade de colocação de títulos de dívida pública portuguesa em entidades não residentes.

Acentuada redução dos passivos dos bancos face a não residentes, parcialmente compensada pela diminuição significativa de ativos face ao exterior

No que diz respeito aos bancos (outras instituições financeiras monetárias), observou-se uma forte redução dos passivos de investimento de carteira e, sobretudo, de outro investimento com o exterior. Esta evolução refletiu a dificuldade de acesso dos bancos portugueses ao financiamento nos mercados internacionais de títulos de dívida por grosso, em particular nas maturidades médias e longas, e a significativa redução dos depósitos de não residentes junto do sistema bancário residente. Neste período, registou-se também

³² Ver "Caixa O Programa de ajustamento económico e financeiro no âmbito do pedido de assistência financeira à União Europeia, aos países membros da área do euro e ao Fundo Monetário Internacional", Banco de Portugal, Relatório Anual 2010.

Quadro 8.3.1

BALANÇA FINANCEIRA EM PORCENTAGEM DO PIB						
	Jan-Jun 2010			Jan-Jun 2011		
	Variação			Variação		
	Passivos	Ativos	Líquida	Passivos	Ativos	Líquida
Balança Corrente e de Capital			-10.8			-8.5
Balança Financeira	12.3	-1.6	10.7	-15.8	24.7	8.9
Investimento Direto	1.9	-1.5	0.4	1.8	-4.5	-2.7
<i>excluindo Zona Franca da Madeira e de St Maria (Açores)</i>	1.6	-1.1	0.5	2.2	-4.8	-2.6
Investimento de Carteira	-8.5	-11.9	-20.3	-15.8	17.5	1.6
Derivados Financeiros	-18.2	18.6	0.4	-11.0	11.8	0.8
Outro Investimento	37.1	-6.0	31.0	9.2	-0.5	8.7
Ativos de Reserva		-0.8	-0.8		0.4	0.4
Por setor institucional residente:						
Autoridades Monetárias	40.3	-5.6	34.6	-3.1	2.3	-0.8
Investimento de Carteira	0.0	-5.7	-5.7	0.0	1.8	1.8
Derivados Financeiros	-0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
Outro Investimento	40.3	0.8	41.2	-3.1	0.0	-3.1
Ativos de Reserva		-0.8	-0.8		0.4	0.4
Administrações Públicas	-14.9	9.4	-5.5	10.3	2.0	12.3
Investimento Direto	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<i>excluindo Zona Franca da Madeira e de St Maria (Açores)</i>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Investimento de Carteira	-6.3	0.1	-6.1	-9.3	0.5	-8.8
Derivados Financeiros	-8.6	9.3	0.7	-4.0	4.2	0.2
Outro Investimento	0.0	0.0	0.0	23.6	-2.7	20.8
Outras Instituições Financeiras Monetárias	-15.5	-3.3	-18.8	-20.9	16.2	-4.7
Investimento Direto	0.0	-0.3	-0.3	0.1	-0.1	-0.1
<i>excluindo Zona Franca da Madeira e de St Maria (Açores)</i>	0.0	-0.3	-0.3	0.1	-0.1	-0.1
Investimento de Carteira	-2.3	-4.6	-6.9	-5.2	6.5	1.3
Derivados Financeiros	-7.6	7.5	-0.2	-5.3	5.8	0.5
Outro Investimento	-5.6	-5.8	-11.4	-10.5	4.1	-6.4
Instituições Financeiras não Monetárias	-3.3	-0.5	-3.8	-4.4	6.9	2.4
Investimento Direto	-0.2	0.0	-0.1	0.0	-0.6	-0.5
<i>excluindo Zona Franca da Madeira e de St Maria (Açores)</i>	-0.2	0.0	-0.2	0.0	-0.6	-0.6
Investimento de Carteira	-2.7	-0.5	-3.2	-4.2	7.5	3.3
Derivados Financeiros	-0.5	0.3	-0.2	-0.3	0.3	0.1
Outro Investimento	0.0	-0.4	-0.4	0.1	-0.4	-0.4
Sociedades não Financeiras	6.0	-0.2	5.8	2.7	-2.8	-0.1
Investimento Direto	2.0	-1.2	0.8	1.7	-3.8	-2.1
<i>excluindo Zona Franca da Madeira e de St Maria (Açores)</i>	1.7	-0.8	1.0	2.1	-4.1	-1.9
Investimento de Carteira	2.8	-0.5	2.2	2.9	1.1	4.0
Derivados Financeiros	-1.1	1.2	0.1	-1.1	1.2	0.1
Outro Investimento	2.3	0.3	2.7	-0.8	-1.4	-2.2
Particulares	-0.3	-1.3	-1.7	-0.3	0.2	-0.1
Investimento Direto	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<i>excluindo Zona Franca da Madeira e de St Maria (Açores)</i>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Investimento de Carteira	0.0	-0.7	-0.7	0.0	0.0	0.0
Derivados Financeiros	-0.3	0.3	0.0	-0.3	0.3	0.0
Outro Investimento	0.0	-0.9	-1.0	0.0	-0.1	-0.1
Erros e Omissões			0.1			-0.5

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: Um sinal (+) significa um aumento de passivos externos ou uma diminuição de ativos externos, isto é uma entrada de fundos. Um sinal (-) significa uma diminuição de passivos externos ou um aumento de ativos externos, isto é uma saída de fundos.

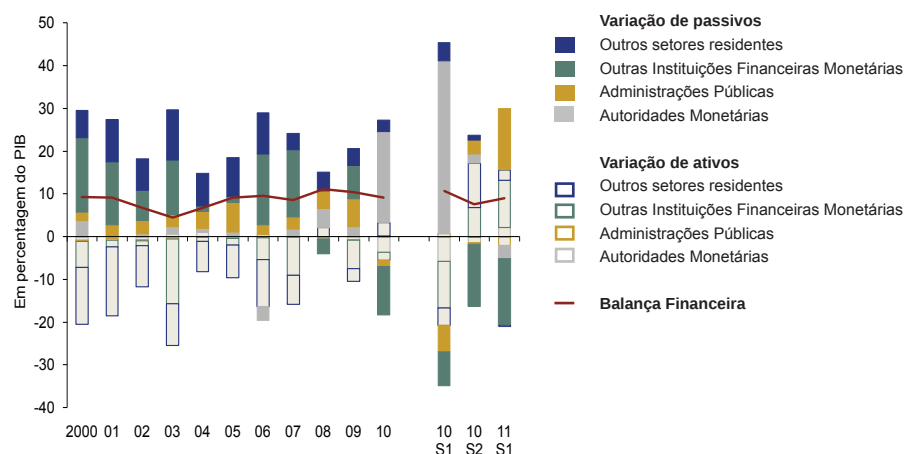
uma forte diminuição dos ativos do sistema bancário português face a não residentes, designadamente obrigações e outros títulos de dívida de médio e longo prazo e crédito e depósitos. A evolução observada nos fluxos de passivos e de ativos do sistema bancário residente face ao exterior é consentânea com a reação esperada num contexto de forte limitação no acesso aos mercados internacionais de dívida por grosso, ou seja, é expectável que os setores residentes procurem compensar a redução do financiamento obtido junto de não residentes com uma diminuição de ativos que detêm sobre o exterior³³. É também de destacar a ligeira redução da posição Target³⁴ das autoridades monetárias que refletiu a virtual estabilização do financiamento dos bancos junto do Eurosistema, em contraste com o forte aumento observado no primeiro semestre de 2010 (Gráfico 8.3.1). Esta evolução reflete o ajustamento do balanço dos bancos, por um lado, através da aludida redução dos ativos sobre o exterior e, por outro, da diminuição do rácio entre crédito e depósitos de clientes, não obstante a queda significativa de depósitos de não residentes.

Alteração do fluxo de financiamento das instituições financeiras não monetárias junto de não residentes, dominada por forte redução de ativos face ao exterior

No primeiro semestre de 2011, registou-se uma inversão do fluxo de financiamento das instituições financeiras não monetárias com o exterior, com uma entrada líquida de fundos de 2.4 por cento do PIB que contrasta com uma saída líquida de 3.8 por cento do PIB na primeira metade do ano anterior. Para esta inversão contribuiu o desinvestimento em títulos de dívida a longo prazo por sociedades de seguros e fundos de pensões e, em menor grau, por fundos de investimento. Esta entrada líquida de fundos foi em parte compensada pela amortização antecipada de unidades de titularização.

Gráfico 8.3.1

BALANÇA FINANCEIRA | SALDO E VARIAÇÃO DE ATIVOS E PASSIVOS POR SETOR INSTITUCIONAL



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: Um sinal (+) significa um aumento de passivos externos ou uma diminuição de ativos externos, isto é uma entrada de fundos. Um sinal (-) significa uma diminuição de passivos externos ou um aumento de ativos externos, isto é uma saída de fundos. Os valores no outro investimento das autoridades monetárias e das outras Instituições financeiras monetárias encontram-se ajustados de operações de fim de ano de natureza temporária e revertidas nos primeiros dias do ano seguinte, entre estes dois setores. A variação de ativos inclui os derivados financeiros líquidos de passivos.

33 Para mais detalhes relativos às condições de financiamento da economia portuguesa ver “secção 3.2 Condições monetárias e financeiras da economia portuguesa”, deste Boletim.

34 Sistema Europeu de Pagamentos em Tempo Real para o Euro, ou seja, sistema de pagamentos e recebimentos efetuados pelo Banco de Portugal com os bancos centrais pertencentes ao SEBC.

Virtual estabilização dos fluxos de fundos com o exterior através das sociedades não financeiras

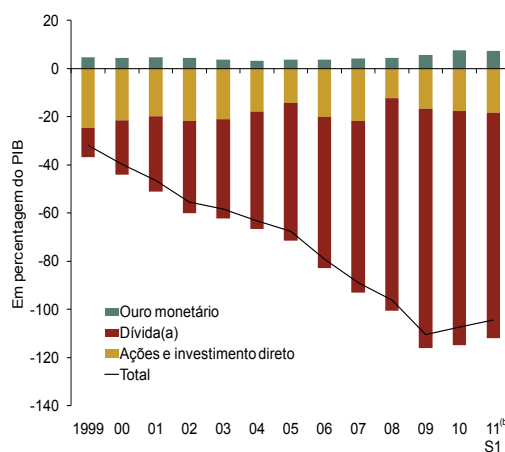
Na primeira metade de 2011, o financiamento externo das sociedades não financeiras esteve associado a entradas de investimento de carteira. Com efeito, registou-se um aumento dos passivos deste instrumento financeiro que resultou, em larga medida, da aquisição por parte de não residentes de papel comercial de uma grande empresa nacional do setor energético. Por outro lado, a redução observada nos ativos de investimento de carteira contribuiu igualmente para a entrada de fundos neste setor e esteve maioritariamente associada a um desinvestimento em títulos de participação no capital por parte de uma empresa pertencente a um dos principais grupos financeiros bancários. Em sentido contrário, *i.e.*, contribuindo para uma saída líquida de fundos do setor das sociedades não financeiras destaca-se o aumento dos ativos líquidos de investimento direto (IPE), que refletiu a aquisição de capital numa empresa não residente de dimensão relevante. Esta operação envolveu duas empresas do setor das telecomunicações.

Diminuição da posição devedora internacional da economia portuguesa na primeira metade de 2011 em resultado das fortes flutuações de valor dos instrumentos financeiros nos mercados financeiros internacionais, não obstante o ainda elevado défice da balança corrente e de capital

A posição devedora (líquida) da economia portuguesa face ao resto do mundo registou uma diminuição situando-se em 104.5 por cento do PIB no final do primeiro semestre de 2011 (Quadro 8.3.2, Gráfico 8.3.2)³⁵. Esta redução resultou de fortes variações de valor negativas dos passivos de investimento de carteira, com destaque para a redução do valor dos títulos de dívida pública portuguesa, sobretudo obrigações do Tesouro, refletindo os respetivos preços no mercado secundário. À semelhança do ano anterior, a melhoria da posição de investimento internacional da economia portuguesa coexistiu com a manutenção de um défice substancial da balança corrente e de capital.

Gráfico 8.3.2

POSIÇÃO DE INVESTIMENTO INTERNACIONAL



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (a) Inclui títulos, outro investimento, derivados financeiros, unidades de participação em fundos de investimento, unidades de titularização e outros. Este conceito de dívida difere do publicado no quadro A.3.2, Banco de Portugal, Boletim Estatístico, uma vez que são registados como dívida as unidades de participação em fundos de investimento, as unidades de titularização e os outros títulos de participação. Adicionalmente, o conceito de dívida aqui utilizado não incorpora a diferença entre ativos e passivos de investimento direto sob a forma de outros capitais relativo a disponibilidades e responsabilidades sobre afiliadas e sobre investidores diretos. Neste gráfico estes elementos são incluídos em "Ações e investimento direto". Deste modo, este diferente tratamento não altera o valor total da Posição de Investimento Internacional. **(b)** Em 2011, foi utilizado o PIB para o ano que termina no primeiro semestre de 2011.

35 Foi utilizado o PIB do ano terminado no primeiro semestre de 2011.

Quadro 8.3.2

	POSIÇÃO DE INVESTIMENTO INTERNACIONAL									
	Milhões de euros					Em percentagem do PIB				
	2009	2010	2011 1º semestre			2009	2010	2011 ^(c)		
	Posições em fim-de-período		Transações	Variações de Preço	Variações Cambiais	Ajustamentos	Outros	Posições em fim-de-período	Posições em fim-de-período	
Posição de Investimento Internacional	-186 315	-185 572	-7 715	13 487	-917	-220	-180 936	-110.5	-107.4	-104.5
Investimento Direto ^(a)	-32 097	-34 152	2 298	-949	-627	-25	-33 455	-19.0	-19.8	-19.3
Investimento de Carteira	-70 050	-50 865	-1 392	14 231	-484	-1	-38 511	-41.6	-29.4	-22.2
Derivados Financeiros	-444	-1 131	-728	357	0	0	-1 502	-0.3	-0.7	-0.9
Outro Investimento ^(b)	-94 822	-115 141	-7 539	0	326	-193	-122 548	-56.2	-66.6	-70.7
Ativos de Reserva	11 096	15 717	-355	-151	-132	0	15 079	6.6	9.1	8.7
Por setor institucional residente:										
Autoridades Monetárias	3 822	-22 945	719	-227	-165	-9	-22 627	2.3	-13.3	-13.1
Investimento de Carteira	13 589	18 438	-1 590	-66	-17	0	16 765	8.1	10.7	9.7
Derivados Financeiros	3	1	9	-10	0	0	0	0.0	0.0	0.0
Outro Investimento ^(b)	-20 867	-57 101	2 656	0	-17	-9	-54 471	-12.4	-33.0	-31.4
Ativos de Reserva	11 096	15 717	-355	-151	-132	0	15 079	6.6	9.1	8.7
Administrações Públicas	-100 931	-88 208	-10 606	14 560	-66	-1	-84 320	-59.9	-51.0	-48.7
Investimento Direto ^(a)	-173	-173	0	0	0	0	-173	-0.1	-0.1	-0.1
Investimento de Carteira	-96 403	-84 181	7 586	14 525	-35	-1	-62 107	-57.2	-48.7	-35.9
Derivados Financeiros	-47	112	-199	36	0	0	-52	0.0	0.1	0.0
Outro Investimento ^(b)	-4 308	-3 966	-17 993	0	-31	0	-21 989	-2.6	-2.3	-12.7
Outras Instituições Financeiras Monetárias	-77 893	-56 223	4 050	-224	434	415	-51 549	-46.2	-32.5	-29.8
Investimento Direto ^(a)	3 001	4 564	50	26	42	0	4 683	1.8	2.6	2.7
Investimento de Carteira	-1 328	6 186	-1 106	-448	-181	325	4 775	-0.8	3.6	2.8
Derivados Financeiros	-382	-1 146	-437	198	0	0	-1 386	-0.2	-0.7	-0.8
Outro Investimento ^(b)	-79 184	-65 827	5 544	0	572	90	-59 621	-47.0	-38.1	-34.4
Instituições Financeiras não Monetárias	6 053	3 800	-2 104	-285	-204	-325	881	3.6	2.2	0.5
Investimento Direto ^(a)	-11 435	-11 366	462	0	-10	0	-10 914	-6.8	-6.6	-6.3
Investimento de Carteira	18 271	14 765	-2 823	-374	-116	-325	11 127	10.8	8.5	6.4
Derivados Financeiros	-1	-103	-57	89	0	0	-71	0.0	-0.1	0.0
Outro Investimento ^(b)	-782	505	314	0	-79	0	740	-0.5	0.3	0.4
Sociedades não Financeiras	-35 855	-42 202	129	-260	-835	-299	-43 468	-21.3	-24.4	-25.1
Investimento Direto ^(a)	-23 508	-27 182	1 779	-976	-693	-25	-27 096	-13.9	-15.7	-15.6
Investimento de Carteira	-15 798	-18 712	-3 462	666	-43	0	-21 551	-9.4	-10.8	-12.4
Derivados Financeiros	3	4	-48	50	0	0	6	0.0	0.0	0.0
Outro Investimento ^(b)	3 448	3 687	1 860	0	-99	-274	5 174	2.0	2.1	3.0
Particulares	18 488	20 206	97	-76	-80	0	20 146	11.0	11.7	11.6
Investimento Direto ^(a)	18	5	7	0	33	0	45	0.0	0.0	0.0
Investimento de Carteira	11 620	12 640	3	-70	-93	0	12 480	6.9	7.3	7.2
Derivados Financeiros	-21	1	5	-6	0	0	0	0.0	0.0	0.0
Outro Investimento ^(b)	6 871	7 560	81	0	-20	0	7 621	4.1	4.4	4.4

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (a) Inclui estimativas trimestrais calculadas pelo Banco de Portugal com base na acumulação de fluxos mensais e nos últimos dados anuais obtidos através dos Inquéritos ao Investimento Direto. (b) Inclui, em algumas componentes, estimativas trimestrais calculadas pelo Banco de Portugal com base na acumulação de fluxos mensais. (c) Em 2011, foi utilizado o PIB para o ano que termina no primeiro semestre de 2011.

9. Conclusão

A economia portuguesa encontra-se no limiar do mais abrangente processo de reformas dos últimos 30 anos, tendo em vista corrigir os desequilíbrios macroeconómicos estruturais e criar condições para o retorno ao crescimento numa base sustentada. A melhoria do défice externo tem vindo a ocorrer ao longo de 2011 e deverá prolongar-se durante os próximos anos. A correção da procura interna que lhe está associada, com uma redução dos consumos privado e público, deverá ter lugar em simultâneo com o aumento das exportações. Esta reorientação da produção nacional deverá ocorrer no contexto do processo de desalavancagem do setor privado, que deverá permitir uma estrutura de financiamento mais estável, com taxas de poupança mais condizentes com o nível de rendimento permanente esperado para a economia portuguesa. Da mesma forma, a fragilidade das finanças públicas exige a prossecução de uma estratégia de consolidação orçamental sustentada, envolvendo a reavaliação do papel do Estado na economia. Neste âmbito, é particularmente importante aferir a eficácia e o retorno económico e social de cada um dos programas financiados pelo Orçamento do Estado, por forma a torná-los compatíveis com o desenvolvimento económico do país.

A implementação de reformas estruturais promotoras do crescimento é um fator essencial ao sucesso da dinâmica de ajustamento. Este processo deverá gerar um novo quadro institucional, em que os incentivos dados aos agentes nos diferentes mercados promovam a afetação eficiente dos escassos recursos económicos e financeiros disponíveis. A existência de importantes setores com um nível concorrencial muito baixo e a proteção face à concorrência internacional promoveu o crescimento ineficiente dos setores não-transacionáveis. Esta dinâmica tem-se traduzido num menor investimento em setores transacionáveis e num peso ainda relativamente reduzido das exportações.

A recente implementação de medidas de caráter estrutural é insuficiente. A necessidade imperiosa de implementação de reformas no sistema de justiça, em mercados como o de trabalho e em alguns setores chave da economia nacional (por exemplo, energia e comunicações) tem-se defrontado com a dificuldade de compreensão por parte dos agentes económicos e sociais que beneficiam das rendas resultantes das distorções ou da menor concorrência nos mercados em causa, o que acentuou a urgência da sua concretização. Estas reformas são fundamentais para fomentar a aposta nos fatores endógenos de desenvolvimento da economia. Neste quadro, destaca-se o aproveitamento da crescente qualificação dos recursos humanos, estancando os fluxos de emigração das novas gerações com níveis educativos bastante mais elevados, e, complementarmente, permitindo o investimento em setores de maior inovação e potencial de crescimento.

No contexto da crise da dívida soberana na área do euro e da perspetiva de uma nova desaceleração da atividade económica a nível global, a prossecução estrita do programa de assistência económica e financeira, nas suas várias vertentes, torna-se crucial para garantir a credibilidade externa da economia portuguesa e permitir o retorno a taxas de crescimento sustentadas no médio prazo.

PROJEÇÕES PARA A ECONOMIA PORTUGUESA: 2011-2012¹

As projeções para economia portuguesa apontam para uma contração da atividade económica em 2012 de magnitude superior à que se antecipa para o corrente ano (Quadro 1), num contexto em que a prossecução do ajustamento dos desequilíbrios macroeconómicos, designadamente orçamental, permanecerá como uma importante condicionante da evolução da procura interna. Adicionalmente, o enquadramento internacional da atual projeção considera um abrandamento da economia mundial a partir da segunda metade de 2011, o qual implicará uma desaceleração das exportações em 2012. O ajustamento da economia portuguesa é enquadrado pelo Programa de Assistência Económica e Financeira e afigura-se fundamental para assegurar um crescimento económico sustentável no médio e longo prazos e o retorno ao financiamento junto dos mercados financeiros internacionais. O Programa inclui, entre outras medidas, um conjunto de reformas estruturais destinadas a promover a competitividade da economia portuguesa, num quadro de redução do nível de endividamento do setor privado e de desalavancagem gradual e ordenada do setor bancário.

Estas projeções correspondem a uma atualização do *Boletim Económico do Verão*, refletindo informação entretanto conhecida, quer no que respeita à evolução recente da economia portuguesa e a medidas de natureza orçamental, quer no que respeita ao enquadramento internacional. Em comparação com as projeções divulgadas no *Boletim Económico do Verão*, esta projeção aponta para uma redução da atividade económica em 2011 próxima da antecipada, seguida de uma contração em 2012 superior à prevista. Estas revisões traduzem essencialmente a conjugação de um dinamismo inferior da economia mundial no horizonte de projeção, uma queda inferior do consumo público em 2011 e uma maior contração do consumo privado em 2012.

Quadro 1

PROJEÇÕES DO BANCO DE PORTUGAL: 2011-2012 TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL, EM PORCENTAGEM							
	Pesos 2010	BE Outono 2011			BE Verão 2011		
		2010	2011 ^(p)	2012 ^(p)	2010	2011 ^(p)	2012 ^(p)
Produto Interno Bruto	100.0	1.4	-1.9	-2.2	1.3	-2.0	-1.8
Consumo privado	66.7	2.3	-3.8	-3.6	2.3	-3.8	-2.9
Consumo público	21.4	1.3	-3.3	-4.1	1.2	-6.3	-4.4
Formação bruta de capital fixo	19.0	-4.9	-11.4	-10.8	-4.9	-10.8	-10.0
Procura interna	107.2	0.7	-5.2	-4.8	0.6	-5.6	-4.4
Exportações	30.9	8.8	6.7	4.8	8.8	7.7	6.6
Importações	38.1	5.1	-4.1	-2.8	5.1	-4.0	-1.2
Contributo para o crescimento do PIB (em p.p.)							
Exportações líquidas		0.6	3.8	2.7	0.6	4.0	2.8
Procura interna		0.8	-5.6	-5.0	0.7	-6.0	-4.6
da qual: Variação de existências		-0.1	-0.2	0.2	-0.1	0.0	0.0
Balança corrente e de capital (% PIB)		-8.9	-6.9	-3.1	-8.8	-6.4	-4.4
Balança de bens e serviços (% PIB)		-6.6	-4.2	-1.0	-6.5	-3.8	-0.6
Índice Harmonizado de Preços no Consumidor		1.4	3.5	2.4	1.4	3.4	2.2

Fonte: Banco de Portugal.

Notas: (p) – projetado. Para cada agregado apresenta-se a projeção correspondente ao valor mais provável condicional ao conjunto de hipóteses consideradas.

¹ A projeção para a evolução da economia portuguesa considera a informação disponível até meados de setembro de 2011.

Os riscos em torno da projeção são descendentes para a atividade económica e equilibrados para a inflação. Esta avaliação de riscos traduz fatores associados tanto à evolução do enquadramento internacional, como ao processo de consolidação orçamental, nomeadamente no que respeita à especificação de medidas adicionais necessárias ao cumprimento integral dos objetivos orçamentais assumidos pelas autoridades. Recorde-se que estas projeções seguem a regra habitualmente utilizada nos exercícios de projeção do Eurosistema, considerando-se apenas as medidas de política orçamental já aprovadas ou com elevada probabilidade de aprovação, e especificadas com detalhe suficiente. Na ausência de informação detalhada para as rubricas da despesa pública que sejam essencialmente determinadas por decisões discricionárias, mas não necessariamente definidas por via legislativa, procura-se identificar a sua evolução mais provável. A incerteza em torno da projeção é elevada, traduzindo o atual contexto internacional marcado pela crise da dívida soberana na área do euro.

Desaceleração acentuada da procura externa e manutenção de condições de financiamento restritivas

A atual projeção assenta num conjunto de hipóteses sobre a evolução futura das variáveis de enquadramento da economia portuguesa (Quadro 2).

No que diz respeito às perspetivas de evolução da atividade económica e do comércio internacional, as atuais hipóteses têm subjacente informação recentemente publicada pelo Banco Central Europeu no Boletim Mensal de Setembro de 2011 e pelo Fundo Monetário Internacional no *World Economic Outlook* de setembro de 2011. Estas hipóteses apontam para que o abrandamento da economia mundial iniciado em 2011 continue em 2012, com a consequente redução da dinâmica da procura externa, a qual no entanto deverá manter um crescimento significativo.

As hipóteses técnicas para as taxas de câmbio, que admitem a manutenção destas nos níveis observados em meados de setembro até final do horizonte de projeção, implicam para o ano de 2012 uma ligeira depreciação do euro, tanto em relação ao dólar como em termos efetivos. Por seu turno, a informação disponível nos mercados de futuros aponta para que o preço médio anual do petróleo desça de cerca de 112 dólares por barril em 2011 para cerca de 108 dólares em 2012, refletindo a perspetiva de abrandamento da economia mundial.

No que diz respeito às condições de financiamento, a evolução assumida para a taxa de juro de curto prazo tem por base as expectativas de evolução da taxa EURIBOR a 3 meses implícita nos contratos de

Quadro 2

HIPÓTESES DO EXERCÍCIO DE PROJEÇÃO		BE Outono 2011			BE Verão 2011		
		2010	2011	2012	2010	2011	2012
Procura externa	tva	9.1	5.4	4.8	8.9	6.3	6.6
Taxa de juro							
Curto prazo (EURIBOR a 3 meses)	%	0.8	1.4	1.2	0.8	1.5	2.1
Longo prazo ^(a)	%	5.4	4.9	3.3	5.4	5.6	5.6
Taxa de câmbio do euro							
Efetiva do euro	tva	-6.3	0.0	-0.7	-6.3	0.9	0.4
Euro-dólar	vma	1.33	1.40	1.39	1.33	1.42	1.43
Preço do petróleo							
em dólares	vma	79.6	111.7	108.6	79.6	110.7	109.5
em euros	vma	60.1	79.5	78.0	60.1	78.1	76.5

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

Notas: tva - taxa de variação anual, % - em percentagem, vma - valor médio anual. Um aumento da taxa de câmbio corresponde a uma apreciação. **(a)** A hipótese para a taxa de juro de longo prazo corresponde em 2010 e no primeiro trimestre de 2011 a taxas de juro de mercado. No horizonte de projeção, estas hipóteses refletem uma estimativa para a taxa de juro da dívida pública do Programa de Assistência Económica e Financeira.

futuros, a qual sugere uma estabilização em valores ligeiramente acima de 1 por cento ao longo de 2012. Num contexto de fortes restrições no acesso dos bancos aos mercados internacionais de dívida por grosso e do processo de desalavancagem gradual e ordenada do setor bancário nacional, iniciado em meados de 2010 e que perdurará para além do final do horizonte de projeção, admite-se que os diferenciais das taxas de juro dos empréstimos bancários face à taxa de referência de mercado monetário deverão estabilizar ao longo do horizonte de projeção, em níveis claramente superiores aos observados antes da eclosão em meados de 2007 da crise financeira internacional.

As hipóteses consideradas para as taxas de juro de longo prazo da dívida soberana consideram, a partir do segundo trimestre de 2011, uma estimativa da taxa média do custo do financiamento externo concedido pela União Europeia, pelos países da área do euro e pelo Fundo Monetário Internacional no contexto do Programa. Esta é atualmente a taxa de juro mais relevante do ponto de vista das finanças públicas portuguesas². A referida estimativa incorpora quer a atualização dos custos de financiamento internacionais das instituições financiadoras, quer a revisão das condições de financiamento relativas à componente europeia do financiamento decorrente das decisões da Cimeira Extraordinária dos Chefes de Estado ou de Governo da área do euro e das instituições da União Europeia de 21 de julho.

As atuais hipóteses representam uma revisão em baixa da procura externa e das taxas de juro face às consideradas no *Boletim Económico do Verão* de 2011. Adicionalmente, estas hipóteses incluem uma redução do preço do petróleo em 2012 para níveis inferiores aos considerados no anterior Boletim Económico, assim como uma ligeira depreciação do euro em 2012, ao contrário do anteriormente antecipado.

Conforme referido, as projeções de finanças públicas seguem a regra habitualmente utilizada nos exercícios de projeção do Eurosistema. Neste exercício foram tidas em conta as medidas incluídas no Programa, assim como as medidas adicionais detalhadas posteriormente, nomeadamente ao nível da tributação. Como reflexo das medidas incluídas do lado da despesa, o volume do consumo e do investimento públicos deverão apresentar reduções significativas em 2012. Adicionalmente, a projeção para a inflação inclui as medidas relativas ao aumento da tributação indireta sobre a eletricidade e o gás natural.

Queda projetada do PIB de 1.9 por cento em 2011

As atuais projeções apontam para uma contração da economia portuguesa de 1.9 por cento em 2011, refletindo a forte redução da procura interna e o aumento das exportações. No caso do consumo privado, a atual projeção considera uma evolução particularmente negativa no quarto trimestre que reflete, *inter alia*, o impacto esperado da tributação extraordinária sobre o rendimento. No que respeita às exportações, as atuais projeções incorporam um abrandamento significativo ao longo do segundo semestre de 2011, em linha com as perspetivas de evolução da procura mundial.

As projeções agora apresentadas correspondem a uma virtual manutenção da projeção publicada no *Boletim Económico do Verão* para o crescimento em 2011. Em termos de composição da procura, a atualização da projeção traduz-se num dinamismo das exportações inferior ao anteriormente perspetivado, em particular na segunda metade do ano e numa queda inferior à antecipada do consumo público. A substancial revisão em alta do consumo público resulta de desvios na execução orçamental, com particular ênfase nas despesas com pessoal e no consumo intermédio. No que respeita ao saldo da balança corrente e de capital, a atual projeção aponta para um défice ligeiramente superior ao do anterior Boletim Económico.

² Para uma descrição detalhada das fontes e custos de financiamento associados ao Programa ver <http://www.bportugal.pt/pt-PT/OBancoeoEurosistema/ProgramaApoioEconomicoFinanceiro/Paginas/default.aspx>.

Contração da atividade económica em 2012 superior à projetada para 2011

A atual projeção aponta para uma contração da atividade económica de 2.2 por cento em 2012, após uma redução de 1.9 por cento em 2011 (Gráfico 1). Esta evolução deverá ser marcada por uma forte contração da procura interna, semelhante à projetada para 2011, assim como pelo abrandamento das exportações. A contração da procura interna em 2012 será generalizada a todas as componentes e de magnitude semelhante à registada em 2011, traduzindo, em particular, o impacto das medidas de ajustamento macroeconómico. Adicionalmente, as perspetivas negativas de rendimento e procura, a par da manutenção de condições de financiamento restritivas, contribuirão para a contração significativa das despesas de consumo e investimento privados.

Como tem sido referido, a adoção inadiável das medidas de ajustamento macroeconómico não deixará de determinar efeitos recessivos no curto prazo. Contudo, estas medidas afiguram-se indispensáveis à reposição de um conjunto de equilíbrios macroeconómicos, a qual é fundamental para assegurar um crescimento sustentado da economia portuguesa no médio e longo prazos e para a obtenção de financiamento nos mercados financeiros internacionais. Simultaneamente, o processo de redução do endividamento do setor privado, no contexto de uma desalavancagem gradual e ordenada do sistema bancário, tornará o ajustamento mais exigente, limitando a possibilidade de alisamento da despesa por parte das famílias e das empresas.

No que se refere ao consumo privado, projeta-se uma queda de 3.6 por cento em 2012, após uma contração de 3.8 por cento em 2011 (Gráfico 2). A contração do consumo privado traduz o impacto imediato sobre as perspetivas de evolução do rendimento permanente das famílias de medidas de consolidação orçamental, bem como a incerteza face à natureza de medidas adicionais que venham a revelar-se necessárias. Acresce também que a manutenção de condições adversas no mercado de trabalho deverá implicar uma forte moderação salarial ao longo do horizonte, a qual, a par da evolução da produtividade, constitui um elemento importante do processo de ajustamento dos desequilíbrios externos. A contração do consumo privado em 2011 estará a traduzir, *inter alia*, uma quebra substancial do rendimento disponível real das famílias, num contexto de condições de financiamento mais restritivas que se deverão manter em 2012. As medidas de consolidação orçamental a adotar em 2012 implicarão uma redução adicional do rendimento disponível real, a qual não deixará de se refletir significativamente na evolução do consumo privado.

Gráfico 1

DECOMPOSIÇÃO DO CRESCIMENTO DO PIB |
CONTRIBUTO PARA A TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL

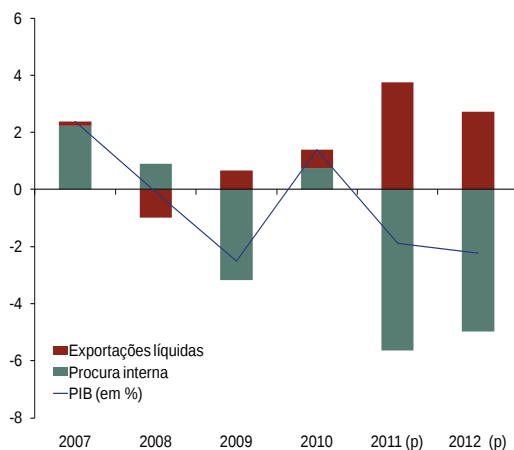
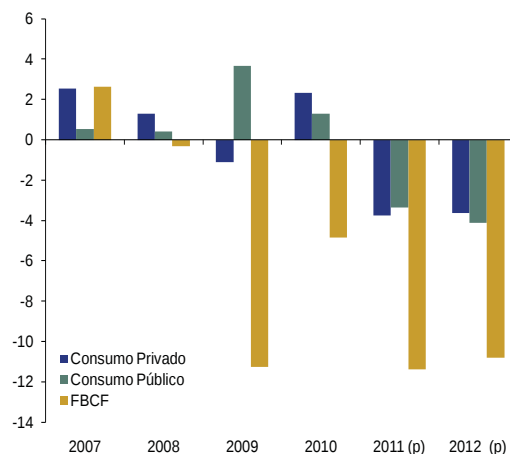


Gráfico 2

EVOLUÇÃO DA PROCURA INTERNA | TAXA DE
VARIAÇÃO ANUAL



Fontes: INE e Banco de Portugal.

A formação bruta de capital fixo (FBCF) deverá apresentar uma contração de 10.8 por cento em 2012, uma queda semelhante à que se antecipa para o ano corrente. Esta evolução traduz o impacto das perspetivas de evolução da procura e do rendimento sobre as decisões de investimento das empresas e das famílias. Adicionalmente, a prevalência de condições de financiamento restritivas no contexto do processo de desalavancagem deverá também contribuir para esta evolução. Adicionalmente, o processo de consolidação orçamental implicará uma redução muito significativa do investimento público em 2012, após a queda projetada para o corrente ano.

A variação de existências deverá apresentar um contributo positivo de cerca de 0.2 p.p. para o crescimento do PIB em 2012, após um contributo de -0.2 p.p. em 2011, considerando-se uma virtual estabilização do volume de existências, após a significativa desaccumulação registada nos anos mais recentes.

As exportações são a única componente da procura para a qual se projeta uma variação positiva em 2012, com um abrandamento para 4.8 por cento (6.7 por cento em 2011), em linha com o crescimento da procura externa. Relativamente às importações, perspectiva-se uma contração de 2.8 por cento em 2012, depois de uma queda de 4.1 por cento em 2011. A evolução da procura interna e a alteração da sua composição no sentido de bens com menor conteúdo importado contribuem para a contração das importações. Neste contexto, o grau de penetração das importações deverá voltar a registar uma queda em 2012, a exemplo do que aconteceu em anteriores episódios recessivos.

Refira-se que a atual projeção não considera impactos sobre a competitividade do conjunto abrangente de reformas de caráter estrutural cuja implementação se deverá intensificar no decurso de 2012 e cujo efeito se deverá fazer sentir com especial incidência para além do horizonte de projeção.

Em comparação com o *Boletim Económico do Verão* de 2011, o crescimento do PIB para o ano de 2012 é revisto em baixa em 0.4 p.p. Esta revisão resulta essencialmente de um menor crescimento da economia mundial e da procura externa a partir do segundo trimestre do corrente ano, assim como do impacto contracionista sobre o consumo privado da incorporação de medidas de política orçamental.

As necessidades de financiamento da economia, medidas pelo saldo conjunto das balanças corrente e de capital, deverão continuar a registar uma redução significativa em 2012 (Gráfico 3). Esta evolução traduz uma expressiva diminuição do défice da balança de bens e serviços, que deverá beneficiar do crescimento da procura externa e da contração da procura interna, num contexto de ligeira melhoria dos termos de troca. De facto, a atual projeção aponta para um crescimento de 2 por cento do deflator das exportações em 2012 e de 1.3 por cento do deflator das importações, em linha com o crescimento dos preços dos principais parceiros comerciais e num quadro de ligeira queda dos preços das matérias-primas. Por seu turno, o défice da balança de rendimentos deverá reduzir-se ligeiramente em 2012, na medida em que a deterioração da posição de investimento internacional deverá ser compensada pela redução dos custos de financiamento implícitos na taxa de juro do Programa.

No que diz respeito ao mercado de trabalho, a contração significativa da atividade económica deverá implicar uma redução do emprego de cerca de 1 por cento em 2011 e 2012, que se traduzirá num novo aumento da taxa de desemprego. Esta evolução do emprego será comum aos setores privado e público, sendo no entanto mais pronunciada neste último, em linha com a redução do número de efetivos das Administrações Públicas admitida.

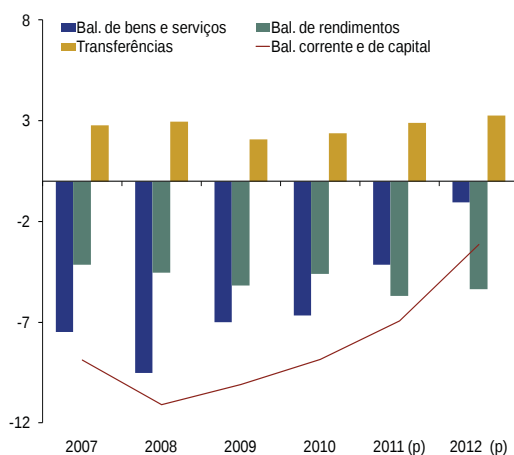
Redução projetada da inflação num contexto de dissipação de fatores de natureza temporária

A atual projeção aponta para uma descida da inflação, medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), de 3.5 por cento em 2011 para 2.4 por cento em 2012 (Gráfico 4). Esta projeção traduz uma desaceleração tanto da componente não energética como da energética.

A componente não energética deverá registar um abrandamento de 2.2 por cento em 2011 para 1.9 por cento em 2012. Esta evolução traduz, por um lado, a dissipação de efeitos de base decorrentes do

Gráfico 3

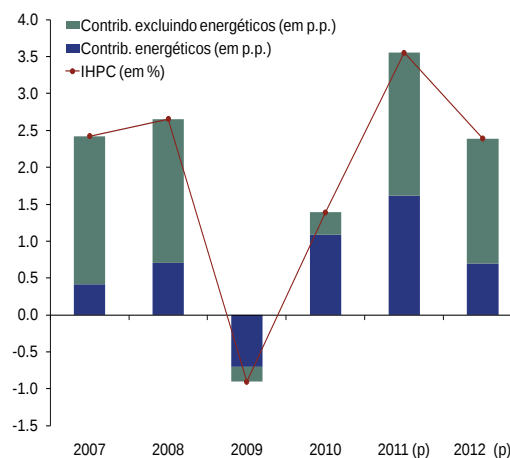
EVOLUÇÃO DAS NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO | EM PORCENTAGEM DO PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 4

INFLAÇÃO | CONTRIBUTO PARA A TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL DO IHPC



aumento da taxa normal do IVA no início de 2011 e, por outro, o abrandamento dos preços de importação de bens não-energéticos, sendo que o crescimento dos custos salariais deverá ser bastante moderado.

Por seu lado, a componente energética deverá crescer 5.2 por cento em 2012 (13 por cento em 2011), refletindo essencialmente o aumento da tributação indireta sobre a eletricidade e o gás natural desde outubro do corrente ano, o que também terá impacto sobre a inflação em 2012. Registe-se, no entanto, o importante contributo da componente energética para a descida da inflação, o qual traduz em larga medida a redução do preço do petróleo após o significativo crescimento considerado para 2011.

Em relação ao *Boletim Económico do Verão*, a atual projeção comporta ligeiras revisões em alta do crescimento do IHPC em 2011 e 2012. Estas revisões traduzem tanto o impacto sobre a inflação do aumento da tributação indireta aplicável à eletricidade e ao gás, como o impacto sobre a inflação em 2012 do crescimento superior ao antecipado dos preços de importação de bens não-energéticos em 2011.

Riscos em baixa para a atividade económica, em particular em 2012, e equilibrados para a inflação

A atual projeção comporta riscos descendentes para a atividade económica e equilibrados para a inflação, estando marcada por um elevado grau de incerteza. Esta avaliação é condicionada pelo processo de resolução institucional da atual crise da dívida soberana na área do euro.

A deterioração das perspetivas para o crescimento da atividade económica mundial, no contexto de um agravamento das tensões económicas e financeiras à escala global, poderá implicar um abrandamento mais marcado do que o considerado na atual projeção e, consequentemente, da procura externa dirigida às empresas portuguesas, das exportações e da atividade económica. Adicionalmente, a necessidade de especificação de medidas de política orçamental de natureza permanente, necessárias ao cumprimento dos objetivos orçamentais de forma sustentável, poderá implicar um menor crescimento da atividade no curto prazo, seja pelo impacto direto decorrente da materialização de quedas mais acentuadas do volume de despesa final das Administrações Públicas, seja pelo seu impacto sobre o rendimento disponível real das famílias e, por essa via, sobre a despesa privada.

No que diz respeito aos preços no consumidor, os riscos para 2012 são equilibrados. O impacto sobre os preços no consumidor de diversas medidas orçamentais, tais como as relativas à alteração das tabelas do IVA e ao aumento de diversos preços de bens e serviços sujeitos a regulação administrativa, assim

como a necessidade de especificação de medidas adicionais nesta área, poderão determinar um aumento dos preços superior ao considerado. Em sentido contrário, o abrandamento da economia mundial e os consequentes impactos descendentes sobre a procura e os preços internacionais de matérias-primas e manufaturas poderão determinar um menor crescimento dos preços de importação e, por essa via, um menor crescimento dos preços no consumidor.



POLÍTICA DE ESTABILIZAÇÃO E CICLOS DE EXPANSÃO-QUEDA
REGRAS MONETÁRIAS E MACRO-PRUDENCIAIS

O IMPACTO DO SALÁRIO MÍNIMO SOBRE OS TRABALHADORES
COM SALÁRIOS MAIS BAIXOS

UMA ANÁLISE DA EVOLUÇÃO DO DESEMPENHO DOS
ESTUDANTES PORTUGUESES NO *PROGRAMME FOR
INTERNATIONAL STUDENT ASSESSMENT (PISA)* DA OCDE

AS CONTAS NACIONAIS TRIMESTRAIS EM TEMPO REAL:
UMA ANÁLISE DAS REVISÕES NA ÚLTIMA DÉCADA

POLÍTICA DE ESTABILIZAÇÃO E CICLOS DE EXPANSÃO-QUEDA*

REGRAS MONETÁRIAS E MACRO-PRUDENCIAIS

Caterina Mendicino** | Maria Teresa Punzi***

RESUMO

As recentes crises financeiras criaram um desafio à condução de políticas que visam garantir a estabilidade financeira e monetária. O debate internacional em termos de regulação tem enfatizado sobretudo os potenciais benefícios de reduzir a natureza pró-cíclica da intermediação financeira por forma a evitar flutuações excessivas na oferta de crédito. Neste artigo estudam-se os benefícios em termos de estabilização da adoção de regras macro-prudenciais e de política monetária que reagem a um indicador de desequilíbrios financeiros. Em particular, este artigo procura contribuir para a análise dos benefícios de uma diminuição da amplitude dos ciclos de crédito através do uso de instrumentos de política alternativos, como a taxa de juro e o rácio *Loan-To-Value* (*LTV*), isto é, o rácio entre o montante do empréstimo e o valor da respetiva garantia, para a estabilização macroeconómica e financeira.

Lambertini, Mendicino e Punzi (2010) mostram que as expectativas relativas à evolução macroeconómica futura podem gerar ciclos no mercado imobiliário e de crédito¹. Os ciclos do mercado de habitação gerados por expectativas quanto aos desenvolvimentos futuros na procura e oferta de habitações são caracterizados por dinâmicas de expansão a que se seguem períodos de queda tanto nos preços como no investimento em habitação. Contudo, apenas as expectativas de uma redução futura na oferta de habitações conseguem gerar ciclos expansão-queda em todas as quantidades agregadas como o PIB, o consumo e o investimento, tal como se observa nos dados².

Neste artigo retiram-se algumas implicações de política com base num modelo que permite ciclos expansão-queda a nível macroeconómico geradas pelas expectativas na oferta de habitação. Em particular, avalia-se o desempenho de políticas macro-prudenciais e monetária em termos da estabilização macroeconómica. Para esse efeito, assume-se que, para além da estabilização da inflação e do produto, as autoridades visam igualmente a suavização dos ciclos de crédito. As conclusões destacam o papel dos rácios *LTV* que reagem em contraciclo a indicadores de desequilíbrio financeiro. As regras baseadas no rácio *LTV* que respondem ativamente ao crescimento do crédito reduzem a volatilidade do rácio entre o

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

** Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.

*** University of Nottingham.

1 Uma corrente recente da literatura de ciclos económicos investiga a importância dos ciclos gerados pelas expectativas na criação de flutuações económicas. Ver, por exemplo, Beaudry e Portier (2004, 2006, 2007), Jaimovich e Rebelo (2009), e Schmitt-Grohe e Uribe (2008). Em particular, Christiano, Ilut, Motto, e Rostagno (2008) mostram que os ciclos macroeconómicos de expansão-queda juntamente com um comportamento semelhante dos preços dos ativos podem ser gerados por expectativas quanto aos desenvolvimentos futuros da produtividade.

2 Para uma descrição dos factos estilizados durante períodos de expansão nos preços da habitação ver Lambertini, Mendicino e Punzi (2010), Kannan, Rabanal e Scott (2009), Ahearne, A.G., J. Ammer, B.M. Doyle, L.S. Krole e R.F. Martin, (2005) e Borio e Lowe (2002).

crédito e o PIB e outras variáveis macroeconómicas. Na presença de uma política ativa baseada no rácio LTV não se observam quaisquer ganhos de uma resposta das taxas de juro aos agregados de crédito. Neste contexto, a persecução de objetivos de estabilidade financeira com instrumentos de política que não as taxas de juro permite um melhor resultado em termos de estabilização macroeconómica e financeira.

O objetivo deste artigo é o de analisar o papel da política monetária e macro-prudencial para contrariar os ciclos de expansão-queda. Este artigo baseia-se em estudos recentes realizados por Lambertini, Mendicino e Punzi (2011) que avaliam a política monetária e macro-prudencial em termos de estabilização macroeconómica e bem-estar. Diferentemente de Lambertini, Mendicino e Punzi (2011) documenta-se a importância de uma política ativa de rácio LTV a partir de uma análise simplificada baseada numa função de perda. O resto do artigo está organizado da seguinte forma. A secção 1 apresenta o modelo. A secção 2 ilustra os ciclos de expansão-queda gerados pelas expectativas de evolução do mercado de habitação. A secção 3 explora a eficácia da política de estabilização na presença de ciclos de expansão-queda.

1. Modelo

Nesta secção descreve-se resumidamente a economia representada pelo modelo teórico descrito em Iacoviello e Neri (2010). A economia é constituída por dois tipos de famílias: os Aforradores e os Devedores. Ambos os tipos de famílias consomem, c_t , acumulam habitação, h_t , e trabalham na produção de bens de consumo, $n_{c,t}$ e de habitação, $n_{h,t}$, mas diferem na sua taxa de desconto. Os Devedores (denotados por $'$) apresentam uma taxa de desconto subjetiva relativamente menor, o que, em equilíbrio, gera um incentivo para antecipar consumo futuro através do recurso a empréstimos. Assim, a heterogeneidade ex-ante induz fluxos de crédito entre os dois tipos de agentes. Esta característica de modelação foi introduzida em modelos macroeconómicos por Kiyotaki e Moore (1997).

Os Devedores maximizam a função de utilidade:

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

sujeita à restrição orçamental:

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

Com exceção da taxa de juro nominal bruta, R , todas as variáveis são expressas em termos reais; π_t é inflação bruta (P_t/P_{t-1}) , $W'_{c,t}$ e $W'_{h,t}$ são os salários pagos nos dois setores de produção, e q_t é o preço da habitação em termos reais. As habitações depreciam a uma taxa δ_h . O parâmetro j_t é um choque AR(1) que representa uma alteração na preferência por habitação relativamente ao consumo e lazer. O grau de persistência de hábitos no consumo é medido por ε' . Os Devedores podem ainda colateralizar o valor das suas casas:

$$b'_t \leq m E_t \frac{q_{t+1} \pi_{t+1} h'_t}{R_t}.$$

Os limites ao endividamento são introduzidos através do pressuposto de que as famílias não podem endividar-se mais do que uma fração m do valor do stock de habitação no próximo período.

Os Aforradores enfrentam um problema semelhante. Contudo, também investem em capital e recebem

dividendos das empresas. Tal como em Smets e Wouters (2007), assume-se que as famílias fornecem trabalho a sindicatos que diferenciam serviços de mão de obra e os vendem a agregadores de mão de obra por atacado num mercado monopolista. Os salários podem ser ajustados de acordo com um esquema à la Calvo, com uma determinada probabilidade em cada período. Os agregadores de mão de obra por atacado transformam os serviços em agregados homogêneos de trabalho, $n_{c,t}, n'_{c,t}, n_{h,t}, n'_{h,t}$, para serem vendidos às empresas de produção final num mercado competitivo.

As empresas de produção de bens finais produzem bens não duradouros (Y) e habitações novas (IH) utilizando uma tecnologia descrita por funções de produção Cobb-Douglas que usa capital, k , e trabalho fornecido pelos Aforradores, n , e pelos Devedores, n' como fatores de produção

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

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

A função de produção para o setor imobiliário também inclui terrenos, l e um *input* intermédio, k_b , para produzir habitações novas. $A_{h,t}$ mede a produtividade no setor de habitação e assume-se que segue um processo AR(1). As empresas pagam os salários às famílias e pagam o capital que é alugado aos Aforradores. Os retalhistas, que são propriedade dos Aforradores, diferenciam os bens finais e atuam num mercado de concorrência monopolística. Os preços podem ser ajustados com a probabilidade $1 - \theta_\pi$ em cada período, seguindo um esquema à la Calvo. Em contraste, assume-se que os preços de habitação são flexíveis.

Assume-se ainda que o banco central segue uma regra do tipo Taylor, como em Iacoviello e Neri (2010)

$$R_t = R_{t-1}^\pi \pi_t^{(1-\pi)r_\pi} \left(\frac{GDP_t}{GDP_{t-1}} \right)^{(1-r_R)r_Y} r^{(1-r_R)},$$

onde r é a taxa de juro real do estado estacionário e o PIB é definido como a soma do consumo e do investimento a preços do estado estacionário.

2. Introdução do Ciclo de Expansão-Queda no Modelo

As flutuações no mercado de habitação são geradas sobretudo por choques na procura e oferta de habitações. De acordo com Iacoviello e Neri (2010), os choques de procura e de oferta de habitações, explicam, com igual importância, cerca de metade da volatilidade do investimento em habitação e do preço das habitações. Contudo, os choques no mercado de habitação conduzem a um aumento dos preços das habitações, mas não conseguem por si só gerar dinâmicas em forma de bossa ou o comovimento no consumo, investimento e PIB que é habitualmente observado durante períodos de expansão nos preços de habitação.

Lambertini, Mendicino e Punzi (2010) mostram que as expectativas de desenvolvimentos macroeconómicos futuros podem gerar ciclos de expansão-queda nos mercados de habitação e de crédito. Assim, importa analisar a dinâmica do modelo em resposta às expectativas de alterações futuras na procura e oferta de habitação³. O gráfico 1 mostra a resposta do modelo a expectativas de uma produtividade mais baixa

³ Os choques de procura e oferta de habitações seguem um processo AR(1) $z_t = \rho_z z_{t-1} + u_{z,t}$, em que $z = \{j_t, A_{h,t}\}$. A persistência e desvio padrão dos choques é fixada como em Iacoviello e Neri (2009), de forma que, j_t e $A_{h,t}$ são iguais 0.0416 e 0.0193, respetivamente.

no setor de habitação. Em particular, os agentes esperam que no período $T=4$, um choque negativo de produtividade atinja a economia. Os resultados ilustrados no gráfico referem-se ao caso em que estas expectativas se revelam erradas, não se verificando alterações na produtividade no período $T=4$ ⁴.

As expectativas de um declínio futuro na produtividade no setor da habitação geram expectativas de aumento dos preços das habitações. Como resultado, os Devedores aumentam a sua procura de habitações com fins especulativos. O nível de endividamento das famílias aumenta, reforçando o aumento das despesas tanto em habitação como em bens de consumo. Devido ao aumento da procura por habitação, os preços e o investimento em habitação aumentam também. Adicionalmente, os agentes aumentam a oferta de trabalho de forma a suavizar o efeito negativo do choque sobre o rendimento salarial futuro. Quando as notícias sobre uma alteração futura da produtividade se propagam, as empresas que produzem para o setor da habitação começam a ajustar o *stock* de capital, reduzindo-o. Esta redução ocorre antes da alteração esperada da produtividade porque as empresas procuram reduzir o custo futuro desse ajustamento, dado que alterações do *stock* de capital têm um custo associado. Assim, o *stock* de capital usado na produção no setor de habitação diminui ao longo do tempo. Em contraste, as empresas do setor de bens de consumo começam a aumentar o seu *stock* de capital. Assim, apesar do capital usado no setor de habitação ter diminuído, o investimento empresarial aumenta ligeiramente. Como resultado, o PIB aumenta. Como se mostra no gráfico 1, uma redução da produtividade antecipada 4 períodos antes gera uma expansão nos preços de habitação, no investimento em habitação, no consumo, no PIB, nas horas trabalhadas e no endividamento. O pico da resposta de todas as variáveis agregadas corresponde ao momento em que as expectativas se realizam. Caso estas não se materializem, ocorre uma queda dramática tanto nas quantidades como nos preços. Deste modo, as expectativas de um choque negativo na oferta de habitação que não se materializam geram um ciclo de expansão-queda no mercado de habitação.

As expectativas de aumentos futuros na procura de habitação geram dinâmicas de expansão nos preços das habitações e no investimento em habitação mas não levam em conta o comovimento entre o investimento residencial e não-residencial. Na verdade, antecipando uma mudança nas preferências de consumo relativas à habitação, o *stock* de capital reduz-se no setor dos bens de consumo. Como resultado, o investimento empresarial cai. Ver Lambertini, Mendicino e Punzi (2010) para uma discussão mais aprofundada sobre as fontes das expansões e quedas do mercado de habitação.

3. Estabilização Macroeconómica e Financeira

No exemplo que se segue, assume-se que as flutuações no modelo são geradas por choques na procura e oferta de habitação. Para permitir expansões e quedas nos preços das habitações e no crédito foram também introduzidas expectativas relacionadas com a oferta de habitações. Os parâmetros do modelo são fixados de acordo com valores médios estimados apresentados por Iacoviello e Neri (2010) para a economia dos EUA.

Os objetivos de estabilidade macroeconómica e financeira são resumidos pela seguinte função de perda

$$L = k_b \sigma_{\Delta_b}^2 + k_\pi \sigma_{\Delta_\pi}^2 + k_y \sigma_{\Delta_y}^2,$$

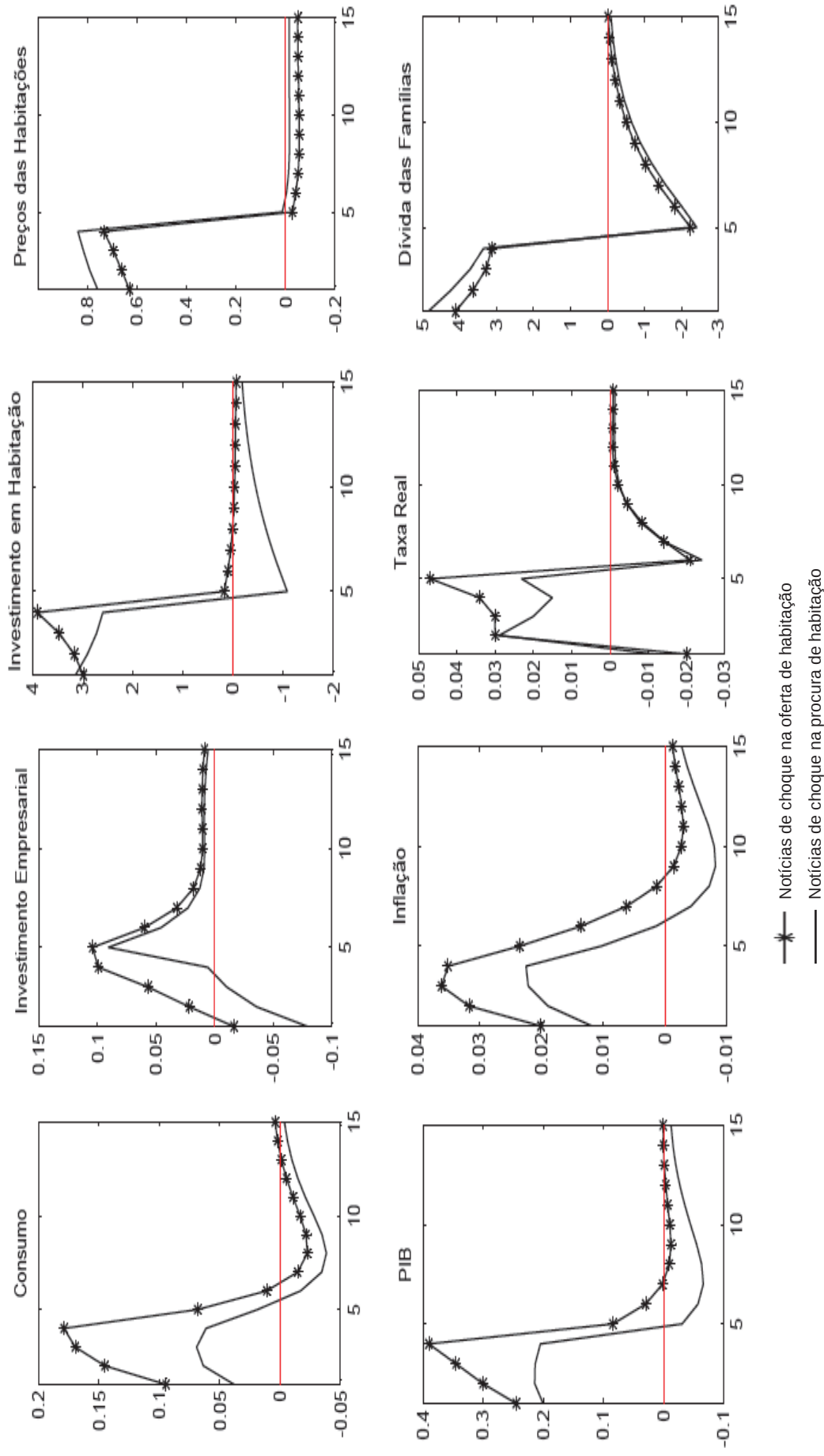
Onde σ^2 é a variância do crescimento do crédito, inflação e crescimento do PIB.

Em primeiro lugar, investiga-se a eficácia da política macro-prudencial para fornecer uma provisão estável de crédito ao longo do ciclo. Em particular, explora-se o papel do rácio *LTV* que reage em contraciclo ao indicador de desequilíbrios financeiros. Assim,

⁴ As expectativas de desenvolvimentos macroeconómicos futuros são introduzidas como em Christiano *et al.* (2008), assumindo-se que o termo do erro do choque AR(1) consiste numa componente não antecipada, $\varepsilon_{z,t}$, e numa alteração antecipada n trimestres antes, $\varepsilon_{z,t-n}$. De forma que $u_{z,t} = \varepsilon_{z,t-n}$ em que $\varepsilon_{z,t}$ é *i.i.d* e $z = \{h, j\}$. Neste contexto, no período t os agentes recebem um sinal acerca das condições macroeconómicas futuras no período $t+n$: Se o movimento esperado não ocorre, então $\varepsilon_{z,t} = -\varepsilon_{z,t-n}$ e $u_{z,t} = 0$.

Gráfico 1

POLÍTICA DE ESTABILIZAÇÃO ÓTIMA | FUNÇÕES DE PERDA



$$m_t = \nu_m m_{t-1} + (1 - \nu_m)m + (1 - \nu_m)\nu_x (b_t - b_{t-1}),$$

em que m é o valor do rácio LTV no estado estacionário, ν_m é um parâmetro autorregressivo igual a 0.5, e ν_x é a resposta ao crescimento do crédito. Os parâmetros da regra LTV foram escolhidos de forma a minimizar a volatilidade dos agregados de crédito ($k_b = 0, k_y = k_\pi = 0$) assumindo que a autoridade monetária segue a regra de tipo Taylor descrita acima. O quadro 1 compara as regras alternativas.

Responder ao crescimento do crédito usando o LTV conduz a uma suavização dos ciclos de crédito. De facto, uma resposta contracíclica forte ao crescimento do crédito contraria diretamente a expansão do crédito gerada pelas expectativas de aumento dos preços de habitação e a subsequente queda. Assim, comparado com uma situação em que o LTV permanece constante, esta regra contribui para uma maior estabilização dos agregados de crédito sem aumentar a volatilidade da inflação e do PIB. O quadro 2 mostra o desvio padrão incondicional das principais variáveis do modelo.

Quadro 1

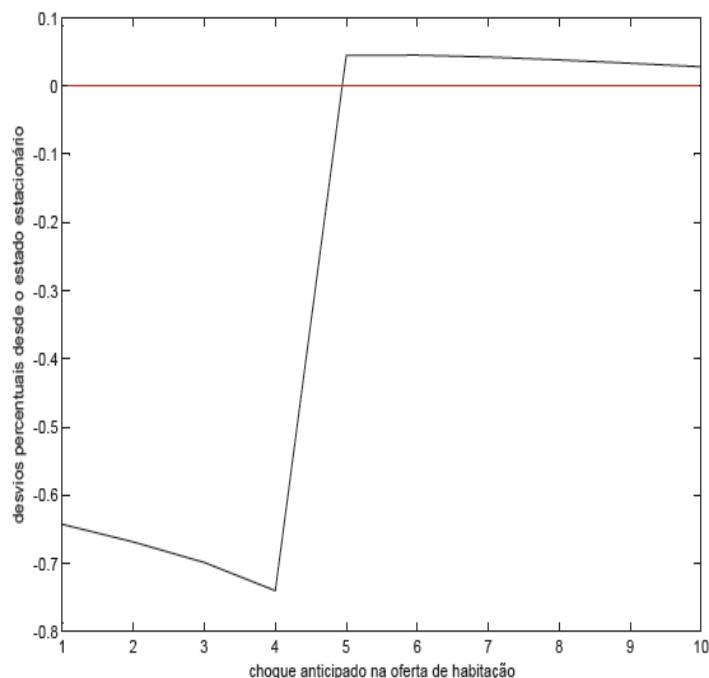
POLÍTICA DE ESTABILIZAÇÃO ÓTIMA FUNÇÕES DE PERDA			
LTV	$k_b=1, k_x=k_y=0$	$k_b=0, k_x=k_y=1$	$k_b=k_x=k_y=1$
$v_b = -136.865$	1.21371e-007		
Regra de Taylor			
$r_\pi = 37.6331, r_y = 38.2875$	1.5121e-006		
$r_\pi = 16.9345, r_y = 12.7969 (r_R = 0)$	1.42644e-006		
$r_\pi = 10.7144, r_y = 1.73584$			0.00580687
$r_\pi = 1.85184, r_y = -0.333143, r_b = 2.71008$			0.00022085
Regra de Taylor & LTV			
$v_b = -165.406, r_y = 969.023, r_\pi = 971.556$			1.50494e-006
$v_b = -10.2081, r_y = 4.02385, r_\pi = 2.36347, r_b = -0.932216$			2.47229e-005

Quadro 2

POLÍTICA DE ESTABILIZAÇÃO ÓTIMA VOLATILIDADE				
Regra de Taylor estimada	b/PIB	q	π	PIB
$r_\pi = 1.40444, r_y = 0.51261, r_R = 0.59913$	0.1471	0.2346	0.0010	0.0208
LTV				
$v_b = -136.865$	0.0361	0.2349	0.0007	0.0207
Regra de Taylor óptima				
$r_\pi = 37.6331, r_y = 38.2875 (r_R = 0.59913)$	0.1323	0.2344	0.0009	0.0185
$r_\pi = 1.85184, r_y = -0.333143, r_b = 2.71008$	0.0518	0.2342	0.0038	0.0253
Regra de Taylor & LTV				
$v_b = -165.406, r_\pi = 969.023, r_y = 971.556$	0.0320	0.2348	0.0008	0.0187
$v_b = -10.2081, r_\pi = 4.02385, r_y = 2.36347, r_b = -0.932216$	0.0715	0.2346	0.0014	0.0190

Gráfico 2

LOAN TO VALUE (m)



Em segundo lugar, investiga-se a forma como, na ausência de uma política macro-prudencial ativa ($m_t = m$), a política monetária consegue reduzir as flutuações macroeconômicas e afetar a magnitude dos ciclos de expansão-queda gerados por expectativas de uma redução futura na oferta de habitações. No que respeita à política monetária, consideram-se regras de taxas de juro alternativas em que o banco central reage também a alterações na dívida das famílias

$$R_t = R_{t-1}^{r_R} \pi_t^{(1-r_R)r_\pi} \left(\frac{GDP_t}{GDP_{t-1}} \right)^{(1-r_R)r_Y} \left(\frac{b_t}{b_{t-1}} \right)^{(1-r_R)r_b}.$$

Sob uma política macro-prudencial passiva, uma resposta das taxas de juro ao crescimento do crédito produz ganhos consideráveis em termos de estabilização financeira. Contudo, as regras de taxas de juro que visam diretamente objetivos de estabilidade financeira ($k_b \neq 0$) não são as que produzem os melhores resultados em termos de estabilização macroeconómica e financeira. Na resposta ao crescimento do crédito, a regra *LTV* ótima de contraciclo é mais bem-sucedida que uma resposta das taxas de juro na redução da volatilidade do rácio entre o crédito e o PIB e das flutuações do PIB e da inflação.

A utilização de políticas contracíclicas utilizando o rácio *LTV* melhora a estabilização macroeconómica e financeira. Neste caso, não existem ganhos em incluir os agregados de crédito na regra de política monetária sendo preferível que esta siga uma regra de Taylor tradicional. Na interação entre as políticas macro-prudencial e monetária, conclui-se que perseguir objetivos de estabilidade financeira com rácios *LTV* produz a volatilidade mais baixa no rácio entre o crédito e o PIB. Adicionalmente, a política

baseada no rácio *LTV* é também a mais bem-sucedida na redução da volatilidade da inflação e do PIB. Contudo, nenhuma destas políticas afeta significativamente a volatilidade dos preços das habitações.

4. Conclusão

As flutuações do mercado de habitação caracterizadas por expansões e quedas nos preços das habitações e no crédito são uma questão central no debate sobre políticas económicas. Na sequência da recente crise financeira foi atribuída grande importância à implementação de uma política que conseguisse reduzir a gravidade dos ciclos de expansão-queda na provisão de crédito e os seus efeitos na economia real.

Em modelos macroeconómicos é particularmente difícil gerar simultaneamente expansões e quedas nos preços de habitação e noutras variáveis macroeconómicas. As expectativas de choques de produtividade futuros no setor da produção de habitação podem conduzir a um crescimento dinâmico dos preços das habitações seguido por uma reversão abrupta. Neste artigo mostra-se que na presença de ciclos de expansão-queda gerados por expectativas, a utilização do rácio *LTV* como instrumento macro-prudencial gera melhores resultados que regras de taxas de juro que respondam às variáveis financeiras em termos de estabilização macroeconómica e financeira.

Referências

- Ahearne, A.G., J. Ammer, B.M. Doyle, L.S. Koe e R.F. Martin, (2005). "House Prices and Monetary Policy: A Cross-Country Study", *International Finance Discussion Papers*, No. 841, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Beaudry, P. e F. Portier, (2004). "An exploration into Pigou's theory of cycles", *Journal of Monetary Economics*, 51:1183-1216.
- Beaudry, P., e F. Portier, (2006). "Stock Prices, News, and Economic Fluctuations". *American Economic Review*, 96(4): 1293-1307.
- Beaudry, P. e F. Portier, (2007). "When can Changes in Expectations Cause Business Cycle Fluctuations in Neo-classical Settings?", *Journal of Economic Theory*, 135(1): 458-477.
- Borio C. e P. Lowe. 2002. "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus". *BIS Working Paper*, 114.
- Christiano, L., C. Ilut, R. Motto, e M. Rostagno, (2008). "Monetary Policy and Stock Market Boom-Bust Cycles", *ECB Working Paper Series*, 955.
- Iacoviello, Matteo, e Stefano Neri, (2010). "Housing Market Spillovers: Evidence from an Estimated DSGE Model", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2(2): 125-64.
- Jaimovich, Nir, e Sergio Rebelo, (2009). "Can News about the Future Drive the Business Cycle?", *American Economic Review*, 99(4): 1097-118.
- Kannan, Prakash, Pau Rabanal, e Alasdair Scott. (2009). "Monetary and Macro-prudential Policy Rules in a Model with House Price Booms". *IMF Working Paper*, 09/251.
- Kiyotaki, N. e Moore, J., (1997). "Credit Cycles". *Journal of Political Economy*, 105: 211-248.
- Lambertini, L., Mendicino, C., Punzi, M.T., (2010). "Expectation-Driven Cycles in the Housing Market", *Center for Fiscal Policies Working Paper*, 01-2010.
- Lambertini, L., Mendicino, C., Punzi, M.T., (2011). "Leaning against boom-bust cycles in housing and credit", Banco de Portugal, *Working Paper*.
- Schmitt-Grohe, S. e Uribe, M., (2008). "What's News in Business Cycles.", *Mimeo*.
- Smets, Frank e Rafael Wouters, (2007). "Shocks and Frictions in US Business Cycles: A Bayesian DSGE Approach", *CEPR Discussion Papers*, 6112.

O IMPACTO DO SALÁRIO MÍNIMO SOBRE OS TRABALHADORES COM SALÁRIOS MAIS BAIXOS*

Mário Centeno** | Cláudia Duarte** | Álvaro A. Novo**

Advantages and disadvantages tend to equality where there is perfect liberty
Adam Smith, *The Wealth of Nations*, Chapter X
Of wages and profit in the different employments of labour and stock

RESUMO

Qual é o impacto do aumento do salário mínimo sobre o emprego, o nível dos salários e a desigualdade salarial em Portugal? De 2002 a 2006, o salário mínimo, descontado da inflação, permaneceu estável, mas até ao final da década registou fortes aumentos. Em consequência, a desigualdade salarial aumentou na aba inferior da distribuição dos salários até 2006 e diminuiu fortemente no período mais recente. Contudo, os aumentos do salário mínimo diminuíram a probabilidade de emprego entre dois anos consecutivos para os trabalhadores com salário compreendido entre os salários mínimos dos dois anos. Esta elasticidade é semelhante à obtida para os Estados Unidos, um país com um salário mínimo baixo face ao salário médio e menor do que a obtida para a França, um país com um salário mínimo alto. A elasticidade do salário a variações do salário mínimo é naturalmente maior para os trabalhadores que num determinado ano ganham exatamente o salário mínimo. Os salários de todos os outros trabalhadores não acompanham este crescimento. Globalmente os resultados apontam para um efeito negativo de aumentos do salário mínimo do emprego de trabalhadores com baixos salários, que tem como contrapartida pequenos ganhos salariais. Estes resultados são compatíveis com a elevada rotatividade de emprego e de trabalhadores existentes em Portugal nestas margens salariais.

1. Introdução

Os decisores políticos e os economistas debatem com muita frequência questões relevantes para a vida das pessoas. Entre elas encontra-se o salário mínimo, um dos temas mais debatidos em economia do trabalho e no âmbito das políticas sobre o mercado de trabalho. Os debates sobre o impacto do salário mínimo centram-se no emprego, nos salários e nas distribuições dos salários e do rendimento.

Os economistas sabem, desde o trabalho seminal de Stigler (1946), que o salário mínimo pode ter um impacto positivo no emprego. Mas sabem também, há mais tempo ainda, que o salário mínimo pode ter um impacto negativo sobre o emprego. Enquanto este último impacto é, provavelmente, o resultado mais esperado - afinal ninguém contesta que reduzimos o consumo de maçãs quando o seu preço

* Os autores agradecem os comentários de Nuno Alves, António Antunes, Ricardo Félix, Ana Cristina Leal, José Ferreira Machado e Hugo Reis. As opiniões expressas no artigo são da responsabilidade dos autores, não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema. Eventuais erros e omissões são da exclusiva responsabilidade dos autores.

** Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.

aumenta – o primeiro é também um resultado plausível. De facto, nos mercados em que o empregador (a procura de trabalho) tem um poder de mercado significativo, ou seja, é capaz de controlar o salário que paga, a imposição legal de um salário mínimo pode aumentar o nível de emprego. Nestas condições, o empregador tem poder de monopsonio, o que lhe permite pagar salários abaixo da produtividade marginal dos trabalhadores. Assim, o governo pode decretar o aumento do salário pago, através de um aumento do salário mínimo, sem retirar ao empregador o incentivo para manter o nível de emprego. Isto acontece sempre que o novo salário mínimo não seja fixado acima da produtividade marginal desse emprego. Adicionalmente, o salário mais elevado atrai para a oferta de trabalho indivíduos que de outra forma permaneceriam inativos, contribuindo para o aumento do emprego. No entanto, nos casos em que o aumento do salário mínimo absorve a margem de lucro das empresas, o seu impacto sobre o emprego pode ser perverso. Claramente, o sinal do impacto do salário mínimo sobre o emprego é uma questão empírica.

A redistribuição do rendimento para os trabalhadores com salários mais baixos é o principal objetivo político do salário mínimo. Para atingir este objetivo, as políticas do mercado de trabalho interferem com o funcionamento do mercado, no que incorrem em vários riscos. Primeiro, o aumento do salário mínimo retira dinheiro de alguns cidadãos e entrega-o a outros. Ao fazê-lo, a produção nacional não aumenta (exceto em mercados monopsonistas). Mas chegará este dinheiro aos seus destinatários? Provavelmente não, dado que o aumento do salário mínimo poderá destruir empregos com produtividade inferior ao preço estabelecido pelo salário mínimo. Segundo, a política de salário mínimo é uma interferência exógena na gestão dos recursos humanos das empresas. Altera o preço relativo dos trabalhadores dentro da empresa, tornando aqueles que são melhor pagos menos caros, em termos relativos. Isto pode diminuir o emprego dos trabalhadores com salário mínimo. Pode também resultar numa compressão significativa da distribuição dos salários dentro da empresa – aumentos menores para os salários imediatamente acima do salário mínimo. Como consequência, as características do mercado de trabalho interno da empresa importantes para a produtividade, tais como os retornos salariais para a antiguidade e os períodos de emprego longos e estáveis, podem ser afetadas negativamente.

A motivação para a alteração do salário mínimo pode também assentar noutro tipo de argumentos. O salário mínimo pode ser interpretado como o nível de salário mais baixo compatível com um dado nível de vida e com um nível de remuneração “justa” em troca dos serviços do trabalho. Este argumento enquadra-se no conceito de salários de eficiência de Katz (1986) segundo o qual as empresas optam muitas vezes por pagar salários acima do nível de produtividade do trabalhador. Estes argumentos podem também adquirir um cariz mais keynesiano, se realmente acreditarmos que salários mais altos estão associados a uma procura mais forte e, assim, a um aumento do nível de produção global. Adicionalmente, podem ocorrer alguns efeitos de equilíbrio geral associados a níveis mais elevados do salário mínimo: a fixação de um salário mínimo mais elevado forçará as empresas a criar empregos mais produtivos e, portanto, melhor remunerados e os trabalhadores a exigir esse tipo de trabalhos.

Do ponto de vista da política do salário mínimo, o período de 2002 a 2010 é muito interessante em Portugal. Até 2006 não se verificaram ganhos reais no salário mínimo, sendo que no período posterior há aumentos bastante substanciais no salário mínimo. Neste contexto, é interessante analisar o impacto do salário mínimo nos trabalhadores de salários mais baixos, e não apenas nos que ganham o salário mínimo. As principais questões a abordar são: Será que o salário mínimo ajudou a reduzir a desigualdade na aba inferior da distribuição dos salários? Houve perdas de emprego associadas a aumentos do salário mínimo acima do crescimento médio dos salários? Houve um impacto diferenciado destes aumentos ao longo da distribuição de salários?

Para responder a estas questões estimam-se modelos econométricos que relacionam o aumento do salário mínimo com a estabilidade do emprego e a evolução dos salários. Em particular, estuda-se como a interação entre a variação real do salário mínimo e a posição dos trabalhadores na distribuição de salários afeta a probabilidade destes continuarem empregados.

A investigação destas questões para outros países está longe de ser consensual, mas a principal conclusão parece ser: o impacto é um debate em torno do zero (Freeman, 1996). Pequenos impactos no emprego; algum impacto sobre a distribuição dos salários, mas um impacto muito menor (podendo até nem existir) na distribuição do rendimento (para uma discussão detalhada ver Brown (1999), Card e Krueger (1995) e Neumark e Wascher (2008)). Na verdade, o debate político deveria ser dominado pelo impacto na distribuição do rendimento, a única forma de considerar a situação daqueles que não têm emprego. Em qualquer caso, o nível inicial e a dimensão do aumento do salário mínimo parecem ser relevantes para definir o impacto final. De facto, pequenos aumentos do salário mínimo são certamente muito mais amigáveis para o emprego. O que se torna difícil é definir “pequeno aumento” do salário mínimo.

Os resultados deste artigo confirmam esta apreciação geral. As atualizações mais recentes e de maior dimensão do salário mínimo conduziram a reduções significativas da desigualdade salarial na aba inferior da distribuição dos salários. Esta compressão dos salários foi explicada por aumentos salariais significativos nos percentis mais baixos e aumentos salariais abaixo da média da economia nos salários medianos. No entanto, estes aumentos também estão associados a reduções no emprego, com um aumento da instabilidade de emprego dos trabalhadores com salários mais baixos. Estes resultados são compatíveis com a evidência de uma maior rotatividade de emprego e de trabalhadores nestas margens salariais. A política de aumentos do salário mínimo, ao contribuir para uma maior rotação, prejudica a produtividade, formação e progressão no mercado de trabalho interno das empresas. Se a esta avaliação adicionarmos o atual estado cíclico da economia portuguesa, não se pode senão concluir que uma política de salário mínimo menos intrusiva é, portanto, aconselhável.

2. Dados

Este artigo usa uma base de dados longitudinal que combina informação de trabalhadores e empresas, disponibilizada pelo Instituto de Informática da Segurança Social (o serviço responsável pelo processamento de dados da segurança social portuguesa). Esta base de dados inclui todos os trabalhadores com contribuições para o regime geral da segurança social, abrangendo o período de 2002 a 2010. Os trabalhadores e as empresas têm um código de identificação único que permite o acompanhamento de ambos ao longo do tempo. Uma das vantagens do uso desta informação é a sua natureza administrativa – registos das contribuições obrigatórias para o sistema de segurança social português. Normalmente, a informação das bases de dados administrativos é vista como mais fiável, sendo menos sujeita a erros de medição, em particular nos salários.

A informação sobre salários refere-se a valores brutos mensais, reportados em outubro de cada ano. A base de dados inclui diferentes tipos de remuneração, nomeadamente, base, variável, subsídios de férias e de Natal, e outros pagamentos. Para aumentar a comparabilidade, utilizamos o salário base ajustado para um período de trabalho fixo de 30 dias, ou seja, dividimos a remuneração base pelo número de dias de trabalho reportados no mês e multiplicamos por 30.

Além dos salários e do número de dias trabalhados em outubro, a base de dados também inclui outras variáveis, tais como a antiguidade no emprego, género, idade e tipo de emprego – por conta de outrem, trabalhador independente ou outros – e características das empresas (por exemplo, região e dimensão), abrangendo todos os setores de atividade. A cobertura nos setores da administração pública, saúde e educação tem vindo a aumentar ao longo do tempo, à medida que os novos funcionários públicos são inseridos no regime geral da segurança social.

A análise restringe-se a trabalhadores por conta de outrem, cujo salário é pelo menos 80 por cento do salário mínimo estabelecido por lei (tendo em conta a possibilidade legal de redução de 20 por cento no salário mínimo ganho por aprendizes e trabalhadores em situação de formação prática). Além disso, registos inconsistentes ou incompletos nas variáveis género, idade e duração do emprego são eliminados. A amostra final tem quase 25 milhões de registos, numa média de 2.7 milhões de trabalhadores em cada ano. Cada registo diz respeito a uma observação anual para um par trabalhador/empresa.

3. A evolução do salário mínimo em Portugal: 2002-2010

A legislação do salário mínimo foi introduzida em Portugal em 1974, definindo o salário mínimo legal para os empregados com pelo menos 20 anos de idade, excluindo o trabalho agrícola, doméstico e as empresas com até 5 trabalhadores. Desde então, esta legislação sofreu várias alterações e, atualmente, não há exceções por idade, setor de atividade, ou dimensão da empresa. O salário mínimo é o mesmo para todos os empregados, exceto aprendizes e trabalhadores em situação de formação prática e os trabalhadores com capacidade de trabalho reduzida (reduções entre 10 e 50 por cento).

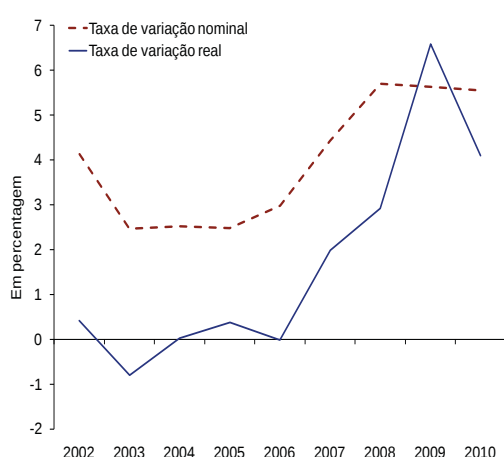
Em 2002, o salário mínimo era de €348, representando 50.3 por cento do salário médio e 70 por cento do salário mediano. Em 2010, o salário mínimo aumentou para €475, o que representa 52.2 por cento do salário médio e 73.1 por cento do salário mediano¹. A evolução do salário mínimo tem sido discricionária, não seguindo uma regra formal ou indexação – em cada ano o governo, após consulta dos representantes dos trabalhadores e empregadores, estabelece um novo valor para o salário mínimo. No entanto, a taxa de variação do salário mínimo tem, tipicamente, acompanhado a inflação esperada, resultando em alterações do salário mínimo real próximas de zero.

Esta situação alterou-se a partir de 2007, assistindo-se a fortes aumentos reais do salário mínimo (Gráfico1). Estes aumentos recentes refletem o acordo assinado pelo governo e pelos parceiros sociais, em dezembro de 2006. O objetivo principal deste acordo foi o de elevar o salário mínimo de €385.90 em 2006, para €500 até 2011. No calendário acordado, posto em prática até 2010, o salário mínimo foi fixado em: €403 em 2007, €426 em 2008, €450 em 2009 e €475 em 2010; aumentos em excesso de 5.5%, exceto em 2007 (4.4%).

No gráfico 2 verifica-se que, até 2006, o crescimento em termos reais do salário mínimo, foi bastante semelhante ao do salário mediano, para todos os trabalhadores que permaneceram pelo menos dois anos consecutivos na base de dados (na mesma empresa ou não), sendo contudo, em média, cerca de 1.8 pontos percentuais inferior à taxa de crescimento do salário médio. Em termos reais, desde 2007 o salário mínimo aumentou mais acentuadamente do que o salário mediano, superando inclusive o crescimento do salário médio no período 2008-2010².

Gráfico 1

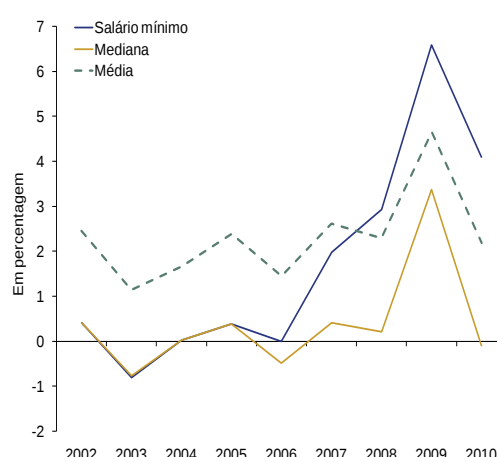
EVOLUÇÃO DO SALÁRIO MÍNIMO



Nota: Os salários reais são obtidos deflacionando os valores nominais com o índice de preços no consumidor.

Gráfico 2

VARIAÇÃO REAL DOS SALÁRIOS

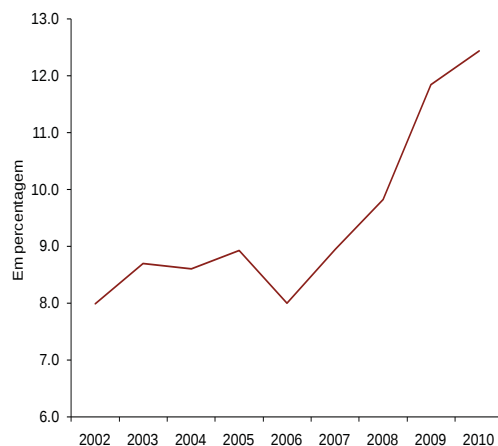


Nota: Média e mediana obtidas a partir dos registos de salários da Segurança Social, cálculos dos autores.

- 1 A mediana da distribuição representa o valor para o qual 50 por cento das observações estão abaixo (e, como tal, 50 por cento das observações estão acima).
- 2 Os salários reais são obtidos deflacionando os valores nominais com o índice de preços no consumidor.

Gráfico 3

PESO DOS TRABALHADORES QUE RECEBEM O SALÁRIO MÍNIMO



Fontes: Dados da Segurança Social e cálculos dos autores.

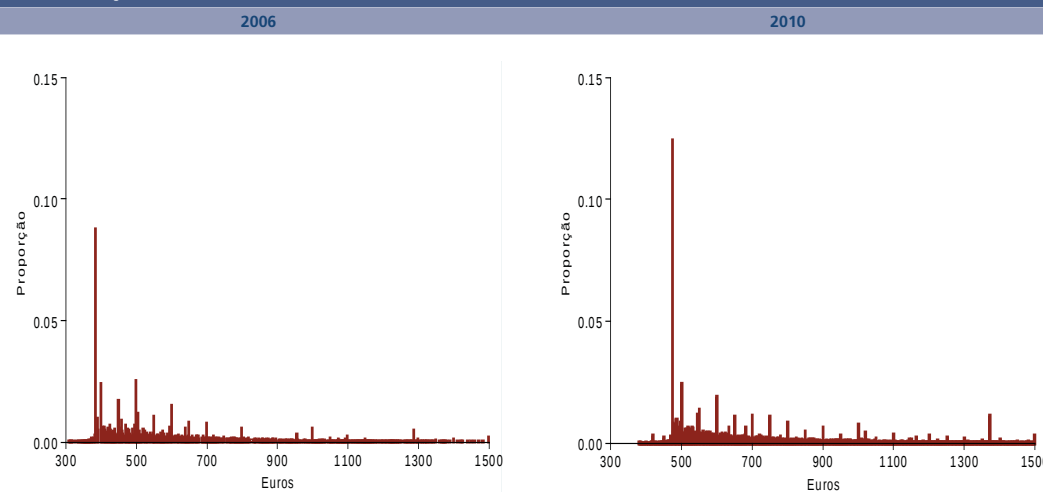
Nota: Considera-se que um trabalhador recebe o salário mínimo se o seu salário pertencer ao intervalo [SM - 1 euro; SM + 1 euro], onde SM corresponde ao salário mínimo garantido por lei.

A evolução do peso dos trabalhadores com salário mínimo no emprego por conta de outrem (Gráfico 3) pode ser dividida em dois períodos distintos: (i) de 2002 a 2006 o peso manteve-se relativamente estável, em cerca de 8.5 por cento, (ii) desde 2007 esse peso aumentou acentuadamente, de 8.9 por cento em 2007 para 12.4 por cento em 2010. Esta evolução foi comum à maioria dos setores de atividade, sendo mais marcada na indústria transformadora e na construção³.

O impacto do crescimento do salário mínimo também pode ser visto através das distribuições dos salários e das variações salariais. A simples inspeção visual revela que o salário mínimo é um fator-chave na

Gráfico 4

DISTRIBUIÇÕES DOS SALÁRIOS



Fontes: Dados da Segurança Social e cálculos dos autores.

³ Para tomar em consideração pequenas diferenças associadas, por exemplo, ao efeito de arredondamentos, considerou-se que um empregado ganhava o salário mínimo se o seu salário se encontrasse no intervalo de 2 euros centrado sobre o valor do salário mínimo definido por lei (salário mínimo +/- 1 euro).

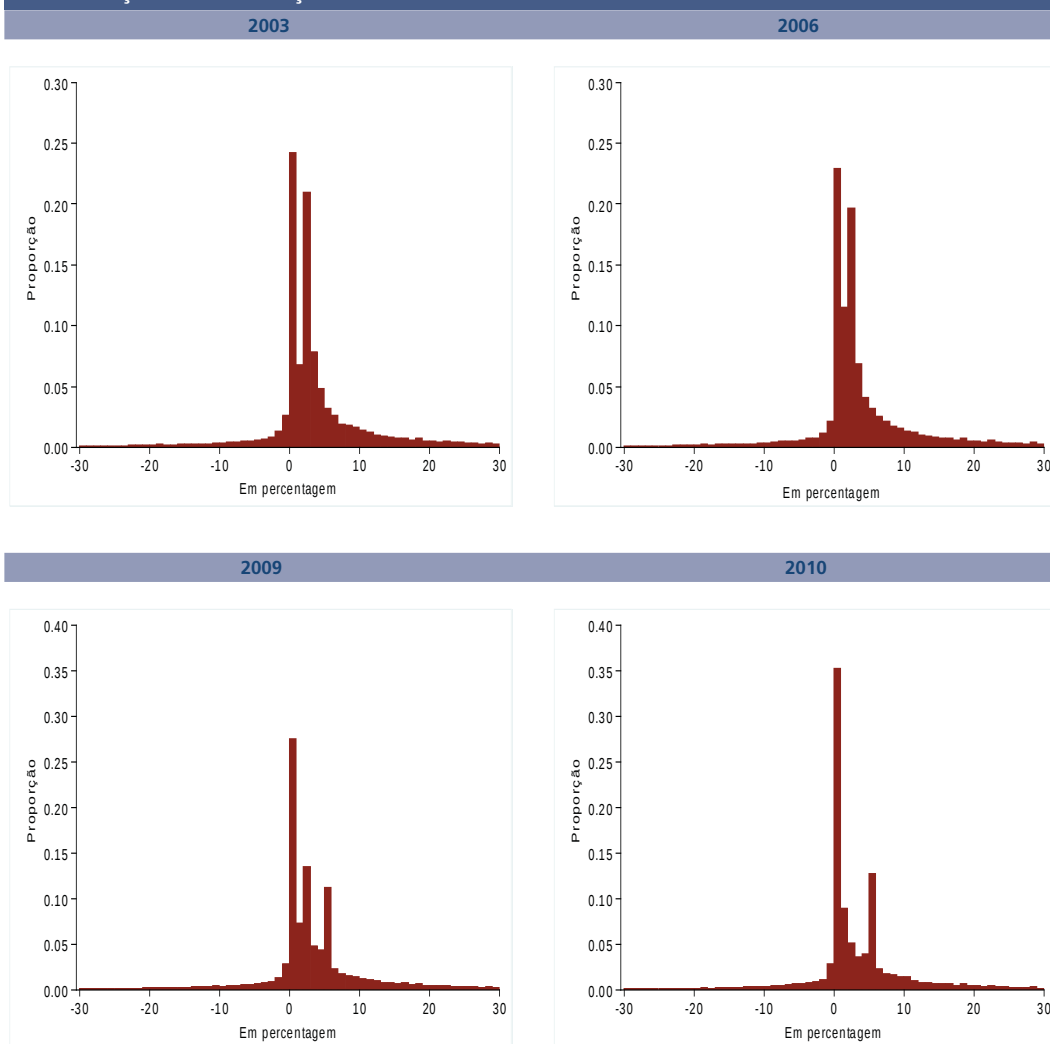
distribuição do rendimento, sendo a moda da distribuição (Gráfico 4)⁴. Além disso, o último percentil da distribuição salarial que está associado ao salário mínimo aumentou. Enquanto, em média, de 2002 a 2006, o salário mínimo condicionava os salários até ao percentil 10, em 2010 essa influência estendeu-se até ao percentil 15. Isto significa que em 2010, 15 por cento dos empregados tinham um salário inferior ou igual ao salário mínimo.

A distribuição das variações nominais anuais dos salários, também, revela o impacto do salário mínimo (Gráfico 5). Até 2006, essa distribuição mostra uma elevada concentração no zero e em valores próximos das taxas de inflação observadas/esperadas (utilizadas como referência para a negociação salarial e para a atualização do salário mínimo). A partir de 2007, a distribuição das variações salariais apresenta três “picos” – em zero, no valor da taxa de inflação observada/esperada e na taxa de variação do salário mínimo (em 2010, a concentração nos primeiros dois valores fundiu-se, o que reforçou a concentração em valores próximos de zero, refletindo a reduzida taxa de inflação observada nesse ano).

Uma vez que o salário mínimo influencia fortemente a dispersão na aba inferior da distribuição dos salários, ele desempenha um papel significativo na evolução da desigualdade salarial, medida pelo rácio

Gráfico 5

DISTRIBUIÇÕES DAS VARIAÇÕES SALARIAIS



Fontes: Dados da Segurança Social e cálculos dos autores.

4 A moda de uma distribuição é o valor que ocorre mais frequentemente na amostra.



Fontes: Dados da Segurança Social e cálculos dos autores

Nota: No gráfico é apresentado o logaritmo do rácio entre o percentil 50 e o percentil 10 da distribuição de salários.

entre os salários dos percentis 50 e 10. Este rácio diminuiu 12.9 por cento entre 2002 e 2010 (Gráfico 6). Após um período de aumento da desigualdade, 7.4 por cento, até 2006, o rácio 50/10 decresceu 18.9 por cento entre 2006 e 2010. Esta redução significativa está associada com o facto de os salários no percentil 10 terem crescido acima da média na economia, o contrário do observado no percentil 50. Embora comum à maioria dos setores de atividade, esta evolução foi mais clara na indústria transformadora e na construção.

Esta evidência sugere que os aumentos mais acentuados do salário mínimo nos últimos anos contribuíram para limitar o crescimento da desigualdade salarial observada no período 2002-2006. Estudos anteriores sobre o papel desempenhado pelo salário mínimo na evolução do rácio da desigualdade 50/10 em Portugal, incluem Cardoso (1998) e, mais recentemente, Centeno e Novo (2009). Para o período entre 1995 e 2006, os resultados deste último trabalho sugerem que o salário mínimo contribuiu para a redução do rácio 50/10 especialmente no caso das mulheres.

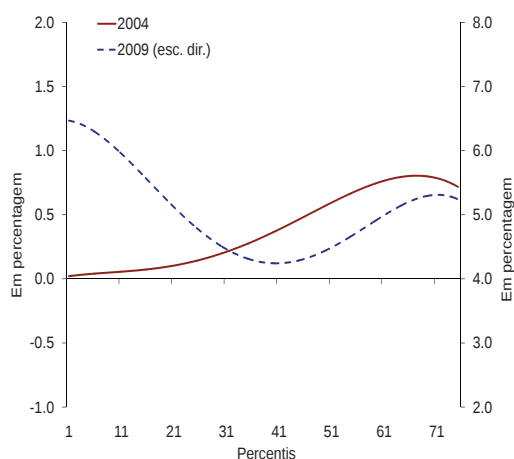
A avaliação do impacto do salário mínimo na desigualdade salarial tem sido amplamente discutida na literatura. Por exemplo, para os EUA, DiNardo *et al.* (1996) concluem que o aumento do salário mínimo real entre 1973 e 1979 contribuiu para a diminuição da desigualdade salarial. Também para os EUA, Autor *et al.* (2010) reportam um pequeno impacto do salário mínimo na desigualdade na aba inferior da distribuição dos salários, mas admitem que esse impacto poderá ir além do efeito direto sobre os trabalhadores de salários mais baixos, através de efeitos de *spillover*.

Será que a evolução do salário mínimo afeta os trabalhadores com salários acima do salário mínimo, gerando um efeito de amostragem ao longo das distribuições de salários? O gráfico 7 apresenta evidência preliminar deste efeito com base nas taxas de variação dos salários até ao percentil 75 para dois anos: 2004 (variação real nula do salário mínimo) e 2009 (a variação real do salário mínimo mais elevada do período analisado)⁵. Em 2004, a variação salarial ao longo da distribuição de salários foi monotonamente crescente. Em contraste, em 2009, os trabalhadores com salários inferiores receberam aumentos mais elevados. Isto é verdade, não só para os trabalhadores que recebem o salário mínimo, mas também, para os trabalhadores com salários um pouco acima do salário mínimo. Por sua vez, os trabalhadores com salários médios receberam os aumentos mais baixos.

⁵ Estamos implicitamente a assumir que a evolução dos salários nos 25 por cento no topo da distribuição não é influenciada pelas alterações no salário mínimo.

Gráfico 7

TAXA DE VARIAÇÃO REAL DOS SALÁRIOS ATÉ AO PERCENTIL 75 DA DISTRIBUIÇÃO DOS SALÁRIOS



Fontes: Dados da Segurança Social e cálculos dos autores.

4. Regressões

A ambiguidade do impacto do salário mínimo no emprego e, em geral na economia e na sociedade, deverá ser resolvida através da obtenção de evidência empírica. Teoricamente, há modelos em que o salário mínimo pode levar a uma diminuição no emprego, mas também há modelos que implicam um aumento do emprego. A última década em Portugal foi caracterizada por anos de aumentos bastante reduzidos do salário mínimo, mas também por anos com aumentos bastante generosos. Cabe perguntar, qual tem sido o impacto no mercado de trabalho de tais escolhas políticas? Para abordar esta questão, seguimos uma linha de investigação desenvolvida entre outros por Abowd *et al.* (2000) e Neumark *et al.* (2004). Estimamos um conjunto de modelos que analisam como a interação entre os aumentos do salário mínimo real e o posicionamento dos trabalhadores na distribuição de salários determina a probabilidade de um trabalhador se manter empregado entre dois anos consecutivos.

Os trabalhadores cuja probabilidade de se manterem empregados será mais afetada por um aumento do salário mínimo são, naturalmente, aqueles que auferem exatamente esse nível salarial. No entanto, todos os indivíduos cujo salário está abaixo do valor assumido pelo salário mínimo do ano seguinte também serão diretamente afetados, embora em menor grau. Todos os outros trabalhadores não são diretamente afetados pelo novo salário mínimo. No modelo econométrico dividem-se os trabalhadores em seis grupos de acordo com o seu nível salarial, antes do aumento decretado, para testar a hipótese de que quanto mais distante um trabalhador está do novo salário mínimo, menor o impacto dos aumentos do salário mínimo sobre a probabilidade de estes permanecerem empregados. Os grupos são: (i) os trabalhadores que auferem o salário mínimo; (ii) aqueles que ganham acima do salário mínimo corrente, mas abaixo do novo salário mínimo; (iii) trabalhadores com salários no primeiro quartil, mas que não estão nos dois primeiros grupos; (iv) a (vi) os 2º, 3º e 4º quartis da distribuição salarial.

Note-se que consideramos o impacto de uma variação no salário mínimo do próximo ano, condicionada no facto de o indivíduo estar empregado no ano em curso. Assim, a estimativa do impacto é um limite inferior do impacto global sobre a economia, dado que ignora o impacto sobre a transição dos desempregados e dos inativos para o emprego.

Ano a ano

O estudo começa por considerar separadamente os dados seccionais para cada um dos anos de 2003 a 2010. A amostra exclui a agricultura, os registos com salário abaixo do salário mínimo legal e aqueles para os quais não existe informação para a nacionalidade, o setor de atividade, a antiguidade na empresa ou a sua dimensão. Os resultados são interpretáveis como relações de longo prazo, em que cada indivíduo representa uma geração em diferentes estágios do ciclo de vida do mercado de trabalho. Adicionalmente, as estimativas obtidas para cada um dos anos refletem as mudanças no salário mínimo dramaticamente diferentes, com perdas e grandes ganhos de salário real (Secção 3).

O modelo estimado foi o seguinte:

$$Y_i = \sum_{k=1}^6 \beta_k D_{k,i} + X\lambda + u_i \quad (1)$$

onde Y_i assume o valor 1 se o indivíduo i está empregado nos anos t e $t+1$ e 0 se ele não está empregado em $t+1$ tendo estado empregado em t , $D_{k,i}$, para $k=1,2,\dots,6$ é uma variável binária que assume o valor 1 se o salário no ano t pertence a um dos seis grupos salariais definidos acima. A matriz X inclui variáveis do trabalhador, empresa e específicas ao emprego, nomeadamente: um termo quadrático na idade do trabalhador; um indicador de género; um indicador da nacionalidade; indicadores para o setor de atividade (extrativa; transformadora, construção, e serviços); indicadores da dimensão da empresa (pequena: 1-25 trabalhadores; média: 26-100; grande: 101 ou mais), e para a duração do emprego (até 6 meses; 7-12; 13-36; 37-72; e mais de 72). E u_i é um termo de erro convencional. O modelo é estimado utilizando tanto um modelo de probabilidade linear como um modelo *probit*. Como pode ser visto no quadro 1, os resultados não dependem da escolha do método de estimação, mas por razões computacionais no resto do estudo, reportam-se apenas os resultados do modelo de probabilidade linear⁶.

O indivíduo representativo na regressão é do género masculino, com quarenta anos de idade, português, a trabalhar numa grande empresa de serviços com mais de 6 anos de permanência no emprego e com um salário no quartil superior da distribuição. Em 2002, este trabalhador teve 95 por cento de probabilidade de permanecer empregado em 2003. Relativamente a este indivíduo, um trabalhador que auferisse o salário mínimo em 2002 tinha uma probabilidade de manter um emprego no ano seguinte, 8.3 p.p. menor (Quadro 1, coluna 1). Por outras palavras, a probabilidade de não-emprego para um trabalhador com o salário mínimo era 13.3 por cento, ou seja, 166 por cento superior à do trabalhador no quartil superior dos salários. Este resultado não é surpreendente tendo em vista a evidência de que trabalhadores de rendimento inferior têm maiores taxas de rotação (Centeno *et al.*, 2008).

O grupo seguinte, composto por aqueles que teriam que ganhar pelo menos o novo salário mínimo, registaram uma probabilidade de estar a trabalhar no ano seguinte 6.5 p.p. menor do que os do topo da distribuição. O próximo grupo, que é o primeiro não diretamente afetado pelo novo salário mínimo, tinha uma probabilidade de permanecer empregado 1 p.p. maior do que o grupo anterior, mas quase 3 p.p. maior do que a do grupo do salário mínimo. A diferença relativa ao quartil superior cai monotonicamente para os outros grupos.

As restantes colunas do quadro 1 repetem o exercício para o período 2004-2010. As estimativas são notavelmente estáveis ao longo dos anos, com probabilidades ligeiramente inferiores de estar empregado em anos de recessão económica, sempre face ao grupo de trabalhadores com salários mais elevados. Há também um ténue aumento da probabilidade de perder o emprego nos anos em que os aumentos reais (ou nominais) do salário mínimo foram mais significativos, particularmente entre o grupo de indivíduos

⁶ Ver Angrist and Pishke (2009) para uma discussão completa sobre a opção por modelos de probabilidade linear ou modelos *probit*.

Quadro 1

REGRESSÕES ANUAIS DOS MODELOS DE PROBABILIDADE LINEAR E PROBIT, 2003-2010

[illegible]

Fontes: Dados da Segurança Social e cálculos dos autores.

Notas: Valores-p entre parênteses. As restantes variáveis de controlo incluídas nos modelos foram omitidas do quadro; ver texto para uma descrição de todas as variáveis incluídas. Coeficientes multiplicados por 100 para serem diretamente interpretáveis como a variação percentual na probabilidade de manter o emprego entre dois anos consecutivos para cada nível inicial dos salários relativamente àqueles com salários no último quartil. Por exemplo, face a um indivíduo com um salário pertencente ao último quartil, um indivíduo em tudo o resto semelhante (idade, género, sector de atividade, etc.) mas que recebe o salário mínimo em 2002 tem uma probabilidade de manter o emprego em 2003 inferior em 8.3 p.p.

a auferir mais do que o salário mínimo atual, mas menos do que o que vigorou no ano seguinte.

Ao longo dos anos

Note-se que a análise de dados seccionais não permite identificar o impacto de variações no salário mínimo real na probabilidade de se manter empregado. Na verdade, ela capta apenas a forma como a probabilidade condicional de emprego varia entre diferentes grupos salariais. Para abordar o impacto das opções políticas acerca do salário mínimo na variabilidade no emprego, a análise é estendida para modelos de dados em painel. Estes dados têm 17.4 milhões de observações com cerca de 2.2 milhões de pessoas por ano, durante o período 2003-2010. O modelo de efeitos fixos para a empresa é:

$$Y_{ijt} = \sum_{k=1}^6 (\beta_k D_{k,ijt} + \varphi_k D_{k,ijt} \times MW_t) + X\lambda + u_{ijt} \quad (2)$$

onde todas as variáveis são definidas como antes e os índices j e t referem-se, respetivamente, à empresa e ao ano. MW_t representa a variação do salário mínimo real no ano t . O termo de interação entre o nível de salário no ano t , $D_{k,ijt}$, e a variação do salário mínimo no ano $t+1$ capta o impacto sobre a probabilidade de permanecer empregado no ano $t+1$ nos diferentes níveis salariais devido à variação do salário mínimo. Note-se que a especificação impõe a hipótese de que os indivíduos no quartil salarial superior não são afetados por variações no salário mínimo real. Adicionalmente, o modelo de regressão inclui efeitos fixos para os anos.

Os resultados seccionais proporcionaram uma primeira medida de como a probabilidade de emprego varia ao longo da distribuição salarial. Com dados de painel, é possível dividir essa probabilidade em dois fatores: um fator associado ao impacto do nível de salário e outro correspondente ao impacto marginal dos aumentos do salário mínimo, que na formulação do modelo apresentado também varia com o nível de salário (captado na interação $D_{k,ijt} \times MW_t$). Os resultados da estimação são apresentados no quadro 2, coluna (1).

A interpretação dos resultados deste modelo não é imediata, dada a existência de uma interação entre variáveis do modelo. Na verdade, o impacto de variações no salário mínimo é captado nos parâmetros β_k e φ_k . O primeiro capta o efeito de nível, enquanto o segundo capta o efeito marginal. Para que o primeiro impacto seja de leitura imediata a variável que mede o crescimento do salário mínimo foi recentrada na média da amostra (2 por cento). Desta forma, o impacto no nível, β_k , deve ser entendido como aquele que corresponde a uma variação do salário mínimo igual à média amostral. O impacto marginal, φ_k , não é afetado por esta transformação e tem sempre uma leitura direta.

Para os trabalhadores com salário inferior ao salário mínimo do ano seguinte (os dois primeiros grupos salariais), a probabilidade de permanecer empregado diminui em cerca de 0.5 p.p. por cada ponto percentual de aumento do salário mínimo. Por exemplo, em 2009, onde o salário mínimo real aumentou 6.6 por cento, a probabilidade de permanecer empregado para trabalhadores com o salário mínimo diminuiu (face a um aumento médio do salário mínimo de 2 por cento) 2.6 p.p. Para esse ano a estimativa da probabilidade de permanecer empregado para um trabalhador com o salário mínimo é inferior 9.8 p.p. à de um trabalhador do quartil superior dos salários. Este valor resulta da soma de 7.2 p.p., obtido através do efeito do nível do salário, avaliado para uma variação do salário mínimo de 2 por cento, com o efeito marginal associado ao forte aumento do salário mínimo, de 2.6 p.p. Note-se que a estimativa seccional (Quadro 1) apontava, em 2009, para uma diferença de 8.6 p.p. Os outros três grupos salariais, apesar de não serem diretamente afetados pelo novo salário mínimo, têm probabilidades de permanecerem empregados ligeiramente inferiores às do quartil superior dos salários, com um impacto estimado de cerca de -0.2 p.p. por cada ponto percentual de aumento do salário mínimo real.

A conclusão que se retira destes resultados é a de que todos os grupos de trabalhadores são, em certa medida, afetados pelo salário mínimo. Mas existirão diferenças entre eles? Por outras palavras, são os

Quadro 2

MODELOS DE PROBABILIDADE LINEAR ESTIMADOS COM DADOS DE PAINEL E EFEITOS FIXOS PARA A EMPRESA

	Emprego (1)	Salários (2)	Elasticidade (3)=(1)/(2)
Indicador do nível salarial (β):			
Salário mínimo atual	-7.21 (0.000)	15.80 (0.000)	
Inferior ao salário mínimo do próximo ano	-5.88 (0.000)	14.69 (0.000)	
Superior ao salário mínimo do próximo ano mas inferior ao 1º quartil	-4.42 (0.000)	12.05 (0.000)	
2º quartil	-2.56 (0.000)	9.22 (0.000)	
3º quartil	-1.11 (0.000)	5.35 (0.000)	
Interação entre a variação real do salário mínimo e o indicador do nível salarial (φ):			
Salário mínimo atual	-0.56 (0.000)	0.52 (0.000)	-1.08
Inferior ao salário mínimo do próximo ano	-0.45 (0.000)	0.09 (0.000)	-5.26
Superior ao salário mínimo do próximo ano mas inferior ao 1º quartil	-0.26 (0.000)	-0.16 (0.000)	1.64
2º quartil	-0.31 (0.000)	-0.06 (0.000)	5.23
3º quartil	-0.17 (0.000)	-0.22 (0.000)	0.76
Número de observações	17 377 525	14 721 929	

Fontes: Dados da Segurança Social e cálculos dos autores.

Notas: Valores-p entre parênteses. As restantes variáveis de controlo incluídas nos modelos foram omitidas do quadro; ver texto para uma descrição de todas as variáveis incluídas. Os coeficientes foram multiplicados por 100 para serem interpretáveis como a variação percentual na probabilidade de manter o emprego entre dois anos consecutivos para cada grupo de salários relativamente àqueles com salários no último quartil. Por exemplo, para um aumento do salário mínimo de 2 por cento, face a um indivíduo com um salário pertencente ao último quartil, um indivíduo em tudo o resto semelhante (idade, género, setor de atividade, etc.) mas que recebe o salário mínimo terá uma probabilidade de manter o emprego no ano seguinte inferior em 7.2 p.p. Adicionalmente, por cada ponto percentual de aumento do salário mínimo acima de 2 por cento, a probabilidade de emprego cai 0.56 p.p.

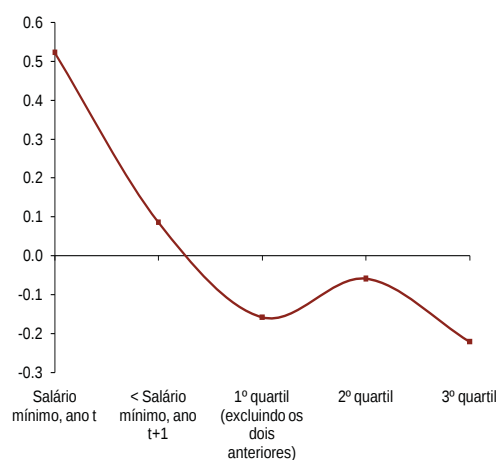
coeficientes das estimativas estatisticamente diferentes uns dos outros? Os testes estatísticos efetuados indicam que o impacto é diferente para os três primeiros grupos salariais considerados.

Estes resultados estão mais próximos dos obtidos para os EUA e Reino Unido do que para a França. Em particular, Currie e Fallick (1996) obtiveram uma elasticidade do emprego face ao salário mínimo de -0.4, o que é próximo da estimativa de -0.6 reportada anteriormente. Também Abowd *et al.* (2000) estimam elasticidades próximas para os EUA (-0.6 por cento), mas claramente maiores para a França (-2.1 por cento). Machin *et al.* (2003) estudam o impacto da introdução do salário mínimo no Reino Unido e obtêm um impacto reduzido sobre o emprego. A evidência empírica anterior para Portugal é ambígua e com resultados contraditórios. Usando uma reforma legislativa que aumentou o salário mínimo para os trabalhadores com idades entre os 15 e os 19 anos, Portugal e Cardoso (2006) concluem que se verificou uma redução maior das separações do que das contratações. Usando a mesma reforma, Pereira (2003) obtêm uma redução do emprego para esses trabalhadores. As elasticidades do emprego estimadas por Pereira (2003) estão entre -0.2 e -0.4, ligeiramente menores do que as obtidas neste artigo, mas claramente negativas.

Os aumentos do salário mínimo constituem uma restrição exógena sobre as empresas. Estas devem ajustar os seus processos produtivos de forma a acomodar esses aumentos no custo da mão de obra. Ao fazê-lo, podem optar por ajustar a sua massa salarial, a quantidade de trabalho (número de trabalhadores e/ou número de horas trabalhadas) ou uma combinação destas duas possibilidades. Vimos que as empresas reduzem a procura de trabalho. Agora, exploramos a forma como os salários dos diferentes

Gráfico 8

REGRESSÕES SALARIAIS: IMPACTO MARGINAL DE UM AUMENTO DE 1 PONTO PERCENTUAL NO SALÁRIO MÍNIMO REAL



Fontes: Dados da Segurança Social e cálculos dos autores, com base nos resultados do quadro 2, coluna 2.

trabalhadores são ajustados. Usamos a mesma especificação (equação (2)), alterando apenas a variável dependente, que passa a ser a diferença entre os logaritmos do salário real no ano $t+1$ e no ano t (uma medida da variação percentual dos salários). O quadro 2, coluna (2) reporta as estimativas do impacto percentual sobre o crescimento dos salários para cada grupo de trabalhadores relativamente ao quartil superior da distribuição de salários.

O primeiro facto notável destes resultados é que o impacto marginal do aumento de um ponto percentual no salário mínimo real é positivo para os que estão abaixo do salário mínimo que vigora no ano seguinte (os dois primeiros grupos) e negativo para os restantes trabalhadores. Este padrão assemelha-se ao efeito de “onda” discutido na secção 3. O gráfico 1 apresenta os efeitos marginais do quadro 2 coluna (2) e, para além das diferenças de escala, a forma da curva é essencialmente equivalente à do gráfico 7, para o ano de 2009. Isso implica que os aumentos no salário mínimo real não são inócuos para os trabalhadores que não auferem o salário mínimo. O *spillover* sobre esses salários é negativo, sugerindo que as empresas ajustam em baixa os ganhos salariais dos outros grupos de forma a acomodar os aumentos exógenos do salário mínimo. Para aqueles que estão preocupados com a desigualdade, este resultado contribui para uma distribuição de rendimento mais uniforme. Mas, como por vezes acontece, pode ser que este resultado seja “demasiado positivo” e que obrigue a considerar o impacto negativo sobre o emprego numa análise mais abrangente da desigualdade da distribuição do rendimento.

Tendo estudado o impacto no emprego e salários, estamos agora em condições de calcular as elasticidades do emprego a variações do salário. O quadro 2, coluna (3), reporta as elasticidades do emprego a variações do salário para cada grupo (obtida como o rácio entre a elasticidade do emprego ao salário mínimo e a elasticidade do salário ao salário mínimo, colunas (1) e (2)). A elasticidade para o grupo de trabalhadores que ganhava exatamente o salário mínimo é -1.1, indicando que por cada ponto percentual de aumento nos salários, o emprego diminui pouco mais de 1 p.p. A elasticidade entre o grupo que ganha abaixo do salário mínimo do ano seguinte é mais elevada, -5.3, em resultado do pequeno ganho salarial associado ao aumento do salário mínimo e de um impacto negativo sobre o emprego, que é semelhante ao dos trabalhadores com o salário mínimo.

Quadro 3

MODELOS DE PROBABILIDADE LINEAR ESTIMADOS COM DADOS DE PAINEL E EFEITOS FIXOS PARA A EMPRESA, POR IDADE E SETOR DE ATIVIDADE											
Trabalhadores jovens (menos de 25 anos)			Indústria			Construção			Serviços		
Emprego	Salários	Elasticidade	Emprego	Salários	Elasticidade	Emprego	Salários	Elasticidade	Emprego	Salários	Elasticidade
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
Indicador do nível salarial (β):											
Salário mínimo atual	-6.72 (0.000)		-5.70 (0.000)			-6.48 (0.000)			-8.03 (0.000)		
Inferior ao salário mínimo do próximo ano	-7.36 (0.000)		-5.43 (0.000)			-6.82 (0.000)			-5.85 (-4.090)		
Superior ao salário mínimo do próximo ano mas inferior ao 1º quartil	-10.35 (0.000)		-4.32 (0.000)			-5.91 (0.000)			-4.09 (0.000)		
2º quartil	-5.28 (0.000)		-3.26 (0.000)			-3.90 (0.000)			-1.85 (0.000)		
3º quartil	-2.41 (0.000)		-1.71 (0.000)			-2.42 (0.000)			-0.56 (0.000)		
Interação entre a variação real do salário mínimo e o indicador do nível salarial (ϕ):											
Salário mínimo atual	-0.74 (0.000)	-1.35	-0.71 (0.000)	0.70 (0.000)	-1.02	-0.61 (0.000)	0.64 (0.000)	-0.95	-0.46 (0.000)	0.46 (0.000)	-1.01
Inferior ao salário mínimo do próximo ano	-0.38 (0.000)	-4.04	-0.45 (0.000)	0.37 (0.000)	-1.20	-0.51 (0.000)	0.35 (0.000)	-1.43	-0.27 (0.000)	-0.09 (0.000)	3.04
Superior ao salário mínimo do próximo ano mas inferior ao 1º quartil	-2.25 (0.000)	-	-0.54 (0.000)	0.23 (0.000)	-2.35	-0.27 (0.000)	0.15 (0.000)	-1.83	-0.15 (0.000)	-0.32 (0.000)	0.47
2º quartil	-0.27 (0.000)	3.47	-0.28 (0.000)	0.12 (0.000)	-2.33	-0.45 (0.000)	0.30 (0.000)	-1.50	-0.26 (0.000)	-0.16 (0.000)	1.64
3º quartil	-0.24 (0.000)	-	-0.12 (0.000)	-0.06 (0.000)	1.93	-0.33 (0.000)	-0.04 (0.043)	-	-0.14 (0.000)	-0.24 (0.000)	0.61
Número de observações	2 184 150	1 720 885	4 456 811	3 878 574		2 120 848	1 698 736		10 799 866	9 144 619	

Fontes: Dados da Segurança Social e cálculos dos autores.

Notas: Valores-p entre parênteses. Ver notas do quadro 2, para a lista de variáveis incluídas e uma interpretação dos resultados obtidos.

Heterogeneidade: Jovens trabalhadores e setor de atividade

Um facto consensual na literatura é o de que o salário mínimo é mais relevante para os trabalhadores menos qualificados e jovens, que com mais frequência estão entre os trabalhadores com salários ao nível do salário mínimo. A coluna (1) do quadro 3 reporta os resultados de um exercício idêntico aos anteriores, mas considerando a subamostra de trabalhadores com idade inferior a 25 anos⁷. No geral, os resultados indicam que o emprego dos trabalhadores jovens é mais sensível às variações do salário mínimo real. Isto é particularmente verdade para o grupo que ganha exatamente o salário mínimo do ano corrente: por cada ponto percentual de aumento do salário mínimo, a probabilidade de permanecer empregado cai 0.74 p.p. Isto é quase um terço acima do efeito estimado para toda a população de trabalhadores (0.56). Na coluna (2), vemos que o impacto da variação do salário mínimo sobre os salários reais é similar em magnitude às estimativas anteriores, mas agora é estatisticamente não significativo para o grupo de trabalhadores com salários acima do salário mínimo. Estes resultados implicam uma maior elasticidade (em valor absoluto) entre os jovens a auferir salário mínimo (-1.3) e uma elasticidade ligeiramente menor no grupo contíguo (-4.0).

Os diferentes setores de atividade têm diferentes requisitos de capital humano. Nos setores com menor exigência de qualificações, a prevalência de salários mínimos é mais forte. Nas empresas desses setores, um aumento exógeno do salário mínimo poderá ter impactos mais fortes do que nos setores onde existam menos trabalhadores nessas circunstâncias. Para estudar essa possibilidade, consideramos três subamostras: indústria, construção e serviços. As colunas (4) a (12) apresentam as estimativas para o impacto dos aumentos do salário mínimo sobre o emprego e os salários.

Há três factos dignos de realce a retirar deste exercício. Primeiro, os impactos maiores sobre o emprego ocorrem na indústria transformadora e os menores impactos no setor dos serviços. Segundo, no caso da indústria transformadora, as magnitudes maiores, que eram tipicamente observadas para os dois grupos com salário inferior ao salário mínimo do ano seguinte, são extensivas agora ao terceiro grupo salarial. Por outras palavras, na indústria transformadora, aqueles que têm a perder com um aumento do salário mínimo, não são apenas os trabalhadores diretamente afetados pelo salário mínimo, mas também aqueles que já ganham ligeiramente acima do novo limiar legal. Em terceiro lugar, ao contrário da indústria transformadora, no setor dos serviços a maior magnitude é observada apenas para os trabalhadores que ganham exatamente o salário mínimo.

5. Conclusão

Este artigo discute o impacto dos aumentos do salário mínimo em três indicadores chave do mercado de trabalho: emprego, salários e desigualdade. Os nossos resultados apontam para elasticidades do emprego a variações do salário mínimo pequenas e negativas (próximas das estimadas para os EUA e Reino Unido, mas claramente inferiores às estimadas para França). Os desincentivos para os empregadores gerados por aumentos no salário mínimo são pequenos, mas são economicamente significativos, especialmente num período de crescimento lento da economia e da produtividade. A teoria económica é utilizada como um guia para interpretar estes resultados. A principal lição a reter é a de que o impacto do aumento do salário mínimo depende da estrutura do mercado, mas também do nível do salário mínimo e da magnitude dos respetivos aumentos.

A experiência recente da economia portuguesa oferece um cenário interessante para o estudo das consequências de aumentos significativos no salário mínimo. As conclusões obtidas permitem enquadrar os resultados de exercícios anteriores em que o impacto do aumento do salário mínimo foi obtido para grupos de trabalhadores específicos e que muitas vezes não são uma boa medida do impacto global de

⁷ Os quartis dos salários são redefinidos para cada uma das subamostras utilizadas.

aumentos do salário mínimo. Em Portugal, a desigualdade na aba inferior da distribuição salarial diminuiu acentuadamente desde 2007. Este resultado pode ser visto como a conjugação de um impacto direto positivo sobre os salários dos indivíduos de baixas remunerações e de um efeito de *spillover* negativo sobre os salários medianos. No entanto, os indivíduos remunerados com o salário mínimo sofreram também uma diminuição na estabilidade do emprego. A menor probabilidade de emprego para estes trabalhadores é um resultado negativo, o qual pode resultar tanto da quebra da procura como de um aumento contido da oferta de trabalho. Este último efeito pode estar associado ao funcionamento do sistema de subsídio de desemprego, que concede aos trabalhadores com salário mínimo um subsídio próximo do seu salário anterior. Note-se que a menor probabilidade de emprego se traduz numa redução do impacto positivo de subidas no salário mínimo na desigualdade da distribuição de rendimento. O sistema de subsídios de desemprego pode desempenhar um papel mitigador deste efeito negativo, mas isto é conseguido à custa de um menor incentivo ao trabalho.

Esses resultados realçam a importância de se considerar cuidadosamente a coerência do conjunto de políticas implementadas e, em particular, das suas interações. Os aumentos do salário mínimo deverão sempre ter em conta a evolução dos ganhos de produtividade e serem definidos no conjunto de políticas que interferem com o custo do trabalho. Políticas que promovam a diminuição dos custos de trabalho, em particular quando associadas à atividade de criação de emprego das empresas, terão como consequências mais plausíveis a obtenção de níveis mais altos de emprego e de menores taxas de desemprego. O sucesso da contenção de custos laborais no reposicionamento competitivo da Alemanha tem motivado outros países desenvolvidos a seguir políticas que desonerem o fator trabalho. De entre estas destacam-se as políticas de promoção da criação de emprego baseadas na redução do custo do trabalho e na criação de novos empregos que estão a ser seguidas por países como os EUA.

Referências

- Abowd, J., Kramarz, F., Margolis, D. e Philippon, T. (2000) "The Tail of Two Countries: Minimum Wages and Employment in France and the United States", *IZA Discussion Papers* 203, Institute for the Study of Labor (IZA).
- Angrist, J. e Pischke, J. (2009) "Mostly Harmless Econometrics: An Empiricist's Companion", Princeton University Press.
- Autor, D., Manning, A. e Smith, C. (2010) "The Contribution of the Minimum Wage to U.S. Wage Inequality over Three Decades: A Reassessment", *NBER Working Papers* 16533.
- Brown, C. (1999) "Minimum wages, employment, and the distribution of income", in O. Ashenfelter and D. Card (ed.), *Handbook of Labor Economics*, edition 1, volume 3, chapter 32: 2101-2163, Elsevier.
- Card, D. e Krueger, A. (1995) "Myth and Measurement: The New Economics of the Minimum Wage", Princeton University Press.
- Cardoso, A. (1998) "Earnings Inequality in Portugal: High and Rising?", *Review of Income and Wealth*, Wiley Blackwell, vol. 44(3): 325-43, September.
- Centeno, M., Machado, C. e Novo, Á. (2008) "A Anatomia do Crescimento do Emprego nas Empresas Portuguesas", Banco de Portugal, *Boletim Económico – Verão*: 69-95.
- Centeno, M., e Novo, Á. (2009) "When Supply Meets Demand: Wage Inequality in Portugal", *IZA Discussion Papers* 4592, Institute for the Study of Labor (IZA).
- Currie, J. e Fallick, B. (1996) "The Minimum Wage and the Employment of Youth Evidence from the NLSY", *Journal of Human Resources*, University of Wisconsin Press, vol. 31(2): 404-428.
- DiNardo, J., Fortin, N. e Lemieux, T. (1996) "Labor Market Institutions and the Distribution of Wages, 1973-1992: A Semiparametric Approach", *Econometrica*, vol. 64(5):1001-44, September.
- Freeman, R. (1996), "The minimum wage as a redistributive tool", *Economic Journal*, 106: 639-649.
- Katz, L. (1986), "Efficiency wages theories: A partial evaluation", *NBER Macroeconomics Annual*, NBER and MIT Press.
- Machin, S., Manning, A. e Rahman, L. (2003) "Where the Minimum Wage Bites Hard: The Introduction of the UK National Minimum Wage to a Low Wage Setor", *Journal of the European Economic Association*, 1: 154-80.
- Neumark, D., Schweitzer, M. e Wascher, W. (2004) "Minimum Wage Effects throughout the Wage Distribution", *Journal of Human Resources*, University of Wisconsin Press, vol. 39(2): 425-450.
- Neumark, D. e Wascher, W. (2008) "Minimum Wages", MIT Press, Cambridge.
- Pereira, S. (2003) "The impact of minimum wages on youth employment in Portugal", *European Economic Review*, vol. 47(2): 229-244, April.
- Portugal, P. e Cardoso, A. (2006) "Disentangling the Minimum Wage Puzzle: An Analysis of Worker Accessions and Separations", *Journal of the European Economic Association*, MIT Press, vol. 4(5): 988-1013
- Stigler, G. (1946), "The Economics of Minimum Wage Legislation", *American Economic Review*, 36, 358-365.

UMA ANÁLISE DA EVOLUÇÃO DO DESEMPENHO DOS ESTUDANTES PORTUGUESES NO *PROGRAMME FOR INTERNATIONAL STUDENT ASSESSMENT (PISA)* DA OCDE*

Manuel Coutinho Pereira**

RESUMO

Este estudo debruça-se sobre a evolução das classificações dos estudantes portugueses nos ciclos do *PISA* entre 2003 e 2009. Conclui-se que a variação das pontuações é bastante influenciada por alterações, quer no contexto familiar dos estudantes, quer em outras variáveis, como sejam a distribuição dos estudantes por anos de escolaridade. O processo de obtenção dos dados no programa, por amostragem, tende a amplificar tais alterações. Quando se tomam em conta estes fatores na análise, mantendo constantes os determinantes das classificações, verifica-se uma melhoria continuada no desempenho dos alunos ao longo dos ciclos considerados.

1. Introdução

Os programas internacionais de avaliação dos alunos, como o *PISA* da OCDE, têm uma grande utilidade na medida em que fornecem dados comparáveis ao longo do tempo e entre países, os quais permitem a avaliação dos sistemas educativos e, implicitamente, do retorno obtido com a despesa em educação. Em dezembro do ano passado foram divulgados os resultados do *PISA* 2009, referentes à quarta vez em que este programa foi realizado, tendo-se constatado uma melhoria das pontuações dos estudantes portugueses face a anteriores edições (as quais tiveram lugar em 2000, 2003 e 2006, isto é, em ciclos de três anos). Uma análise mais profunda da evolução das pontuações requer, contudo, um confronto com a evolução das características da população estudantil e das escolas. Desde logo, o estatuto sócio-económico dos estudantes tem influência sobre o desempenho, pelo que a alteração deste estatuto ao longo das sucessivas realizações do programa deverá ser tida em conta. Como se verá, há outros aspetos a considerar neste contexto, como seja a distribuição por anos de escolaridade dos alunos abrangidos. O *PISA* é um estudo por amostragem em que a inferência é realizada extrapolando para a população. Tal facto parece contribuir para aumentar as diferenças que se observam entre os ciclos relativamente a algumas variáveis dos alunos e das escolas, o que torna tanto mais necessária uma análise como a que aqui se desenvolve. Em contraste, na apresentação das tendências nos resultados do *PISA*, como em OCDE (2010), tem sido privilegiada uma análise não condicionada (ver Gebhardt e Adams, 2007).

No presente artigo estuda-se a variação das classificações dos estudantes portugueses ao longo das realizações do *PISA* em diversos pontos da sua distribuição, tendo em conta as alterações nas variáveis observáveis que as determinam. Consideram-se duas das matérias que o programa compreende, a saber, a matemática e a leitura. Este trabalho surge na sequência de Pereira (2010) que realizou uma análise dos determinantes do desempenho dos estudantes portugueses no *PISA* 2006 no contexto europeu –

* O autor agradece os comentários de Nuno Alves, Maria Manuel Campos, Mário Centeno, Jorge Correia da Cunha, Ana Cristina Leal e José Ferreira Machado. As opiniões expressas no artigo representam as opiniões do autor e não coincidem necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema. Eventuais erros e omissões são da sua exclusiva responsabilidade.

** Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.

avaliados a partir da estimação de funções de produção de educação – bem como de um conjunto de resultados relativos à sua variabilidade. Naquela análise pretendeu-se apurar um conjunto de aspetos de natureza mais estrutural, isto é, relativamente aos quais não se espera uma alteração substancial no horizonte temporal coberto pelos ciclos *PISA*, fazendo um confronto com outros países¹. Em contraste, no presente estudo põem-se em evidência as alterações no desempenho dos estudantes portugueses no decurso das edições do programa.

Quando se pretende comparar os resultados de testes de avaliação realizados em diferentes momentos, como na investigação que aqui se leva a cabo, é fundamental que a medição do desempenho seja comparável no tempo. De facto, se o grau de dificuldade dos testes variar e as pontuações não forem correspondentemente ajustadas, isto contaminará o apuramento da evolução do desempenho que (após controlar para os seus determinantes) constitui o objeto da análise. No *PISA* tem havido a preocupação de assegurar a comparabilidade dos resultados, reportando-se as pontuações obtidas em diversos momentos do tempo segundo a mesma escala. Tal é conseguido através do encadeamento dos testes por um conjunto de questões comuns, para cada uma das matérias. O grau de dificuldade medido naquele conjunto de questões é avaliado em cada ciclo relativamente a um ciclo de referência², sendo a desigualdade utilizada na construção de uma transformação das pontuações para a escala do ciclo de referência (ver, por exemplo, OCDE, 2009a, Capítulo 12, e Gebhardt e Adams, 2007, para uma discussão crítica).

O procedimento descrito tem sido seguido, no caso da leitura, desde o *PISA* 2000, e no caso da matemática, desde o *PISA* 2003, respetivamente tomados como ciclos de referência. A não-comparabilidade das pontuações em matemática na edição de 2000 implica a sua exclusão do presente estudo. Optou-se por não considerar de todo os dados deste ciclo, isto é, mesmo no caso da leitura, uma vez que a apresentação da informação sobre os estudantes e as escolas diverge, para certas variáveis, relativamente aos ciclos posteriores. Como na inferência condicional só podem ser utilizadas variáveis disponíveis para cada um dos anos, ou que possam ser construídas segundo uma metodologia comum, a exclusão do *PISA* 2000 permite também reter um maior número de variáveis explicativas.

O estudo inicia-se com uma análise descritiva do modo como as classificações obtidas pelos estudantes portugueses e as variáveis relativas aos alunos e às escolas têm evoluído ao longo das edições do *PISA* entre 2003 e 2009 (Secções 2 e 3). Na secção 4 realiza-se uma decomposição das pontuações entre a parte que é explicada pela variação das características dos alunos e das escolas, e a desigualdade nas pontuações que prevaleceria se tais características se tivessem mantido idênticas de uma edição para a outra do programa. Esta última componente dá-nos uma medida da variação do desempenho que pode ser atribuída ao sistema de ensino. Finalmente, na secção 5, pormenoriza-se a análise para as classificações dos alunos nos estabelecimentos de ensino públicos e privados. Na secção 6 resumem-se as principais conclusões.

2. Desempenho dos estudantes portugueses no *PISA* de 2003 a 2009

O universo do *PISA* é constituído pela população de estudantes com cerca de 15 anos que frequentam as escolas num determinado país e se encontram, pelo menos, no 7º ano de escolaridade. No caso português, a maioria dos alunos distribui-se entre o 9º e o 10º ano de escolaridade. Os testes são realizados por uma amostra representativa desta população de estudantes. No processo de amostragem,

¹ Ver também Pereira (2010) para alguma discussão sobre o enquadramento de estudos empíricos como o que aqui se apresenta na literatura da economia da educação.

² Note-se que no *PISA* é utilizado o modelo de Rasch, em que o grau de dificuldade de uma questão é medido pela proporção de alunos que responderam corretamente à mesma; a cada questão é depois associado um ponto na escala de acordo com o seu grau de dificuldade. Finalmente, o estudante é posicionado no ponto da escala que corresponde à questão a que ele tem uma probabilidade igual a 50 por cento de responder corretamente.

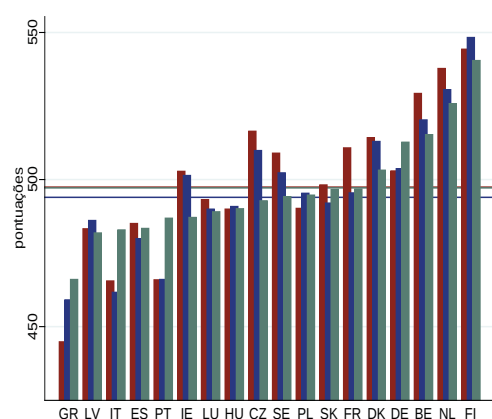
as escolas são sorteadas aleatoriamente numa primeira fase, e os alunos elegíveis em cada uma destas, até ao máximo de 40, numa segunda fase. Em Portugal, participaram no programa, em 2003, 4 608 alunos pertencentes a 153 escolas, em 2006, 5 109 alunos pertencentes a 173 escolas e, em 2009, 6 298 alunos pertencentes a 214 escolas. A dimensão das amostras tem correspondido a cerca de 5 por cento da população estudantil relevante. As bases de dados do *PISA* incluem ponderadores finais por aluno, refletindo, entre outros fatores, as probabilidades de amostragem. Além disso, as pontuações são reportadas sob a forma de valores extraídos da distribuição estimada das pontuações atribuível a cada aluno (ver OCDE, 2009b, Capítulos 6 e 8).

Os gráficos 1A e 1B apresentam as pontuações médias em Portugal e nos países da União Europeia que participaram nas três edições do programa e cujos dados em cada uma destas satisfazem certos requisitos de qualidade definidos pela OCDE (por exemplo, relativamente à taxa de resposta – ver OCDE, 2010, Capítulo 1)³. Apresenta-se ainda a média para o conjunto dos países (linhas horizontais). Recorde-se que as pontuações são medidas tomando como referência os resultados para 2000, no caso da leitura, e para 2003, no caso da matemática (correspondendo o valor 500 à respetiva média, nestes anos, para o conjunto dos países da OCDE). Os países encontram-se ordenados de acordo com os resultados no *PISA* 2009.

O facto mais saliente que se retira dos gráficos 1A e 1B é o aumento da pontuação média para Portugal no *PISA* mais recente comparativamente às duas edições anteriores, em que os resultados haviam sido bastante próximos. Tal evolução é particularmente visível na leitura, colocando os estudantes portugueses numa posição intermédia no *ranking* dos países da União Europeia considerados e, sobretudo, permitindo alcançar uma pontuação que, em termos estatísticos, não difere significativamente da média neste conjunto de países⁴. Também em matemática ocorreu uma melhoria apreciável do desempenho. Não obstante Portugal continue a aparecer mal posicionado em termos do *ranking* apresentado no

Gráfico 1A

DESEMPENHO EM MATEMÁTICA | PONTUAÇÕES POR PAÍS E MÉDIA PARA O CONJUNTO DOS PAÍSES, EM 2003 (A VERMELHO), EM 2006 (A AZUL) E EM 2009 (A VERDE)

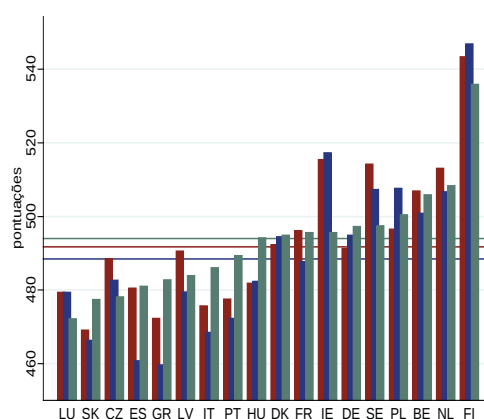


Fonte: Cálculos do autor.

Nota: Média das médias (ponderadas) calculadas para cada valor plausível.

Gráfico 1B

DESEMPENHO EM LEITURA | PONTUAÇÕES POR PAÍS E MÉDIA PARA O CONJUNTO DOS PAÍSES, EM 2003 (A VERMELHO), EM 2006 (A AZUL) E EM 2009 (A VERDE)



Fonte: Cálculos do autor.

Nota: Média das médias (ponderadas) calculadas para cada valor plausível.

- 3 Este último critério leva à exclusão da Áustria e do Reino Unido do nosso estudo. Os países considerados são a Alemanha, a Bélgica, a Dinamarca, a Eslováquia, a Espanha, a Finlândia, a França, a Grécia, a Hungria, a Irlanda, a Itália, a Letónia, a Luxemburgo, os Países Baixos, a Polónia, Portugal, a República Checa, e a Suécia.
- 4 Ou seja, os intervalos de confiança a 95 por cento (não apresentados) em torno da pontuação média para a população em Portugal e no conjunto dos países da União Europeia interseitam-se.

gráfico 1A, o país aproximou-se de forma clara dos resultados obtidos nos países que ocupam posições intermédias.

A fim de complementar o panorama da evolução das pontuações entre 2003 e 2009, apresenta-se agora a proporção de alunos no escalão inferior e superior das pontuações, respetivamente, no nível 1 de proficiência e abaixo e no nível de 5 de proficiência e acima (Gráficos 2A e 2B). Estes níveis de proficiência, definidos no âmbito do programa, correspondem a patamares sucessivos de dificuldade nas questões colocadas aos alunos (ver nota-de-rodapé 2); em particular, considera-se que os alunos no escalão inferior adquiriram competências aquém do nível mínimo que torna possível uma participação produtiva na sociedade.

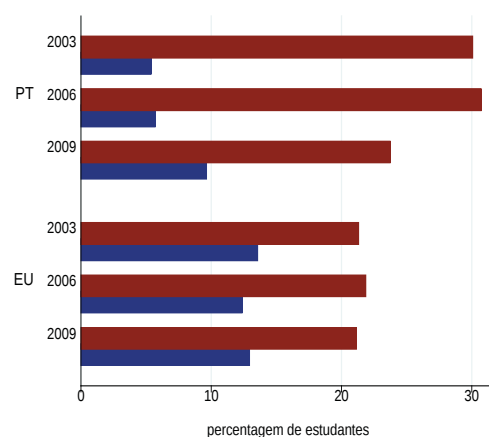
No que se refere à proporção de alunos no escalão inferior das pontuações em Portugal, após algum aumento entre 2003 e 2006, verificaram-se decréscimos importantes em 2009, quer em leitura (matéria para a qual aquela proporção se tornou inferior à média da União Europeia), quer em matemática. Nesta última disciplina verificou-se ao mesmo tempo um aumento importante da proporção de alunos com pontuações muito altas, indicando uma deslocação para a direita da distribuição das pontuações como um todo. Em contrapartida, na leitura, o aumento da média verificou-se sobretudo devido à melhoria do desempenho dos alunos ocupando escalões inferiores. A evolução dos quartis das distribuições das pontuações dos estudantes portugueses em 2006 e 2009 (não mostrados) confirma estas conclusões. Assim, enquanto na matemática há uma deslocação muito semelhante (de 20 a 21 pontos) para a direita de todos os quartis, na leitura tal deslocação é igual a cerca de 26 pontos no primeiro quartil e inferior a 10 pontos no terceiro. Ou seja, a dispersão das pontuações em matemática manteve-se, enquanto a das pontuações em leitura diminuiu.

3. A informação relativa aos estudantes e às escolas

Com o objetivo de reunir um grupo de variáveis explicativas com a maior extensão possível e comum aos três ciclos, examinou-se cuidadosamente a informação relativa aos estudantes e às escolas disponível nas bases de dados. Os questionários de onde esta informação provém têm um conteúdo semelhante, embora não idêntico, ao longo dos anos. A maior parte das variáveis utilizadas foram diretamente

Gráfico 2A

PROFICIÊNCIA EM MATEMÁTICA EM PORTUGAL E NOS PAÍSES DA UNIÃO EUROPEIA | ALUNOS NO NÍVEL 1 E ABAIXO (A VERMELHO) E NO NÍVEL 5 E ACIMA (A AZUL)

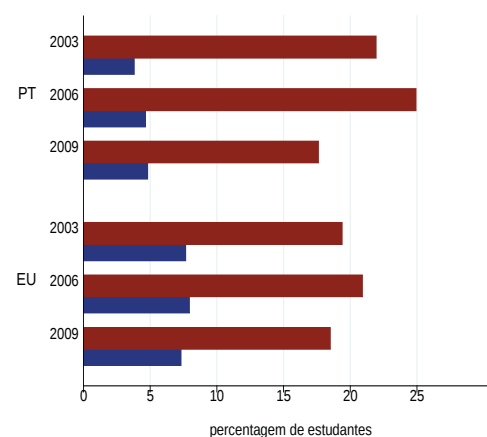


Fonte: Cálculos do autor.

Nota: Média das percentagens para cada valor plausível.

Gráfico 2B

PROFICIÊNCIA EM LEITURA EM PORTUGAL E NOS PAÍSES DA UNIÃO EUROPEIA | ALUNOS NO NÍVEL 1 E ABAIXO (A VERMELHO) E NO NÍVEL 5 E ACIMA (A AZUL)



Fonte: Cálculos do autor.

Nota: Média das percentagens para cada valor plausível.

retiradas das bases de dados. Todavia, nalguns casos estas variáveis foram construídas a partir da informação de base, designadamente, a amplitude nos graus de escolaridade ministrados pela escola, e os índices de recursos educativos em casa, de autonomia na gestão dos recursos e de autonomia na definição dos programas e métodos de avaliação⁵ (ver Apêndice 1). O conjunto das variáveis explicativas disponíveis - apresentado no quadro 1 - cobre a maior parte das que foram consideradas em Pereira (2010). As exceções são o índice de riqueza (o qual é largamente redundante na medida em que o contexto familiar é bem captado por variáveis alternativas) e as variáveis relativas à disponibilidade de computadores, à pressão exercida pelos pais sobre a escola no sentido de melhoria dos padrões, à existência de outras escolas concorrendo pelos mesmos alunos, e à familiaridade dos estudantes com tecnologias da informação⁶.

Consideram-se de seguida os aspetos mais significativos da evolução das características da população estudantil, das suas famílias e das escolas em Portugal nas edições do *PISA* de 2003, 2006 e 2009 (Quadro 1)⁷. Como já se mencionou, os alunos encontram-se essencialmente distribuídos entre o 9º e o 10º ano, refletindo sobretudo o mês do nascimento (para aqueles que nunca repetiram o ano). De notar, contudo, que se observa uma flutuação apreciável da repartição entre estes dois anos de escolaridade, inferindo-se um valor particularmente baixo para o número de estudantes a frequentarem o 10º ano no *PISA* 2006. Como se verá na próxima secção, a distribuição dos alunos pelos graus de escolaridade influencia bastante as pontuações, pelo que este fenómeno tem importância. O processo de amostragem poderá contribuir para o mesmo, na medida em que haja afastamentos da representatividade de certos tipos de escolas na amostra, designadamente as que ministram somente o ensino básico - cursos até ao 9º ano - ou o ensino secundário - cursos a partir do 10º ano (recorde-se que o processo de amostragem se inicia por uma seleção das escolas). O facto de no *PISA* 2006 existir uma maior proporção de escolas do primeiro tipo, relativamente aos outros ciclos, indicia que tal se poderá verificar. Como é sabido, este problema pode ser atenuado incluindo o tipo de escola como um critério de estratificação da amostra; tal aconteceu somente no *PISA* 2006 (ver Quadro 1, Capítulo 4 - OCDE, 2005, 2009a, 2011). Contudo, mesmo no conjunto das escolas que ministram cursos do ensino básico e secundário, existe alguma variação no tempo da distribuição dos estudantes pelos dois anos de escolaridade⁸.

São também visíveis oscilações nos valores das variáveis que medem o contexto familiar. A situação em termos de habilitações literárias parentais no *PISA* 2009 é mais favorável do que no ciclo de 2006, verificando-se uma maior proporção de estudantes cujos pais têm a educação secundária como nível máximo de habilitações. Em particular, ocorreu um grande aumento no escalão relativo à escolaridade secundária inferior (9º ano), em parte provavelmente relacionado com a obtenção de habilitações ao abrigo dos Processos de Reconhecimento, Validação e Certificação de Competências. No ciclo de 2009, a proporção de estudantes com pelo menos um dos pais com um grau terciário também aumentou. A situação no *PISA* 2006 em termos de habilitações literárias parentais é igualmente desfavorável relativamente ao ciclo de 2003, aqui no que se refere à distribuição entre os escalões relativos à educação

5 Não se utilizaram os índices originais, disponíveis nas bases de dados, pois constatou-se que estes não tinham sido construídos de forma idêntica ao longo do tempo.

6 Além disso, não se consideraram as variáveis binárias relativas à escassez de professores de matemática e da língua do teste, na medida em que, no *PISA* 2006 e 2009, muito poucas escolas portuguesas reportaram a existência de tal escassez.

7 A maioria das variáveis no quadro tem uma pequena quantidade de observações em falta para cada um dos anos. Tais observações foram imputadas correndo-se uma regressão (para o conjunto dos países da União Europeia indicados na nota-de-rodapé 3) das variáveis em causa sobre um conjunto de «regressores fundamentais» constituído pelo grau de escolaridade, a idade, o género, a localização da escola e o país (de modo idêntico ao descrito em detalhe em Pereira, 2010, Apêndice 2). Foram ainda imputadas todas as observações relativas ao *PISA* 2003 para as horas de aulas normais da língua do teste. Neste caso a imputação foi baseada nas horas de aulas normais de matemática e variáveis binárias para a localização da escola e o país.

8 Independentemente do tipo de escola, é possível que, dadas as proporções desiguais de estudantes a frequentarem o 9º e o 10º ano, a dimensão da amostra não permita obter mais precisão (isto também se aplica, com maioria de razão, aos 7º e 8º anos). A dimensão efetiva da amostra por escola é, em média, de 32 estudantes (40, no máximo).

Quadro1

VARIÁVEIS RELATIVAS AO ESTUDANTE E À ESCOLA (MÉDIAS) NO PISA PARA PORTUGAL^(a)

	2003	2006	2009
Características do estudante			
7º ano de escolaridade	4.2	6.6	2.3
8º ano de escolaridade	10.6	13.1	9.0
9º ano de escolaridade	20.3	29.5	27.9
10º ano de escolaridade	64.9	50.9	60.8
Idade (anos)	15.9	15.7	15.7
Género feminino	52.4	51.7	51.1
Contexto familiar			
Recursos educativos em casa (ind.) < [0,6] ^(b)	4.7	5.3	5.0
Livros em casa < 25	35.1	38.7	36.4
Livros em casa 25-200	49.1	46.0	48.1
Livros em casa > 200	15.8	15.4	15.5
Não imigrante	95.0	94.1	94.6
Imigrante (primeira ou segunda geração)	5.0	5.9	5.4
Língua do teste em casa	98.6	97.8	98.4
Língua estrangeira em casa	1.4	2.2	1.6
<i>Ocupação mais elevada dos pais</i>			
Manual/não especializada	12.9	12.9	8.9
Manual/especializada	27.9	24.0	21.9
Intelectual/não especializada	25.3	35.2	33.0
Intelectual/especializada	33.9	27.8	36.2
<i>Escolaridade mais elevada dos pais</i>			
Primária ou menor	38.5	38.1	27.0
Secundária inferior	16.8	16.2	23.0
Secundária superior	19.4	23.5	24.3
Terciária	25.3	22.2	25.8
Características da escola			
Dimensão da escola (1000 alunos)	1.000	0.958	0.937
Proporção de alunas	51.5	50.8	50.5
Situada em localidade < 15 000 pessoas	37.6	42.5	36.2
Situada em localidade 15 000 - 100 000 pess.	42.9	35.9	42.2
Situada em localidade > 100 000 pessoas	19.5	21.6	21.6
Amplitude graus escolaridade (graus max-min)	4.7	5.1	5.7
Proporção de repetentes	17.0	14.6	9.8
Autonomia de recursos (ind.) < [0,6]	1.9	1.7	2.2
Autonomia de programas/aval. (Ind.) < [0,4]	2.4	2.0	1.5
Escola pública	93.8	91.2	86.2
Escola privada	6.2	8.8	13.8
Recursos escolares			
Dimensão das turmas (alunos)	22.0	24.0	22.3
Rácio aluno/professor	11.0	8.9	8.5
Aulas normais - matemática (horas)	3.2	3.5	4.4
Aulas normais - língua do teste (horas) ^(c)	3.1	3.2	3.8

Fonte:

Notas: (a) Médias ponderadas; valores em percentagem do total exceto quando indicado de outra forma (no Apêndice 1 são dados mais detalhes sobre a construção das variáveis). (b) No caso de variáveis-índice, os intervalos contêm o máximo e mínimo. (c) Os valores para 2003 foram imputados na sua totalidade (ver nota-de-rodapé 7).

terciária e à educação secundária superior. Associada à variação das habilitações literárias, verifica-se uma flutuação na decomposição das ocupações dos pais. Por exemplo, a proporção de alunos com pelo menos um dos pais numa ocupação intelectual/especializada cai de cerca de 34 para 26 por cento entre as edições do *PISA* de 2003 e 2006, aumentando para 36 por cento no *PISA* 2009. As diferenças observadas entre os ciclos do programa no que respeita às variáveis do contexto familiar poderão estar associadas a algum enviesamento amostral no sentido da seleção de escolas situadas em meios rurais (localidades com menos de 15 000 habitantes) no *PISA* 2006 em detrimento de escolas situadas em meios urbanos de média dimensão (localidades com entre 15 000 e 100 000 habitantes). De uma forma geral, seria de esperar uma melhoria das habilitações literárias parentais durante o período em análise, designadamente um aumento gradual do número de pais com pelo menos um grau secundário em vez de primário. Contudo, tal evolução poderá ser na prática obscurecida pelo «ruído» introduzido pelo processo amostral.

No que respeita às variáveis da escola há a salientar o decréscimo da proporção de repetentes (na escola como um todo) ao longo dos três ciclos do *PISA* considerados. Esta evolução está de acordo com a descida que se tem observado nas taxas de retenção nos diversos graus de ensino durante a última década (GEPE, 2010). Da evolução dos indicadores de autonomia, construídos com base num grupo de questões respondidas pelas escolas (ver Apêndice 1), infere-se uma diminuição da autonomia destas últimas na escolha dos programas e métodos de avaliação. A proporção de alunos na população que frequenta escolas privadas aumenta ao longo do tempo, de pouco mais que 6 por cento, no *PISA* 2003, para quase 14 por cento, no *PISA* 2009 (a natureza pública/privada da escola tem sido utilizada como critério de estratificação nas diversas edições). Tal perfil não é, contudo, confirmado pelos valores provenientes de outras fontes (GIASE, 2006 e GEPE, 2011)⁹. Também neste caso é possível que, dado as escolas privadas representarem uma pequena parte do universo dos estudantes e dada a dimensão da amostra, não seja possível obter mais precisão.

Em conclusão, as características inferidas para a população estudantil e as escolas têm variado ao longo dos ciclos do *PISA*, sendo que a extrapolação da amostra para a população tende a amplificar a magnitude destas variações. Neste contexto é muito importante determinar o seu impacto na evolução do desempenho dos estudantes.

4. Decomposição da evolução do desempenho

4.1. Cálculo e interpretação da decomposição

Em termos gerais, a evolução de uma variável explicada por um modelo de regressão linear pode ser decomposta na componente que diz respeito às variáveis explicativas, por um lado, e aos coeficientes a elas associados, por outro (ver Fortin *et al.*, 2011, para uma descrição dos métodos utilizados neste contexto). O modelo linear que serve de base às decomposições realizadas neste estudo é a função de produção de educação, que relaciona a pontuação nos testes com variáveis explicativas relativas ao aluno, ao contexto familiar, e às escolas. A análise da evolução da variável dependente na sua média é tradicionalmente feita através da decomposição de Oaxaca-Blinder, que se baseia na estimação do modelo subjacente pela regressão dos mínimos quadrados. Este método permite, em primeiro lugar, distinguir entre a contribuição dos coeficientes e a contribuição das variáveis explicativas; além disso, fornece diretamente uma decomposição detalhada por variável (ou conjuntos de variáveis) desta última. Tal aspeto é importante no nosso contexto, uma vez que os regressores têm uma divisão natural em

⁹ As quais indicam (considerando a totalidade dos alunos que frequentam os cursos regulares do 3º ciclo do ensino básico) que a proporção de alunos nas escolas privadas terá subido marginalmente, de 12 para 13 por cento, ao longo do período em causa.

grupos cujo contributo interessa considerar em conjunto. Nos resultados apresentados consideram-se três grupos de variáveis, a saber, características do estudante, medidas do contexto familiar e características da escola/recursos escolares (ver Quadro 1 para a sua enumeração). Com base na regressão de quantis não condicionados, desenvolvida em Fortin *et al.* (2009), é possível realizar uma decomposição em moldes muito semelhantes, relativamente a outros pontos da distribuição da variável dependente¹⁰.

A decomposição divide o diferencial no desempenho entre os ciclos do *PISA* em dois termos. O primeiro termo corresponde à parte que pode ser atribuída a diferenças nas variáveis incluídas na função de produção de educação, ou seja, às características dos estudantes, famílias e escolas em cada um dos ciclos. O segundo termo reflete a variação no retorno associado às variáveis, isto é, o diferencial no desempenho que prevaleceria se aquelas não se tivessem alterado de um ciclo para o outro. O diferencial no desempenho condicionado, que este segundo termo capta, pode ser interpretado como tendo origem no sistema educativo. Note-se que, relativamente ao primeiro termo, a parte que diz respeito aos regressores relacionados com a escola¹¹ admite uma interpretação semelhante (ver também a discussão no parágrafo seguinte sobre variáveis omitidas). Pretende-se excluir a influência dos fatores relacionados com o contexto familiar e também com o próprio processo de obtenção dos dados, nomeadamente a distribuição dos estudantes por anos letivos, incluída nas características dos estudantes. De notar que, em parte, tal distribuição pode ser endógena ao sistema educativo – na medida que está relacionada com a repetência. Contudo, nos dados que aqui se utilizam, não deverá ser este o efeito que predomina.

Um aspeto importante a ter em conta na interpretação da componente da decomposição relacionada com os coeficientes é que a variação do coeficiente do termo constante captará, entre outros, o efeito de alterações no nível das variáveis omitidas¹². As regressões explicativas dos resultados de testes de avaliação de alunos incluem diversas variáveis estatisticamente significativas, mas tipicamente não conseguem explicar toda a sua variabilidade (ver, por exemplo, Woessmann *et al.*, 2009, Capítulo 2, utilizando os dados do *PISA* para um conjunto alargado de países). O coeficiente de determinação indica que nas regressões dos mínimos quadrados para Portugal – que serviram de base à decomposição de Oaxaca-Blinder – cerca de metade da variância das pontuações permanece inexplicada. Isto deverá refletir, em primeiro lugar, a variabilidade nas capacidades dos estudantes; contudo, é de esperar que este fator se mantenha constante ao longo do tempo, pelo que não influenciará grandemente os resultados da decomposição. Tal não se aplica, porém, a outros fatores não-observáveis que se relacionam com a qualidade e a eficácia do ensino, como sejam, o papel dos professores na organização das aulas e na escolha dos métodos de aprendizagem. Esta é porventura a área pior coberta pelas variáveis disponíveis no *PISA*, onde não existem, por exemplo, medidas da experiência dos professores¹³. Contudo, ainda que a variação dos coeficientes esteja também a captar uma alteração neste tipo de variáveis ao longo dos ciclos do *PISA*, tal está de acordo com a interpretação da componente em causa como dizendo respeito a variações do desempenho atribuíveis ao sistema de ensino.

10 As expressões utilizadas no cálculo das decomposições são dadas na nota ao quadro 2 abaixo. A decomposição de Oaxaca-Blinder assenta no facto de o estimador dos mínimos quadrados num modelo linear $y = x\beta + u$ estimar o impacto (igual a β) no valor esperado não condicionado de y , $E(y)$, da variação de $E(x)$, tal como decorre de $E(y) = E(E(y|x)) = E(x)\beta$. De forma similar, na regressão de quantis não condicionados estima-se o impacto (digamos, γ) no quantil não condicionado de y , $Q(y)$, da variação de $E(x)$, isto é, $Q(y) = E(x)\gamma$. Note-se que esta propriedade não é partilhada pela regressão convencional de quantis condicionados de Koenker e Bassett (1978) porquanto, em geral, $Q(y) \neq E(Q(y|x))$. Daí que as decomposições com base nestas últimas regressões requeiram a simulação de distribuições contrafactuais o que, em particular, dificulta a obtenção da decomposição detalhada da contribuição dos regressores (ver Fortin *et al.*, 2011).

11 Com exceção das variáveis-indicador da localização das escolas.

12 Note-se que os coeficientes dos restantes regressores incluídos no modelo também se alterarão na medida em que exista correlação com as variáveis omitidas. Contudo, isto não levanta dificuldades no nosso contexto, porque na decomposição os coeficientes são considerados conjuntamente.

13 As bases de dados incluem variáveis relativas às qualificações dos professores, que, contudo, dada a sua reduzida variabilidade, têm pouco interesse para a análise.

4.2. Resultados

As decomposições da variação das pontuações em matemática e leitura na média e no primeiro e terceiro quartis são apresentadas nos quadros 2 e 3, respetivamente, para 2003-2006 e 2006-2009. De referir que é possível calcular uma subdivisão da contribuição dos coeficientes correspondente à das variáveis explicativas. Todavia, na presença de variáveis binárias como as que no nosso modelo resultam das categorias das habilitações literárias e ocupações parentais, os resultados não são invariantes relativamente à categoria omitida na regressão (ver, por exemplo, Oaxaca e Ransom, 1999). Na prática, tal invalida a interpretação desses resultados, pelo que estes não são apresentados.

A estabilização aproximada da média das pontuações obtidas pelos estudantes portugueses entre o *PISA* 2003 e 2006 em matemática e leitura, apresentada nos gráficos 1A e 1B no início deste estudo¹⁴, resulta de contribuições de sinal contrário dos coeficientes (positiva) e dos regressores (negativa), que aproximadamente se compensaram. Nos quartis passa-se um fenómeno idêntico, com exceção do primeiro no caso da leitura, onde o aumento do retorno associado às variáveis é diminuto e ocorreu uma clara redução no nível das pontuações. Tal redução é consistente com a maior percentagem de alunos nos níveis de proficiência mais baixos nesta matéria, apresentado no gráfico 2B. Na contribuição dos regressores pesam sobretudo as variáveis do estudante, de acordo com o aumento da proporção de estudantes a frequentarem o 9º ano no *PISA* 2006, e também graus mais atrasados, tal como é indicado pelo contributo ainda mais negativo das características do estudante no primeiro quartil da distribuição das classificações.

As variáveis da família têm um contributo aproximadamente nulo na média, tornando-se este negativo no terceiro quartil, o que poderá ter a ver com a diminuição da percentagem de pais com um grau terciário e uma ocupação intelectual/especializada. A parte da variação do desempenho imputável às variáveis da escola é positiva, nomeadamente nos escalões intermédios e superiores das pontuações, o que se relaciona com alterações em diversos regressores, como sejam o aumento das horas de aulas normais, a redução na autonomia na definição de programas e métodos de avaliação e, no caso da matemática, a maior percentagem de escolas privadas. No confronto entre os resultados do *PISA* 2003 e 2006, o quadro 2 revela uma perspetiva mais favorável do que os gráficos 1A e 1B. Com efeito, observa-se uma melhoria do retorno para as variáveis na generalidade dos escalões da distribuição das pontuações, ou seja, do desempenho condicionado (a que se soma um contributo positivo das variáveis da escola).

Na evolução das pontuações entre o *PISA* 2006 e 2009 (Quadro 3) verifica-se que, quer os coeficientes, quer os regressores, têm contribuições positivas, que assim se reforçam. Consequentemente, a melhoria das classificações associada aos coeficientes fica aquém da que se observa como um todo. Como seria de esperar, a parte da variação do desempenho atribuível às características do estudante é agora positiva, sendo a sua magnitude particularmente grande na metade inferior da distribuição das classificações. Por seu turno, a parte daquela variação que se relaciona com os coeficientes tem um perfil análogo, sendo o efeito conjugado uma melhoria mais pronunciada do desempenho nesse segmento da distribuição – o que está de acordo com a diminuição da percentagem de estudantes nos níveis de proficiência mais baixos, apresentada nos gráficos 2A e 2B. A contribuição das variáveis sócio-económicas é consistentemente positiva ao longo dos escalões das pontuações – o que decorre da melhoria verificada no *PISA* 2009 relativamente a estas variáveis – mas a sua magnitude é menos importante do que a das características do estudante. O impacto dos regressores da escola na variação das classificações é relativamente reduzido, em termos absolutos. O sinal deste impacto não é constante ao longo da distribuição das pontuações, no caso da matemática, enquanto, no caso da leitura, se apresenta negativo. Em particular, o aumento da proporção de escolas privadas (em 5 p.p.) que se infere

¹⁴ Os valores nos quadros (para o total) diferem ligeiramente dos subjacentes aos gráficos uma vez que, ao contrário das regressões, no cálculo destes últimos se utilizaram todas as observações. Com efeito, mesmo após o procedimento de imputação, há observações que permaneceram em falta relativamente às variáveis explicativas.

Quadro 2

DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO DAS PONTUAÇÕES 2003-2006 NA MÉDIA E NOS QUARTIS						
	1º Quartil		Média		3º Quartil	
	Matemática	Leitura	Matemática	Leitura	Matemática	Leitura
Regressores (1)	-7.1 (-11.5,-2.5)	-7.3 (-12.5,-1.6)	-5.9 (-9.2,-2.5)	-6.1 (-9.7,-2.4)	-5.5 (-10.1,-1.7)	-7.5 (-12.3,-3.8)
Estudante	-11.2 (-13.7,-8.9)	-12.6 (-15.4,-9.7)	-10.1 (-12.0,-8.2)	-10.2 (-12.3,-8.1)	-9.7 (-11.9,-7.5)	-9.7 (-11.9,-7.8)
Família	2.2 (0.4,4.1)	3.1 (0.8,5.4)	-0.1 (-1.4,1.1)	0.8 (-0.7,2.2)	-3.5 (-5.1,-1.9)	-2.9 (-4.8,-1.3)
Escola	2.0 (-0.9,5.2)	2.2 (-1.5,6.0)	4.3 (2.3,6.3)	3.3 (1.2,5.7)	7.7 (4.2,10.5)	5.1 (1.9,8.0)
Coefficientes (2)	8.0 (3.1,12.4)	1.0 (-4.9,6.3)	8.1 (4.8,11.2)	3.3 (-0.4,6.6)	10.5 (6.3,15.8)	8.0 (3.8,12.9)
Total (1+2)	0.9 (-3.6,5.2)	-6.3 (-11.4,-1.9)	2.2 (-1.1,5.6)	-2.8 (-6.3,0.7)	5.0 (1.3,9.3)	0.5 (-3.1,4.1)

Fonte: Cálculos do autor.

Notas: As decomposições são calculadas como $S(y_{it}) - S(y_{it0}) = (X_{it} - X_{it0})b_{it} + X_{it0}(b_{it} - b_{it0})$, onde $t1$ e $t0$ indexam o ano, $S(y_{it})$ são as estatísticas relevantes das pontuações, X_{it} são as médias dos regressores (Quadro 1) e b_{it} são os coeficientes calculados através de regressões dos mínimos quadrados, no caso da média, e de quantis não condicionados (Fortin et al., 2009), no caso dos quartis. As regressões são ponderadas, utilizando os ponderadores finais por aluno, e corridas separadamente para cada valor plausível. Intervalos de confiança *Bootstrap* a 95%, com base em 1000 replicações, entre parêntesis.

Quadro 3

DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO DAS PONTUAÇÕES 2006-2009 NA MÉDIA E NOS QUARTIS						
	1º Quartil		Média		3º Quartil	
	Matemática	Leitura	Matemática	Leitura	Matemática	Leitura
Regressores (1)	16.9 (12.4,21.2)	13.9 (9.3,18.7)	15.2 (11.8,18.6)	11.7 (8.3,15.0)	14.2 (9.4,18.0)	6.9 (2.9,10.5)
Estudante	16.7 (14.0,19.2)	16.3 (13.8,19.0)	12.0 (10.1,13.7)	11.3 (9.5,13.0)	7.3 (6.0,8.6)	6.4 (5.2,7.5)
Família	2.0 (0.8,3.4)	2.6 (1.4,3.9)	2.3 (1.1,3.4)	2.8 (1.8,3.8)	3.0 (1.6,4.7)	3.0 (1.7,4.4)
Escola	-1.9 (-5.2,1.3)	-4.9 (-8.1,-1.4)	0.9 (-1.6,3.4)	-2.4 (-4.6,-0.2)	3.8 (0.1,6.8)	-2.5 (-5.8,0.7)
Coefficientes (2)	12.0 (7.2,16.9)	19.3 (13.9,24.4)	12.2 (8.8,15.3)	11.7 (8.4,15.0)	10.9 (6.4,16.3)	4.9 (0.3,9.5)
Total (1+2)	28.9 (24.7,32.7)	33.2 (28.5,37.8)	27.4 (24.3,30.4)	23.4 (20.2,26.2)	25.1 (21.1,29.0)	11.8 (8.1,15.5)

Fonte: Cálculos do autor.

Nota: Ver nota do quadro 2.

para a população em 2009 e que, como se referiu, poderá ter a ver com o processo de amostragem, tem pouca influência na variação do desempenho. Com efeito, o coeficiente do indicador de escola privada em 2009, que serve de base à decomposição, tem uma magnitude muito reduzida – especialmente na média (ver a próxima secção).

Com a ressalva de se estar a considerar um período de tempo não muito longo, a evidência obtida indica uma melhoria do desempenho condicionado dos estudantes nas duas edições mais recentes do PISA, que pode ser atribuída ao sistema de ensino. Entre os fatores que, de forma tentativa, se poderão avançar para explicar tal evolução, afigura-se como particularmente importante a introdução gradual dos exames nacionais¹⁵. A literatura da economia da educação sustenta que os exames transversais, externos às escolas, são um meio muito eficaz na criação de incentivos favoráveis ao sucesso escolar

¹⁵ No final do ensino secundário, ainda na década de 90, e do ensino básico, desde 2005. Têm-se ainda realizado provas de aferição no final dos 4º e 6º anos, mas que não têm consequências para a avaliação dos alunos.

para os diversos intervenientes. Por um lado, constituem um mecanismo de responsabilização das escolas, dos professores e dos alunos e, ao mesmo tempo, permitem a tomada de decisões informadas por parte dos agentes. Estudos empíricos abrangendo conjuntos de países que se têm debruçado sobre este tema concluem por um melhor desempenho dos estudantes nos sistemas de ensino com exames transversais, comum aos diversos pontos da distribuição do mesmo e contextos familiares (ver, por exemplo, Woessmann, 2002).

5. Desempenho nas escolas públicas e privadas nos ciclos do PISA

Os resultados do PISA podem ser utilizados para fazer um confronto entre as classificações dos estudantes nos estabelecimentos de ensino público e privado, e indiretamente avaliar a qualidade do ensino aí ministrado. Neste contexto, os dados do programa têm a vantagem de serem acompanhados de informação sobre o estatuto sócio-económico do estudante, podendo tal informação ser tomada em conta na análise. Ao mesmo tempo, a disponibilidade de dados para os três ciclos permite examinar o assunto em questão de forma mais fundamentada.

Nesta análise restringimos a atenção aos estudantes no 10º ano de escolaridade (que constitui o grupo mais numeroso), como forma de garantir que as conclusões não são afetadas pela diferente distribuição por graus dos alunos nos estabelecimentos de ensino públicos e privados. Começamos por apresentar, nos gráficos 3A e 3B, a diferença entre os dois tipos de escolas relativamente a algumas estatísticas descritivas das classificações.

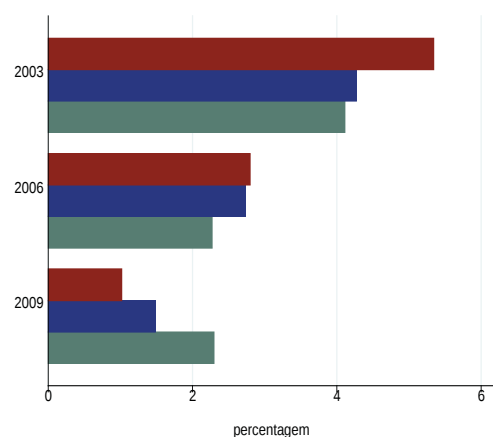
No que se refere às pontuações em matemática, as escolas privadas têm superado as escolas públicas ao longo dos ciclos do PISA, quer na média, quer nos quartis. Contudo, tem havido um movimento de aproximação entre as pontuações nos dois tipos de escolas, o qual se fica fundamentalmente a dever à melhoria das classificações dos alunos dos estabelecimentos de ensino públicos. No PISA 2009 o diferencial é já relativamente pequeno (em torno de 2 por cento), e encontra-se no limiar da significância estatística. Esta tendência de aproximação tem sido mais vincada nos escalões inferiores, e inverteu o perfil de desigualdade ao longo da distribuição de 2003 para 2009: enquanto no PISA 2003 o diferencial era mais elevado na parte inferior da distribuição, no PISA 2009 tal acontece na parte superior da mesma. Relativamente às classificações em leitura, o diferencial nas classificações entre escolas privadas e públicas no ciclo de 2006 é negativo (mas, em termos estatísticos, claramente não significativo) e atípico relativamente aos ciclos de 2003 e 2009. Uma possibilidade seria a amostra de escolas privadas ter sido particularmente desfavorável nesse ano (a média das classificações que se infere para a população das mesmas cai relativamente a 2003), porém tal conjectura não é corroborada pelos resultados em matemática. Sendo o diferencial em 2009 positivo mas relativamente pequeno, pode-se concluir pela existência de pouca disparidade no desempenho em leitura entre os estabelecimentos de ensino públicos e privados, nos dois ciclos mais recentes do PISA.

Para finalizar, considera-se o diferencial entre as escolas privadas e públicas relativamente às mesmas estatísticas da distribuição das pontuações, mas condicionando a inferência ao contexto familiar. Os gráficos 4A e 4B apresentam os coeficientes do indicador de escola privada em regressões dos mínimos quadrados e de quantis¹⁶, em que as pontuações figuram como a variável dependente e se controla para as variáveis sócio-económicas e a localização da escola. Como seria de esperar, em geral os diferenciais controlando para a composição sócio-económica, mais favorável nas escolas privadas, reduzem-se comparativamente aos apresentados nos gráficos 3A e 3B. Contudo, tal redução não é uniforme ao longo dos três ciclos do PISA considerados, sendo mais substancial em 2003 e 2009 do que em 2006. Com efeito, nesta última edição verifica-se que a referida composição é mais homogênea entre os dois grupos de escolas.

¹⁶ Neste exercício utilizaram-se regressões de quantis de Koenker e Basset (1978), uma vez que interessa agora apurar o efeito das alterações nos regressores sobre os quantis da distribuição condicionada das classificações.

Gráfico 3A

DESEMPENHO EM MATEMÁTICA NO ENSINO PÚBLICO E PRIVADO (ALUNOS NO 10º ANO DE ESCOLARIDADE) | PONTUAÇÕES NAS ESCOLAS PRIVADAS RELATIVAMENTE ÀS PÚBLICAS, DIFERENÇA PERCENTUAL NO 1º QUARTIL (A VERMELHO), NA MÉDIA (A AZUL) E NO TERCEIRO QUARTIL (A VERDE)

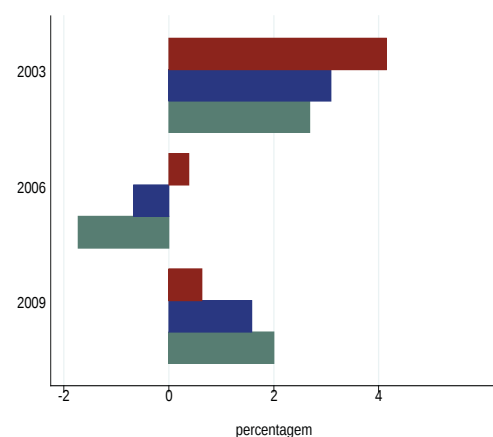


Fonte: Cálculos do autor.

Nota: Baseado no coeficiente da variável-indicador de escola privada em regressões (ponderadas) dos mínimos quadrados e de quantis condicionados (Koenker e Bassett, 1978), incluindo também a constante como regressor.

Gráfico 3B

DESEMPENHO EM LEITURA NO ENSINO PÚBLICO E PRIVADO (ALUNOS NO 10º ANO DE ESCOLARIDADE) | PONTUAÇÕES NAS ESCOLAS PRIVADAS RELATIVAMENTE ÀS PÚBLICAS, DIFERENÇA PERCENTUAL NO 1º QUARTIL (A VERMELHO), NA MÉDIA (A AZUL) E NO TERCEIRO QUARTIL (A VERDE)



Fonte: Cálculos do autor.

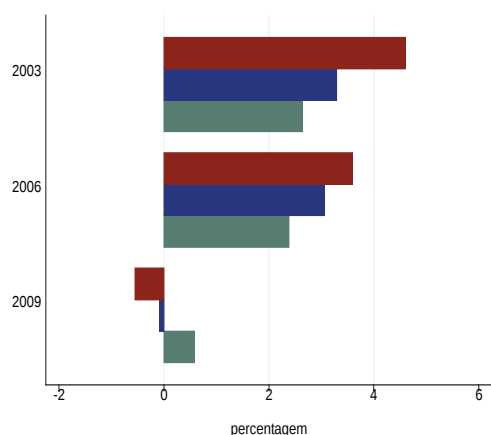
Nota: Baseado no coeficiente da variável-indicador de escola privada em regressões (ponderadas) dos mínimos quadrados e de quantis condicionados (Koenker e Bassett, 1978), incluindo também a constante como regressor.

No que se refere às pontuações em matemática (Gráfico 4A), o diferencial entre escolas privadas e públicas, uma vez controlando para o contexto familiar, afigura-se semelhante nos ciclos de 2003 e 2006, visto que a «correção» da influência deste contexto é mais importante em 2003. Por outro lado, em 2009, aquele diferencial praticamente desaparece (tornando-se ainda estatisticamente não significativo). Os resultados em leitura (Gráfico 4B) reforçam a interpretação de que as classificações nas escolas públicas e privadas diferiram pouco nas últimas duas realizações do programa: os diferenciais são, exceto para o 3º quartil em 2006, de magnitude muito reduzida e estatisticamente não significativos.

Em conclusão, alguma indicação de um desempenho superior dos alunos das escolas privadas em edições mais antigas do *PISA* tem-se vindo a esbater. No ciclo de 2009, em particular, não há diferença relevante entre as pontuações nas escolas privadas e públicas, quer em matemática, quer em leitura, controlando para o estatuto sócio-económico dos estudantes. Uma qualificação relativamente a toda esta análise diz respeito ao facto de a amostra conter um número pequeno de escolas privadas, podendo as conclusões ser perturbadas por uma não representatividade daquelas que são selecionadas. Assim, poderá ser problemático extrapolar para o universo dos estudantes relativamente à questão em causa. Acrescente-se que nos exames nacionais do 9º ano têm-se registado, mesmo em anos recentes, diferenças mais expressivas entre o desempenho dos estudantes nos estabelecimentos de ensino privado e público do que as apresentadas nos gráficos 3A e 3B. Com efeito, nos exames nacionais de 2009, as pontuações médias das escolas privadas superaram em cerca de 9 e 16 por cento as das escolas públicas, respetivamente, no português e na matemática (Jornal Público, 2009).

Gráfico 4A

DESEMPENHO EM MATEMÁTICA NO ENSINO PÚBLICO E PRIVADO (ALUNOS NO 10º ANO) - CONTEXTO FAMILIAR CONSTANTE | PONTUAÇÕES NAS ESCOLAS PRIVADAS RELATIVAMENTE ÀS PÚBLICAS, DIFERENÇA PERCENTUAL NO 1º QUARTIL (A VERMELHO), NA MÉDIA (A AZUL) E NO 3º QUARTIL (A VERDE)

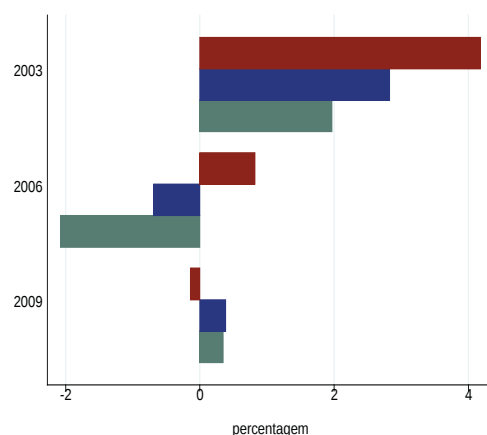


Fonte: Cálculos do autor.

Nota: Baseado no coeficiente da variável-indicador de escola privada em regressões (ponderadas) dos mínimos quadrados e de quantis condicionados (Koenker e Bassett, 1978), incluindo também as variáveis sócio-económicas, os indicadores de localização da escola e a constante como regressores.

Gráfico 4B

DESEMPENHO EM LEITURA NO ENSINO PÚBLICO E PRIVADO (ALUNOS NO 10º ANO) - CONTEXTO FAMILIAR CONSTANTE | PONTUAÇÕES NAS ESCOLAS PRIVADAS RELATIVAMENTE ÀS PÚBLICAS, DIFERENÇA PERCENTUAL NO 1º QUARTIL (A VERMELHO), NA MÉDIA (A AZUL) E NO 3º QUARTIL (A VERDE)



Fonte: Cálculos do autor.

Nota: Baseado no coeficiente da variável-indicador de escola privada em regressões (ponderadas) dos mínimos quadrados e de quantis condicionados (Koenker e Bassett, 1978), incluindo também as variáveis sócio-económicas, os indicadores de localização da escola e a constante como regressores.

6. Conclusões

Este estudo apresenta uma análise da evolução das classificações dos estudantes portugueses nos ciclos do *PISA* de 2003, 2006 e 2009. As principais conclusões são as seguintes.

- Depois de uma relativa estabilização entre as edições de 2003 e 2006, as classificações dos alunos portugueses aumentaram consideravelmente na edição de 2009, tanto em matemática como em leitura. Tal aumento permitiu uma progressão para posições intermédias no ranking dos países da União Europeia, especialmente na segunda daquelas matérias.
- As alterações nos determinantes das classificações entre os ciclos do *PISA* têm influenciado bastante as mesmas, designadamente no que respeita às variáveis do contexto familiar e, com maior intensidade, à distribuição dos alunos por anos de escolaridade.¹⁷ Tais alterações são causadas, em parte, pela utilização de métodos amostrais na obtenção dos dados.
- Mantendo as características dos estudantes e o contexto familiar constantes, ocorreu uma melhoria continuada das pontuações ao longo dos ciclos do *PISA* considerados, que pode ser atribuída ao sistema de ensino. O impacto positivo da variação do retorno para as variáveis foi, no ciclo de 2006 relativamente a 2003, contrabalançado pelas alterações desfavoráveis na distribuição dos alunos por anos de escolaridade e no contexto familiar. Pelo contrário, entre o *PISA* 2006 e 2009, as duas componentes reforçaram-se originando um forte aumento das classificações.

¹⁷ Tal recomenda que a comparação, mesmo em termos descritivos, dos resultados do *PISA* em diversas edições deva ser feita segundo o ano de escolaridade dos alunos, como forma simples de controlar para as alterações verificadas.

- Uma análise das pontuações dos alunos nas escolas públicas e privadas no *PISA* indica uma tendência para o esbatimento das diferenças nas classificações dos alunos entre os estabelecimentos de ensino dos dois tipos. Contudo, dado o número reduzido de escolas privadas na amostra, a extrapolação destas conclusões para o universo dos estudantes afigura-se problemática.

Bibliografia

- Fortin, Nicole, Thomas Lemieux e Sergio Firpo (2009). "Unconditional quantile regressions". *Econometrica*, 77(3): 953–973.
- Fortin, Nicole, Thomas Lemieux e Sergio Firpo (2011). "Decomposition Methods in Economics", in *Handbook of Labor Economics*, O. Ashenfelter e D. Card (eds.), Part 1, Volume 4A. Amsterdam: North-Holland.
- Gebhardt, Eveline e Raymond Adams (2007). "The influence of equating methodology in reporting trends in PISA", *Journal of Applied Measurement*, 8(3): 305-322.
- GEPE (2010). *A Educação em Números – Portugal 2010*. Lisboa: Gabinete de Estatística e Planeamento da Educação.
- GEPE (2011). *Estatísticas da Educação – Anos Letivos de 2005/06 a 2008/09*, quadros disponíveis online em <http://estatisticas.gepe.min-edu.pt/index.jsp>. Lisboa: Gabinete de Estatística e Planeamento da Educação.
- GIASE (2006). *Séries Cronológicas, Alunos – 1985-2005*. Lisboa: Gabinete de Informação e Avaliação do Sistema Educativo.
- Jornal Público (2009). *Ranking, Ensino Básico e Secundário*. Suplemento à edição de 17 de outubro de 2009.
- Koenker, Roger e Gilbert Basset (1978). "Regression quantiles". *Econometrica*, 46(1): 33–50.
- Oaxaca, Ronald L. e Michael R. Ransom (1999). "Identification in detailed wage decompositions". *Review of Economics and Statistics*, 81(1): 154-157.
- OCDE (2005). *PISA 2003 Technical Report*. Paris: Organization for Economic Cooperation and Development.
- OCDE (2009a). *PISA 2006 Technical Report*. Paris: Organization for Economic Cooperation and Development.
- OCDE (2009b). *PISA Data Analysis Manual*. Paris: Organization for Economic Cooperation and Development.
- OCDE (2010). *PISA 2009 Results: Learning trends – Changes in Student Performance since 2000*. Volume V. Paris: Organization for Economic Cooperation and Development.
- OCDE (2011). *PISA 2009 Technical Report (preliminary version)*, disponível online em <http://www.oecd.org/>. Paris: Organization for Economic Cooperation and Development.
- Pereira, Manuel C. (2010). "Desempenho educativo e igualdade de oportunidades em Portugal e na Europa: o papel da escola e a influência da família". Banco de Portugal, *Boletim Económico* – Inverno.
- Woessmann, Ludger (2002). "How central exams affect educational achievement: international evidence from TIMSS and TIMSS-Repeat". *Harvard University Program on Education Policy and Governance Working Paper No. PEPG/02-10*.
- Woessmann, Ludger, Elke Luedemann, Gabriela Schuetz, e Martin West (2009). *School Accountability, Autonomy and Choice around the World*. Cheltenham, UK: Edward Elgar.

Apêndice 1. Definição das variáveis explicativas calculadas pelo autor

Recursos educativos em casa. Índice calculado com base nas respostas do aluno a seis questões sobre a posse de: uma mesa para estudo, um lugar tranquilo para estudar, um computador para trabalhos escolares, *software* educativo, livros que auxiliem nos trabalhos escolares e um dicionário.

Amplitude dos graus de escolaridade. Calculado como a diferença entre o grau máximo e o grau mínimo ministrados pela escola.

Autonomia na alocação de recursos. Índice calculado com base nas respostas da escola a seis questões sobre a responsabilidade quanto: à contratação dos professores, ao despedimento dos professores, à fixação do salário inicial, à fixação dos aumentos salariais, à formulação do orçamento global da escola, e a alterações na alocação orçamental entre rubricas.

Autonomia de programas e avaliação. Índice calculado com base nas respostas da escola a quatro questões sobre a responsabilidade quanto: à definição dos métodos de avaliação dos alunos, à escolha dos livros, à determinação do currículo dos cursos, e aos cursos oferecidos.

AS CONTAS NACIONAIS TRIMESTRAIS EM TEMPO REAL: UMA ANÁLISE DAS REVISÕES NA ÚLTIMA DÉCADA*

Fátima Cardoso** | António Rua**



147

Artigos

RESUMO

Este artigo analisa as revisões das Contas Nacionais Trimestrais em Portugal na última década. Procede-se à avaliação do comportamento em tempo real das estimativas para o PIB e respetivas componentes quer do lado da Despesa quer do lado da Oferta. Em particular, são analisadas as revisões efetuadas até um ano após a divulgação da primeira estimativa bem como as revisões decorrentes da incorporação de Contas Nacionais Anuais. No caso do PIB, também é aferida a fiabilidade da estimativa rápida, mais recentemente disponibilizada pelo INE. Os resultados para o PIB sugerem que as revisões até um ano não são significativas registando-se contudo revisões de maior magnitude aquando da incorporação das Contas Nacionais Anuais. As componentes da Despesa relacionadas com o comércio externo são as que apresentam maiores revisões e as estimativas do lado da Oferta têm uma natureza mais precária que as do lado da Despesa.

1. Introdução

As Contas Nacionais Trimestrais (CNT) constituem uma das peças de informação mais importantes relativamente à evolução da atividade económica de um dado país. Incluem estimativas dos principais agregados macroeconómicos, e representam o estado mais atualizado sobre a situação económica do país, servindo de base para a realização de projeções macroeconómicas, bem como para a tomada de decisões de política económica. Contudo, as contas nacionais estão sujeitas a revisões ao longo do tempo que refletem a inclusão de nova informação disponível bem como ajustamentos metodológicos com o objetivo de melhorar a sua qualidade. A importância das contas nacionais e a necessidade de as disponibilizar atempadamente torna inevitável a existência de revisões, uma vez que as primeiras estimativas terão sempre uma natureza preliminar. Dada a sua importância no acompanhamento da conjuntura económica, a avaliação da sua fiabilidade em tempo real torna-se crucial.

A avaliação da fiabilidade prende-se com a questão de aferir quão próxima uma estimativa inicial está das estimativas subsequentes e não a de discutir o grau de aproximação dessa estimativa à realidade que pretende medir. A análise de revisões consiste em comparar a estimativa num dado momento com a que estará disponível num momento posterior do tempo para o mesmo período de referência. Note-se que as revisões fazem parte do processo de produção estatística e refletem não só a existência de nova informação de base como também a política de revisões dos produtores de estatística, pelo que não se deve inferir que uma estatística pouco revista tem necessariamente mais qualidade do que outra mais revista. Contudo, a existência de revisões com carácter significativo pode prejudicar a avaliação da situação económica e respetiva previsão, pelo que é importante quantificar o impacto das revisões. De acordo com

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

** Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.

Aruoba (2008) uma boa estimativa inicial (revisões “bem comportadas”) traduz-se em revisões pouco significativas (em dimensão e volatilidade) e não previsíveis, isto é, as revisões não deverão apresentar um comportamento sistemático.

A análise das revisões dos dados macroeconómicos, em particular dos principais agregados das CNT, tem sido extensamente abordada na literatura. De facto, existe um vasto conjunto de estudos que analisam para vários países a questão das revisões do PIB e das suas componentes. Veja-se, por exemplo, Aruoba (2008) para os EUA, Meader (2007) para o Reino Unido ou Kholodim e Silivesstivs (2009) para Alemanha. Por sua vez, Faust (2005) analisa as revisões das primeiras estimativas do PIB para o grupo de países designado por G-7. Refira-se que esta temática também tem recolhido interesse por parte de diversas instituições internacionais como, por exemplo, a OCDE e o BCE. Veja-se por exemplo, Ahmad *et al.* (2004) e McKenzie (2006) para análises comparativas de revisões do PIB para vários países da OCDE ou BCE (2009) no âmbito da área do euro.

A existência deste tipo de revisões traduziu-se num crescente interesse na avaliação do seu impacto em diversas áreas da análise macroeconómica. Por exemplo, Orphanides (2001, 2003) discute a importância das revisões na implementação e interpretação de regras de política monetária, nomeadamente, da regra de Taylor. Por sua vez, Orphanides e Van Norden (2002) analisam o seu impacto na estimação do hiato do produto e Stark e Croushore (2002) avaliam a sua relevância num contexto de previsão¹. Uma síntese recente deste tipo de literatura pode ser encontrada em Croushore (2011).

No caso português, a metodologia de cálculo das CNT, pelo menos para parte dos agregados, é indireta, ou seja, é baseada na relação entre os valores das Contas Nacionais Anuais (CNA) já publicados e indicadores associados, disponíveis trimestralmente. Sempre que são publicadas CNA, as CNT são revistas de modo a estarem consistentes com esses valores anuais. Não considerando alterações metodológicas substanciais, as revisões das CNT são essencialmente de dois tipos: revisão dos indicadores associados que estão na base da estimação e alteração dos valores anuais de referência (aquando de uma nova publicação de CNA). A incorporação das CNA (que são estimadas com um maior grau de detalhe e informação) poderá originar revisões mais significativas nos valores trimestrais do ano em causa. Além disso, a existência de novos valores anuais de referência poderá ter impacto não só nas estimativas desse ano mas em toda a série por via de eventuais ajustamentos nos coeficientes estimados. Além destes dois tipos de revisão podem ocorrer ainda pequenas revisões resultantes do processo de correção sazonal.

Em particular, José (2004) avaliou as revisões das CNT portuguesas para o período compreendido entre o 4º trimestre de 1991 e o 1º trimestre de 2004. Contudo a análise das revisões naquele período amostral defronta-se com vários problemas, nomeadamente: a mudança do sistema europeu de contas do SEC 79 para SEC 95 a partir do 2º trimestre 2000, implicando quebras de série devidas às alterações metodológicas e conceptuais; períodos de interrupção de divulgação das CNT; mudança do calendário de divulgação dado que a primeira estimativa passou a ser divulgada a 70 dias em vez de 120 dias a partir do 4º trimestre de 2002. Assim sendo, este artigo procura revisitar a fiabilidade das CNT considerando para tal um período amostral homogéneo, isto é, não afetado pelos referidos problemas. Desta forma, o período examinado compreende o 4º trimestre de 2002 até ao 1º trimestre de 2011, correspondendo ao período de divulgação regular das CNT com o atual enquadramento, isto é, séries estatísticas de acordo com o SEC 95 e com divulgação da primeira estimativa (isto é, a primeira publicação de CNT detalhadas) a 70 dias. Além disso, a partir do primeiro trimestre de 2007, o INE passou a divulgar uma estimativa rápida apenas para o PIB após 45 dias da conclusão do trimestre, o que justifica uma avaliação dessa estimativa antecipada do PIB. Essa estimativa será analisada separadamente. A análise das revisões das CNT será feita recorrendo a um conjunto de estatísticas descritivas habitualmente utilizadas neste tipo de estudos.

¹ Por exemplo, no caso do Reino Unido, o facto de o PIB ser sujeito a revisões levou a que o Banco de Inglaterra, no âmbito da divulgação das suas projeções macroeconómicas, incorporasse tal informação na construção do chamado *fan chart* para o PIB por forma a refletir a incerteza sobre o passado (ver Bank of England (2007)).

O artigo está organizado da seguinte forma. Na secção 2, descrevem-se os dados e a metodologia seguida, isto é, o tipo de revisões e as medidas utilizadas. Na secção 3, são analisadas as revisões do principal agregado macroeconómico relativo à atividade económica, isto é, o PIB. Nesta secção faz-se uma análise mais exaustiva, incluindo também a análise das revisões da estimativa rápida, assim como das revisões das estimativas trimestrais aquando da divulgação das respetivas CNA. Além disso, são analisadas as revisões das taxas de variação em volume dos principais agregados das CNT, incluindo as diversas componentes do lado da Despesa e da Oferta, bem como dos deflatores. A secção 4 apresenta as principais conclusões.

2. Dados e metodologia

A primeira estimativa das CNT para um dado trimestre (incluindo PIB pelo lado da Despesa e da Oferta com a respetiva desagregação) é atualmente divulgada 70 dias após o fim do trimestre de referência. Esta estimativa pode ser revista nas publicações seguintes que serão disponibilizadas com uma periodicidade trimestral. Assim, em simultâneo com a publicação da primeira estimativa do trimestre t , é publicada a segunda estimativa do trimestre $t-1$, a terceira estimativa do trimestre $t-2$ e assim sucessivamente. No formato atual, cada publicação inclui uma coleção de dados trimestrais² para o período desde o 1º trimestre de 1995 até ao trimestre de referência.

Os dados a analisar compreendem o PIB e as suas principais componentes do lado da Despesa, bem como o VAB e respetiva desagregação por principais ramos de atividade, disponibilizados nas 34 *vintages* referentes ao período entre o 4º trimestre de 2002 (divulgado em março de 2003) e o 1º trimestre de 2011 (divulgado em junho de 2011).

Com esta base de dados é possível analisar vários tipos de revisões. A primeira revisão para cada trimestre corresponde à diferença entre as taxas de crescimento da segunda estimativa e a implícita na primeira estimativa. Para os trimestres seguintes podem analisar-se revisões face ao trimestre anterior ou revisões face à primeira estimativa.

Uma vez que as estimativas são passíveis de ser revistas em cada publicação, à medida que vão surgindo novas divulgações de CNT, os valores para trimestres mais recuados estão sujeitos a um mais longo período de revisão. Quando se considera a série mais recente publicada (última estimativa) essa inclui face à primeira estimativa de cada trimestre diferentes horizontes de revisão. Além disso, enquanto os últimos valores trimestrais ainda não estão sujeitos a nenhuma restrição anual imposta pelas CNA, os valores trimestrais mais recuados já incorporam as respetivas CNA. Por essa razão, não se analisa a revisão da estimativa atual face à primeira estimativa, optando-se por analisar apenas revisões com o mesmo desfasamento temporal em todas as estimativas. Para tal, privilegiou-se a revisão até um ano após a primeira estimativa. Considerando este horizonte temporal de revisão, as estimativas não foram ainda sujeitas à revisão potencialmente mais significativa decorrente da incorporação das CNA do respetivo ano. Com efeito, as CNA são geralmente divulgadas com um desfasamento superior a um ano face à divulgação da primeira estimativa do último trimestre desse ano. Por outro lado, considerando um período de tempo de revisão relativamente limitado (o que permite também não perder muitas observações na análise), minimiza-se a inclusão de revisões decorrentes de alterações metodológicas mais significativas (como por exemplo, mudanças de base, com impacto em toda a série) e que não refletem o processo regular de revisões.

No que se refere à estimativa rápida (divulgada 45 dias após o final do respetivo trimestre), dado que apenas está disponível para o PIB e para um período amostral mais curto (a partir do 1º trimestre de 2007) foi analisada separadamente. Neste caso, procedeu-se à avaliação da revisão da estimativa rápida face à primeira estimativa (divulgada ao fim de 70 dias).

² Na análise de dados em tempo real, as coleções de dados referentes a cada publicação costumam designar-se por *vintages*.

Pretendeu-se também aferir, no caso do PIB, o impacto da incorporação de CNA nos valores trimestrais do respetivo ano. Embora neste caso, a comparabilidade das revisões seja menor, uma vez que os valores anuais foram publicados com desfasamentos temporais diferenciados, é importante ter uma noção de quanto poderão mudar os valores trimestrais após a incorporação das CNA respetivas. Nesse sentido, são também apresentadas, no caso do PIB, as revisões nos valores trimestrais de um dado ano após a incorporação das CNA do respetivo ano. A análise das revisões por incorporação das CNA também é efetuada, embora de forma mais sintética, para as componentes do PIB bem como para o VAB e respetiva desagregação.

A análise de revisões foi conduzida com recurso a um conjunto alargado de medidas estatísticas regularmente utilizadas neste tipo de estudos. Para facilidade de exposição consideremos como revisão a diferença entre as taxas de variação (homóloga ou em cadeia) numa estimativa inicial e numa estimativa final (aqui entendidas como as estimativas antes e após revisão).

Como indicador de sinal da revisão é apresentada a média das revisões. Quanto mais próxima de zero estiver a média, menos enviesada é a estimativa inicial. Neste sentido, procedeu-se a um teste de significância da média, isto é, testou-se se a média é ou não estatisticamente diferente de zero. Uma média estatisticamente significativa e positiva (negativa) significa que a variável é sub(sobre)avaliada na estimativa inicial, sugerindo um comportamento sistemático das revisões. A percentagem de revisões com sinal positivo também pode ser vista como um indicador do sinal da revisão da estimativa inicial (uma percentagem elevada de revisões negativas ou positivas indicia enviesamento da estimativa inicial).

Dado que revisões de sinal contrário se compensam, o principal indicador utilizado para medir a dimensão das revisões é a revisão absoluta média, isto é, a média dos valores absolutos das revisões. Em alternativa e de modo a ter em conta a escala da variável, calculou-se também a revisão absoluta média relativa, isto é, o rácio entre a média dos valores absolutos das revisões e dos valores absolutos (neste caso, das taxas de variação) da variável em análise (correspondentes à estimativa final). Esta medida pode ser interpretada como a proporção da estimativa que em média é revista no período de revisão. Calcularam-se também indicadores como a percentagem de concordância no sinal da taxa (quando se compara a estimativa inicial com a estimativa final) bem como na direção (aceleração/desaceleração).

É desejável que as revisões apresentem não só uma dimensão como também uma volatilidade baixa. Assim, foram calculados alguns indicadores de volatilidade como o desvio padrão das revisões e o rácio ruído-sinal, isto é, o rácio entre o desvio-padrão das revisões e o desvio-padrão da estimativa final, que tem em conta a volatilidade da própria variável. Adicionalmente é apresentada a decomposição da revisão quadrática média (MSR), isto é, da média dos quadrados das revisões (para a descrição de um conjunto de medidas incluindo esta decomposição, veja-se, por exemplo, Di Fonzo (2005) e McKenzie (2006)). Esta medida é decomposta em 3 componentes (UM, UR, e UD) tais que $UM+UR+UD=100$. UM é a proporção do MSR que advém da média das revisões não ser zero, UR é a proporção que decorre da correlação entre a estimativa inicial e final ser diferente de 1 (em particular, UR será tanto maior quanto menor for a correlação entre as estimativas inicial e final) e UD é a componente residual. Estimativas fiáveis implicam valores pequenos para UM e UR e um valor alto para UD, isto é, da proporção não causada por diferenças sistemáticas entre as estimativas antes e após revisão.

Em seguida, procede-se à análise das revisões quer às taxas de variação homóloga (t.v.h.) quer às taxas de variação em cadeia (t.v.c.), tanto para a evolução em volume como dos deflatores. Refira-se que, tal como as t.v.h. se relacionam com as t.v.c., existe uma relação entre as revisões nas t.v.h. e t.v.c. de uma mesma publicação. Uma revisão na t.v.h. corresponde aproximadamente a uma soma ponderada das revisões nas quatro t.v.c. (entre o trimestre t e o trimestre $t-4$) implícitas na versão t . A maior parte da análise de revisões conduzida na secção 3 incide sobre taxas de variação em volume sendo que as revisões dos deflatores serão sumariamente abordadas na subsecção 3.4.

3. Análise de revisões

3.1. PIB

3.1.1. Primeira estimativa e estimativas subsequentes até um ano

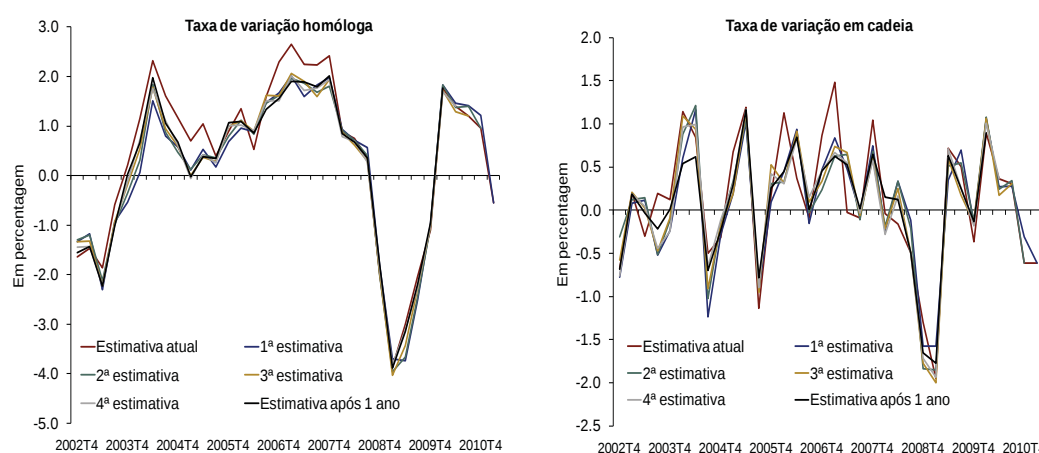
O gráfico 1 apresenta as taxas de variação homóloga e em cadeia para o PIB em volume, implícitas na primeira estimativa de cada trimestre, bem como nas estimativas seguintes até um ano após a primeira versão. O gráfico inclui também as taxas implícitas na última publicação, isto é, a última *vintage* utilizada neste estudo. Desde logo, há a realçar que as várias estimativas apresentam um perfil de evolução muito semelhante, o que se traduz num elevado coeficiente de correlação entre as mesmas. Quando se compara a versão mais recente (estimativa atual) com as estimativas até um ano, nota-se algumas diferenças mais significativas, em particular para o período anterior a 2007. No entanto, convém ter presente que, como acima referido, as diferenças da última versão face à primeira estimativa refletem um período de maturação das estatísticas que não é comparável para os diferentes trimestres. Em particular, o INE procedeu a mudanças de base³ acompanhadas de revisões de toda a série temporal, que poderão ter tido um impacto superior nos trimestres mais recuados e por outro, as estimativas trimestrais para o período posterior a 2008 ainda não estão sujeitas a qualquer restrição anual, dado que o último ano para o qual existem CNA é 2008. Dada a diferente natureza das revisões e por forma a analisar revisões relativamente comparáveis, optou-se por centrar a análise nas revisões até um ano. Contudo, as revisões do PIB devidas à introdução das CNA serão resumidamente analisadas na subsecção 3.1.3.

O quadro 1 apresenta as principais medidas relativas às revisões das taxas de variação em volume operadas em cada trimestre (até um ano após a primeira publicação) face à estimativa publicada no trimestre anterior, bem como da revisão acumulada ao fim de um ano.

A média da revisão à primeira estimativa da t.v.h. é zero e apenas marginalmente positiva (0.02 p.p.) no caso da t.v.c. Nas restantes revisões, também se registam médias próximas de zero, sendo que a revisão ao fim de um ano é de 0.08 p.p. no caso da t.v.h. e 0.01 p.p. no caso da t.v.c. Nenhum dos valores

Gráfico 1

ESTIMATIVAS DO PIB TRIMESTRAL EM VOLUME



Fonte: INE.

³ A mudança para a base 2000 ocorreu com a publicação do 2º trimestre de 2005 e a mudança para a base 2006 verificou-se com a divulgação do 1º trimestre de 2010.

Quadro 1

ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS REVISÕES DO PIB TRIMESTRAL EM VOLUME

	Revisão da 1ª		Taxa de variação homóloga		Revisão ao fim		Taxa de variação em cadeia		Revisão ao fim	
	estimativa	Revisão da 1ª	Revisão da 2ª	Revisão da 3ª	de um ano	Revisão da 4ª	Revisão da 1ª	Revisão da 2ª	Revisão da 3ª	Revisão ao fim
		estimativa	estimativa	estimativa	de um ano	estimativa	estimativa	estimativa	estimativa	de um ano
Média	0.00	0.01	0.02	0.02	0.08	0.02	-0.02	0.01	0.00	0.01
Revisão absoluta média	0.11	0.10	0.08	0.07	0.20	0.13	0.11	0.08	0.11	0.18
Revisão absoluta média relativa	0.09	0.07	0.06	0.05	0.15	0.23	0.19	0.14	0.22	0.36
Mínimo	-0.26	-0.19	-0.18	-0.17	-0.25	-0.30	-0.37	-0.19	-0.42	-0.55
1º quartil	-0.08	-0.09	-0.07	-0.04	-0.12	-0.08	-0.09	-0.07	-0.07	-0.14
Mediana	-0.01	-0.01	0.01	0.05	0.00	0.03	-0.01	0.02	-0.01	0.04
3º quartil	0.08	0.10	0.07	0.07	0.24	0.13	0.09	0.06	0.07	0.15
Máximo	0.33	0.24	0.32	0.23	0.61	0.46	0.22	0.26	0.44	0.54
Desvio-padrão	0.15	0.12	0.11	0.09	0.25	0.17	0.14	0.10	0.17	0.24
Rácio ruído-sinal	0.09	0.07	0.06	0.05	0.15	0.22	0.18	0.13	0.21	0.30
Coefficiente de autocorrelação de 1ª ordem	0.28*	0.17	0.17	-0.31*	0.41***	0.11	-0.31*	0.22	0.10	-0.24
Proporção de revisões positivas	0.39	0.44	0.55	0.57	0.50	0.61	0.47	0.52	0.43	0.53
Concordância em termos de sinal	1.00	1.00	0.97	0.97	0.93	1.00	0.97	1.00	0.87	0.83
Concordância em termos de direção	1.00	0.97	0.97	0.93	0.97	0.91	0.91	0.87	0.90	0.87
Revisão quadrática média	0.02	0.01	0.01	0.01	0.07	0.03	0.02	0.01	0.03	0.06
UM	0.05	1.21	2.48	6.79	8.38	1.10	2.43	0.41	0.00	0.12
UR	0.02	1.90	14.94	2.78	1.56	0.01	0.14	7.61	26.64	16.10
UD	99.93	96.88	82.57	90.43	90.06	98.89	97.43	91.98	73.36	83.78
Raiz quadrada da revisão quadrática média	0.15	0.12	0.11	0.09	0.26	0.17	0.14	0.10	0.16	0.24

Notas: Revisão da 1ª estimativa corresponde à revisão entre a 1ª estimativa e a 2ª estimativa, revisão da 2ª estimativa corresponde à revisão entre a 2ª estimativa e a 3ª estimativa e assim sucessivamente. Revisão ao fim de um ano corresponde à revisão entre a 1ª estimativa e a 5ª estimativa (ou seja, ao fim de um ano). ***, **, * correspondem a um valor estatisticamente diferente de zero com um nível de significância de 1%, 5% e 10% respetivamente.

obtidos para a média das revisões é estatisticamente diferente de zero, o que sinaliza que não existe enviesamento nas diferentes estimativas. Em termos absolutos, a média das revisões é mais elevada na primeira revisão do que nas restantes revisões, sendo de cerca de 0.2 p.p. ao fim de um ano quer no caso da t.v.h quer no caso da t.v.c. A percentagem de revisões positivas ao fim de um ano é em torno de 50 por cento para ambas as taxas, não havendo portanto nenhuma predominância em termos de sinal da revisão. Tanto em termos de sinal da taxa de variação como de aceleração/desaceleração, a percentagem de coincidência entre as várias estimativas é bastante elevada, sinalizando que o perfil de evolução não é significativamente alterado após cada revisão. A partir dos resultados obtidos quer para o desvio padrão quer para o rácio ruído-sinal, é possível concluir que a volatilidade das revisões do PIB é relativamente baixa. Além disso, as diversas revisões são, em geral, pouco autocorrelacionadas. A revisão quadrática média é baixa em ambos os casos e as revisões são “bem comportadas” dado o elevado peso da componente UD, não indiciando qualquer padrão sistemático de revisão. Em síntese, as revisões às taxas de variação do PIB trimestral são pouco significativas e não denotam propriedades pouco desejáveis a avaliar pelos resultados obtidos com as medidas estatísticas habitualmente utilizadas neste tipo de análise.

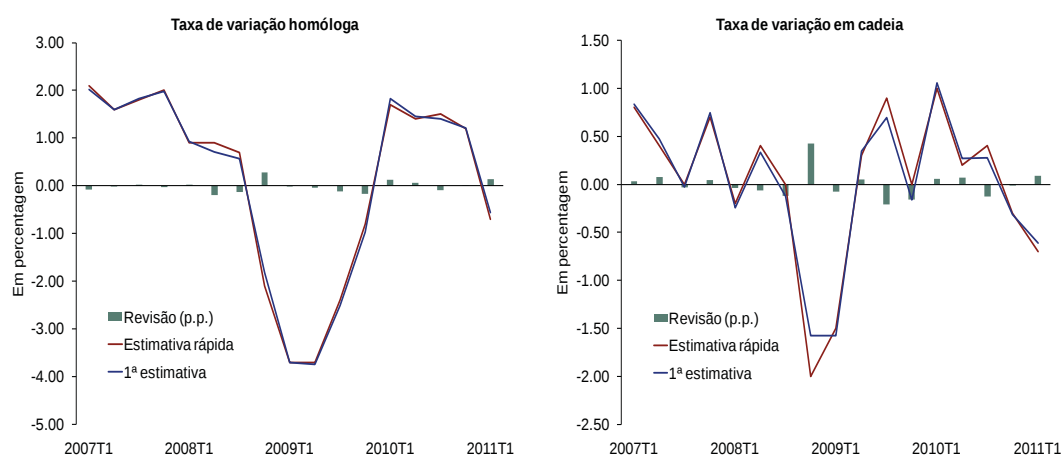
3.1.2. Estimativa rápida

Nesta secção, analisam-se as revisões efetuadas à estimativa rápida após a divulgação da primeira estimativa das CNT. Refira-se que os resultados apresentados para as revisões da estimativa rápida não são estritamente comparáveis com os apresentados na secção anterior, dado o menor número de observações disponível para proceder à sua avaliação. Além disso, uma vez que o período amostral é relativamente curto, estes resultados devem ser interpretados com maior cautela.

O gráfico 2 apresenta as taxas de variação homóloga e em cadeia para o PIB em volume, implícitas na estimativa rápida de cada trimestre, e a estimativa subsequente, ou seja, a primeira estimativa. Destaque-se a elevada correlação entre as duas estimativas, registando-se um coeficiente de correlação próximo de 1 quer para a t.v.h. quer para a t.v.c. A maior revisão em ambas as taxas de variação ocorreu no 4º trimestre de 2008 (cerca de 0.3 e 0.4 p.p. para a t.v.h. e t.v.c, respetivamente) aquando da revisão de vários indicadores de curto prazo decorrentes da mudança de base e da adoção da nova classificação de atividades económicas (CAE rev. 3). A média das revisões é aproximadamente zero em ambos os casos e a média em termos absolutos é cerca de 0.1 p.p. (Quadro 2). As revisões da estimativa rápida apre-

Gráfico 2

ESTIMATIVA RÁPIDA DO PIB TRIMESTRAL EM VOLUME



Fonte: INE.

Quadro 2

ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS REVISÕES DA ESTIMATIVA RÁPIDA DO PIB		
	Taxa de variação homóloga	Taxa de variação em cadeia
Média	-0.01	0.00
Revisão absoluta média	0.09	0.10
Revisão absoluta média relativa	0.05	0.17
Mínimo	-0.19	-0.21
1º quartil	-0.09	-0.08
Mediana	-0.01	-0.01
3º quartil	0.03	0.06
Máximo	0.28	0.42
Desvio-padrão	0.12	0.14
Rácio ruído-sinal	0.06	0.16
Coefficiente de autocorrelação de 1ª ordem	-0.07	-0.22
Proporção de revisões positivas	0.41	0.47
Concordância em termos de sinal	1.00	0.82
Concordância em termos de direção	0.82	1.00
Revisão quadrática média	0.01	0.02
UM	0.87	0.00
UR	0.77	22.75
UD	98.36	77.25
Raiz quadrada da revisão quadrática média	0.12	0.14

sentam quer um desvio-padrão quer um rácio ruído-sinal relativamente baixos. De uma maneira geral, os resultados obtidos apontam para o elevado conteúdo informativo da estimativa rápida relativamente à primeira estimativa.

3.1.3. Revisões por incorporação das CNA

Aquando da divulgação da primeira estimativa para o último trimestre de cada ano, é implicitamente fornecida a primeira estimativa para o PIB do respetivo ano (estimativa anual preliminar resultante da agregação dos valores trimestrais). Com a publicação de CNA, as CNT são revistas de modo a incorporar esses valores. Estas revisões têm uma natureza diferente das resultantes da mera atualização dos indicadores associados porque refletem um conjunto de informação substancialmente mais alargado, nomeadamente o acesso a fontes estatísticas apenas disponíveis anualmente. De seguida, analisa-se o impacto da divulgação dos valores de CNA nas estimativas das CNT. As CNA para os anos de 2002 a 2008, último ano disponível na data de fecho de informação deste artigo, foram divulgadas com um desfasamento entre 4 e 10 trimestres (Quadro 3) após a publicação do quarto trimestre do respetivo ano (e respetiva estimativa anual preliminar).

No gráfico 3, apresentam-se as revisões das t.v.h. para os 4 trimestres de cada ano aquando da divulgação pela primeira vez das CNA para esse mesmo ano⁴. São analisados dois tipos de revisão: i) face à publicação imediatamente anterior e ii) face à publicação pela primeira vez do último trimestre do ano em causa (e correspondente valor anual preliminar).

Em geral, a incorporação das CNA implica revisões superiores às registadas até um ano após a primeira estimativa. No caso do PIB, os anos de 2004, 2005 e 2007 caracterizaram-se por uma revisão substancial das taxas de variação das CNT após a divulgação das respetivas contas anuais. Refira-se que 2004 e 2007 correspondem a anos de mudança de base, implicando alterações metodológicas nas contas anuais, o que poderá explicar o maior impacto em termos de revisão. Para a média dos trimestres de 2007, a taxa de variação do PIB foi revista em cerca de 0.5 p.p. com a introdução das CNA, tanto face à publicação

⁴ Para os anos de 2002 e 2003, as CNA foram publicadas com a natureza de provisórias dada a perspectiva de mudança para a base 2000.

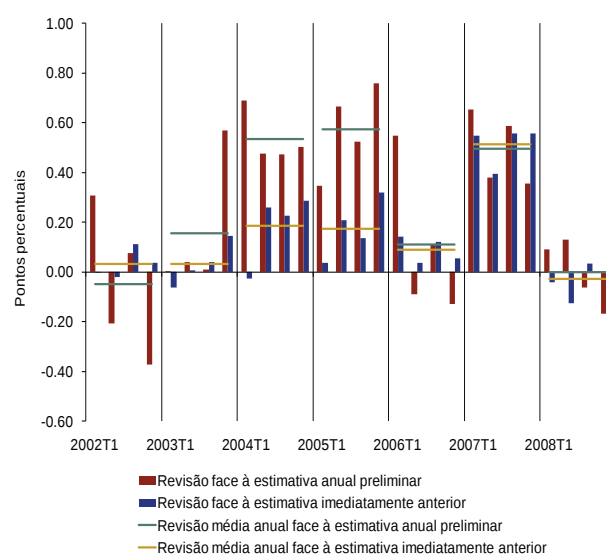
Quadro 3

CALENDÁRIO DE DIVULGAÇÃO DAS CNA		
Ano de referência das CNA	Primeira publicação das CNT após divulgação das CNA	Trimestres de desfasamento após divulgação do 4º trimestre do respetivo ano
2002	3ºT 2004	7
2003	4ºT 2004	4
2004	2ºT 2007	10
2005	4ºT 2007	8
2006	2ºT 2008	6
2007	1ºT 2010	9
2008	1ºT 2011	9

anterior como face à publicação do 4º trimestre desse ano. No caso de 2004 e 2005, as revisões médias foram de cerca de 0.5 e 0.6 p.p. respetivamente, quando comparados com as t.v.h. implícitas na estimativa anual preliminar do respetivo ano e de 0.2 p.p. em ambos os anos face à publicação das CNT imediatamente anterior à divulgação das CNA. Em geral, as revisões face à publicação imediatamente anterior são inferiores às registadas face à estimativa anual preliminar, o que sugere uma convergência das CNT ao longo do tempo para o valor anual a ser divulgado no âmbito das CNA.

Gráfico 3

REVISÕES DA TAXA DE VARIAÇÃO DO PIB POR INCORPORAÇÃO DAS CNA



3.2. Componentes da Despesa

Para efeitos da exposição que se segue e dado que as conclusões são qualitativamente semelhantes para as t.v.c., a discussão dos resultados será centrada nas revisões das t.v.h., geralmente mais utilizadas na análise económica de curto prazo em Portugal. Os resultados obtidos para a t.v.h. e t.v.c. em volume são apresentados nos quadros 4 e 5 respetivamente. Nessas tabelas são reportados os valores das medidas estatísticas quer para a revisão da primeira estimativa, ou seja, a primeira revisão a que os valores das componentes do PIB são sujeitos, quer para a revisão acumulada ao fim de um ano. Refira-se que as conclusões também são similares para estes dois tipos de revisão pelo que não será feita distinção aquando da análise dos resultados.

Quadro 4

REVISÕES À TAXA DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA EM VOLUME

	Média	Revisão absoluta média	Revisão absoluta média relativa	Desvio-padrão	Rácio ruído-sinal	% revisões positivas	Concordância em sinal	Concordância na direção	Revisão quadrática média	UM	UR	UD	Raiz quadrada da revisão quadrática média
Revisão da 1ª estimativa													
PIB	0.00	0.11	0.09	0.15	0.09	0.39	1.00	1.00	0.02	0.05	0.02	99.93	0.15
Consumo privado	0.03	0.09	0.06	0.11	0.08	0.61	1.00	1.00	0.01	6.25	1.53	92.23	0.11
Consumo público	0.06	0.56	0.45	0.92	0.51	0.64	0.94	0.94	0.83	0.43	15.96	83.60	0.91
FBCF	0.15	0.61	0.12	0.98	0.20	0.52	0.94	0.94	0.95	2.28	3.22	94.50	0.97
FBCF máquinas	0.25	1.13	0.20	1.40	0.17	0.52	0.94	0.94	1.95	3.24	0.00	96.76	1.40
FBCF material de transporte	1.07	2.17	0.16	6.36	0.48	0.55	0.94	0.91	40.41	2.81	0.63	96.56	6.36
FBCF construção	-0.02	0.44	0.07	1.00	0.17	0.39	1.00	0.94	0.07	0.07	14.78	85.15	0.69
FBCF outra	0.04	0.85	0.23	1.10	0.32	0.58	0.91	0.85	1.17	0.11	6.14	93.74	1.08
Variação de existências ^(a)	-0.01	0.08	0.22	0.14	0.29	0.55	0.91	0.91	0.02	0.28	10.66	89.06	0.14
Exportações	0.18	0.67	0.11	0.88	0.12	0.67	0.91	0.97	0.79	3.91	7.19	88.91	0.89
Importações	0.37	1.00	0.20	1.38	0.22	0.61	0.94	1.00	1.99	6.94	29.85	63.22	1.41
VAB	0.05*	0.14	0.12	0.18	0.10	0.55	0.94	0.91	0.03	8.91	7.08	84.01	0.18
Agricultura, silvicultura e pesca	-0.09	1.39	0.37	1.73	0.44	0.48	0.94	0.97	2.90	0.26	3.62	96.13	1.70
Indústria	0.01	0.26	0.10	0.43	0.11	0.58	1.00	0.94	0.18	0.03	4.54	95.43	0.43
Energia, água e saneamento	0.13	0.54	0.16	0.95	0.22	0.52	1.00	0.97	0.90	1.81	1.61	96.58	0.95
Construção	0.00	0.41	0.07	0.65	0.15	0.36	1.00	0.91	0.41	0.01	12.90	87.09	0.64
Comércio, alojamento e restauração	-0.04	0.12	0.07	0.18	0.08	0.30	1.00	0.94	0.03	5.60	13.83	80.57	0.18
Transportes e comunicações	-0.03	0.41	0.17	0.66	0.17	0.52	1.00	0.91	0.42	0.21	7.51	92.28	0.65
Atividades financeiras e imobiliárias	0.10	0.85	0.31	1.29	0.76	0.58	0.91	0.88	1.63	0.61	27.37	72.02	1.28
Outros serviços	0.08	0.31	0.33	0.49	0.43	0.61	0.88	0.88	0.24	2.64	10.00	87.36	0.49
Revisão ao fim de um ano													
PIB	0.08	0.20	0.15	0.25	0.15	0.50	0.93	0.97	0.07	8.38	1.56	90.06	0.26
Consumo privado	0.07	0.19	0.12	0.23	0.15	0.57	1.00	0.93	0.06	8.99	0.56	90.45	0.24
Consumo público	0.49*	0.91	0.63	1.01	0.61	0.70	0.90	0.87	1.24	19.72	3.25	77.03	1.11
FBCF	0.22	0.94	0.19	1.36	0.27	0.47	1.00	0.93	1.83	2.70	5.31	91.99	1.35
FBCF máquinas	0.47	1.61	0.31	1.87	0.25	0.53	0.97	0.80	3.60	6.01	0.76	93.23	1.90
FBCF material de transporte	0.85	3.51	0.25	7.94	0.59	0.53	0.93	0.97	61.62	1.18	0.34	98.48	7.85
FBCF construção	0.07	0.64	0.10	0.97	0.23	0.43	1.00	0.93	0.91	0.49	11.80	87.71	0.95
FBCF outra	0.74	1.87	0.53	2.93	0.83	0.57	0.83	0.87	8.83	6.27	10.29	83.44	2.97
Variação de existências ^(a)	0.01	0.17	0.43	0.27	0.54	0.53	0.90	0.90	0.07	0.15	15.03	84.82	0.27
Exportações	0.41	0.94	0.16	1.16	0.15	0.83	0.90	1.00	1.47	11.38	2.23	86.40	1.21
Importações	0.72**	1.28	0.25	1.49	0.23	0.67	0.97	0.97	2.66	19.69	15.61	64.70	1.63
VAB	0.17**	0.27	0.20	0.33	0.19	0.70	0.87	0.97	0.14	21.28	5.09	73.62	0.37
Agricultura, silvicultura e pesca	-0.13	2.71	0.61	3.24	0.79	0.53	0.80	0.90	10.16	0.15	1.51	98.34	3.19
Indústria	-0.36	0.68	0.22	1.08	0.26	0.37	0.97	0.97	1.25	10.38	53.83	35.79	1.12
Energia, água e saneamento	1.25**	1.78	0.46	2.04	0.45	0.77	0.97	0.77	5.61	28.08	15.79	56.13	2.37
Construção	0.25**	0.79	0.13	1.20	0.26	0.50	1.00	0.90	4.21	8.26	8.26	87.53	1.21
Comércio, alojamento e restauração	-0.10	0.37	0.25	0.55	0.26	0.37	0.93	0.93	0.31	3.55	12.43	84.01	0.56
Transportes e comunicações	0.11	0.63	0.25	0.87	0.21	0.60	0.97	0.80	0.74	1.67	0.00	98.33	0.86
Atividades financeiras e imobiliárias	-0.15	1.66	0.60	2.41	1.39	0.53	0.80	0.63	5.64	0.39	36.67	62.94	2.37
Outros serviços	0.41*	0.61	0.61	0.90	0.80	0.73	0.77	0.67	0.96	17.52	30.63	51.85	0.98

Notas: (a) Contributo para a taxa de variação do PIB. ***, **, * correspondem a um valor estatisticamente diferente de zero com um nível de significância de 1%, 5% e 10% respetivamente.

Quadro 5

REVISÕES À TAXA DE VARIAÇÃO EM CADEIA EM VOLUME

	Média	Revisão absoluta média	Revisão absoluta média relativa	Desvio-padrão	Rácio ruído-sinal	% revisões positivas	Concordância em sinal	Concordância na direção	Revisão quadrática média	UM	UR	UD	Raiz quadrada da revisão quadrática média
Revisão da 1ª estimativa													
PIB	0.02	0.13	0.23	0.17	0.22	0.61	1.00	0.91	0.03	1.10	0.01	98.89	0.17
Consumo privado	-0.03	0.13	0.23	0.18	0.25	0.48	0.85	0.85	0.03	2.35	13.06	84.59	0.18
Consumo público	0.05	0.28	0.37	0.49	0.35	0.64	0.82	0.91	0.23	0.94	8.24	90.81	0.48
FBCF	0.20	0.61	0.26	0.93	0.38	0.52	0.94	0.91	0.88	4.46	14.87	80.67	0.94
FBCF máquinas	0.09	1.22	0.36	1.80	0.37	0.52	0.88	0.94	3.13	0.25	0.70	99.06	1.77
FBCF material de transporte	1.23	3.37	0.37	6.87	0.80	0.67	0.88	0.94	47.24	3.20	2.99	93.80	6.87
FBCF construção	0.07	0.45	0.16	0.69	0.27	0.52	0.94	0.97	0.46	1.16	18.41	80.42	0.68
FBCF outra	0.07	0.62	0.38	0.81	0.84	0.55	0.82	0.91	0.65	0.79	6.81	92.39	0.80
Variação de existências ^(a)	0.05	0.13	0.36	0.21	0.55	0.67	0.97	0.88	0.21	4.83	16.32	78.85	0.21
Exportações	0.21*	0.57	0.25	0.72	0.21	0.64	0.91	0.94	0.55	7.81	8.53	83.66	0.74
Importações	0.30	0.74	0.29	1.15	0.33	0.67	0.94	0.94	1.38	6.63	36.73	56.64	1.17
VAB	-0.04	0.16	0.33	0.21	0.29	0.42	0.88	0.91	0.04	3.22	1.91	94.87	0.21
Agricultura, silvicultura e pesca	-0.01	0.59	0.48	0.81	0.57	0.45	0.85	0.94	0.64	0.01	9.25	90.74	0.80
Indústria	-0.10	0.38	0.30	0.49	0.25	0.45	0.94	0.91	0.24	4.28	3.89	91.83	0.49
Energia, água e saneamento	0.00	0.25	0.23	0.44	0.28	0.45	0.85	0.91	0.18	0.00	0.21	99.78	0.43
Construção	-0.05	0.54	0.20	0.82	0.31	0.48	0.94	0.91	0.66	0.44	15.17	84.39	0.81
Comércio, alojamento e restauração	-0.07	0.20	0.26	0.26	0.26	0.45	0.88	0.91	0.07	6.09	18.84	75.08	0.27
Transportes e comunicações	-0.07	0.42	0.32	0.55	0.37	0.48	0.88	0.85	0.30	1.67	2.52	95.81	0.55
Atividades financeiras e imobiliárias	-0.25*	0.73	0.61	1.02	1.05	0.52	0.82	0.88	1.08	5.75	21.40	72.85	1.04
Outros serviços	0.01	0.23	0.85	0.32	0.68	0.58	0.79	0.76	0.10	0.09	25.35	74.55	0.32
Revisão ao fim de um ano													
PIB	0.01	0.18	0.36	0.24	0.30	0.53	0.83	0.87	0.06	0.12	16.10	83.78	0.24
Consumo privado	0.04	0.21	0.31	0.24	0.32	0.57	1.00	0.83	0.06	2.09	17.60	80.31	0.24
Consumo público	0.18	0.39	0.98	0.50	0.74	0.67	0.70	0.63	0.27	11.59	29.95	58.46	0.52
FBCF	0.11	0.84	0.38	1.17	0.47	0.53	0.93	0.97	1.35	0.91	39.19	59.90	1.16
FBCF máquinas	0.18	1.76	0.55	2.23	0.47	0.47	0.80	0.83	4.86	0.65	6.13	93.22	2.20
FBCF material de transporte	0.53	4.65	0.51	8.03	0.92	0.57	0.83	0.90	62.59	0.44	12.90	86.66	7.91
FBCF construção	0.00	0.79	0.29	1.07	0.43	0.43	0.90	0.87	1.11	0.00	39.11	60.89	1.05
FBCF outra	0.06	0.99	0.63	1.31	1.31	0.43	0.90	0.83	1.67	0.25	24.09	75.66	1.29
Variação de existências ^(a)	0.04	0.18	0.56	0.28	0.71	0.47	0.90	0.87	0.08	2.59	27.42	69.99	0.27
Exportações	0.25	0.62	0.27	0.75	0.22	0.70	0.80	0.93	0.60	10.17	0.00	89.83	0.77
Importações	0.48*	0.92	0.38	1.15	0.32	0.70	0.90	0.93	1.51	15.02	27.71	57.27	1.23
VAB	0.07	0.24	0.46	0.29	0.40	0.67	0.97	0.90	0.09	4.98	11.04	83.98	0.29
Agricultura, silvicultura e pesca	-0.09	1.16	0.85	1.45	0.97	0.47	0.77	0.83	2.03	0.41	9.29	90.30	1.43
Indústria	-0.08	0.54	0.42	0.66	0.33	0.33	0.87	0.83	0.43	1.60	7.79	90.61	0.66
Energia, água e saneamento	0.06	0.68	0.67	0.94	0.59	0.47	0.73	0.77	0.86	0.48	35.91	63.61	0.93
Construção	-0.07	0.96	0.35	1.28	0.48	0.43	0.93	0.80	1.60	0.28	16.05	83.67	1.26
Comércio, alojamento e restauração	-0.04	0.37	0.48	0.48	0.46	0.47	0.87	0.83	0.22	0.89	28.68	70.43	0.47
Transportes e comunicações	0.05	0.98	0.74	1.17	0.76	0.53	0.73	0.77	1.33	0.18	12.80	87.02	1.15
Atividades financeiras e imobiliárias	0.10	1.42	1.12	1.88	1.92	0.50	0.73	0.63	3.43	0.31	58.29	41.40	1.85
Outros serviços	0.14*	0.32	1.00	0.42	0.97	0.67	0.67	0.60	0.19	9.91	42.64	47.45	0.43

Notas: (a) Contributo para a taxa de variação do PIB. ***, **, * correspondem a um valor estatisticamente diferente de zero com um nível de significância de 1%, 5% e 10% respetivamente.

Em geral, as componentes do PIB apresentam uma revisão média positiva embora não seja estatisticamente diferente de zero⁵. Contudo, a revisão média ao fim de um ano é superior à observada no caso da primeira revisão, o que indica que as revisões não se tendem a anular ao longo do tempo. Em termos de revisão absoluta média, a maior parte das componentes regista um valor superior ao do PIB. Apenas o consumo privado e o contributo da variação de existências para o crescimento do PIB apresentam um valor ligeiramente inferior. De entre as componentes que registam uma revisão absoluta média mais elevada, destaque-se as rubricas relacionadas com o comércio externo, sendo que as importações são mais revistas que as exportações⁶. Refira-se que em termos de FBCF, a rubrica mais revista é a FBCF em material de transporte, refletindo provavelmente a dificuldade em estimar a FBCF em material de transporte não automóvel (ou seja, embarcações, material circulante ferroviário e aéreo), cuja fonte principal de informação advém das estatísticas de comércio externo.

Em termos de proporção de revisões positivas, saliente-se quer os casos do consumo privado e público quer das exportações e importações que registam valores manifestamente superiores a 50 por cento. Por exemplo, a percentagem de vezes que as exportações são revistas em alta após um trimestre é de 67 por cento e ascende a 83 por cento ao fim de um ano. Todas as componentes na ótica da Despesa apresentam percentagens bastante elevadas (em geral, superiores a 90 por cento) em termos de coincidência quer de sinal da taxa quer de direção (aceleração/desaceleração).

No que se refere à volatilidade das revisões, as componentes que registam valores mais elevados em termos de desvio-padrão são a FBCF (com destaque para a componente relativa a material de transporte), as exportações e as importações. Contudo, considerando o rácio ruído-sinal, que tem em conta a variabilidade das variáveis, estas componentes registam valores relativamente baixos. Refira-se que, em termos dos principais agregados, o consumo público é a variável que apresenta maior rácio ruído-sinal.

No que se refere à decomposição da MSR, na generalidade das componentes do PIB, este indicador sugere que as revisões apresentam um “bom” comportamento quer em termos de média quer em termos de correlação entre as estimativas. A componente residual UD é claramente a que predomina, sugerindo que as revisões não apresentam um comportamento sistemático. Em particular, as importações são a variável que apresenta uma menor proporção UD, isto é, um “pior” desempenho.

Dado que o PIB é, em geral, menos revisto que as suas componentes torna-se interessante analisar se as revisões entre as várias componentes se encontram correlacionadas. De facto, a existência de correlação significativa entre as revisões poderá indiciar fontes de revisão comuns. No quadro 6 apresentam-se as correlações entre as revisões da primeira estimativa, quer para a taxa de variação homóloga quer para a taxa de variação em cadeia, das principais componentes do PIB. É possível constatar a presença de correlações positivas e significativas (com um nível de significância de 5 por cento) entre as revisões das importações e das restantes componentes da despesa. Com efeito, é natural que uma revisão das importações se reflita também noutras variáveis da despesa, em particular naquelas cuja estimação é efetuada recorrendo a indicadores de importação. Por exemplo, no caso das revisões à taxa de variação homóloga, a FBCF é a componente mais correlacionada com as importações (0.71). Assim, apesar das importações serem significativamente revistas tal não se traduz em revisões substanciais do PIB dado que parte dessas revisões é acomodada pela revisão das restantes componentes da despesa.

No que diz respeito às revisões decorrentes da incorporação das CNA, é possível concluir que a revisão média para cada uma das componentes da despesa é positiva, à semelhança do que acontece para o PIB, quer face à estimativa anual preliminar quer face à estimativa imediatamente anterior (Gráfico 4).

5 O caso das revisões das importações ao fim de um ano constitui uma exceção, com um nível de significância de 5 por cento.

6 Cardoso e Duarte (2009) analisaram as revisões das exportações e importações nominais de bens, em termos mensais, concluindo que as importações são mais revistas que as exportações, sendo positivas e estatisticamente significativas em ambos os casos.

Quadro 6

MATRIZ DE CORRELAÇÕES ENTRE AS REVISÕES DA PRIMEIRA ESTIMATIVA DAS COMPONENTES DO PIB
| TAXA DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA EM VOLUME

	Consumo privado	Consumo público	FBCF	Variação de existências	Exportações	Importações
Consumo privado	1.00					
Consumo público	0.03	1.00				
FBCF	0.20	0.27	1.00			
Variação de existências ^(a)	0.17	0.33*	0.36*	1.00		
Exportações	0.32*	0.33*	0.22	0.13	1.00	
Importações	0.45**	0.56***	0.71***	0.34*	0.66***	1.00

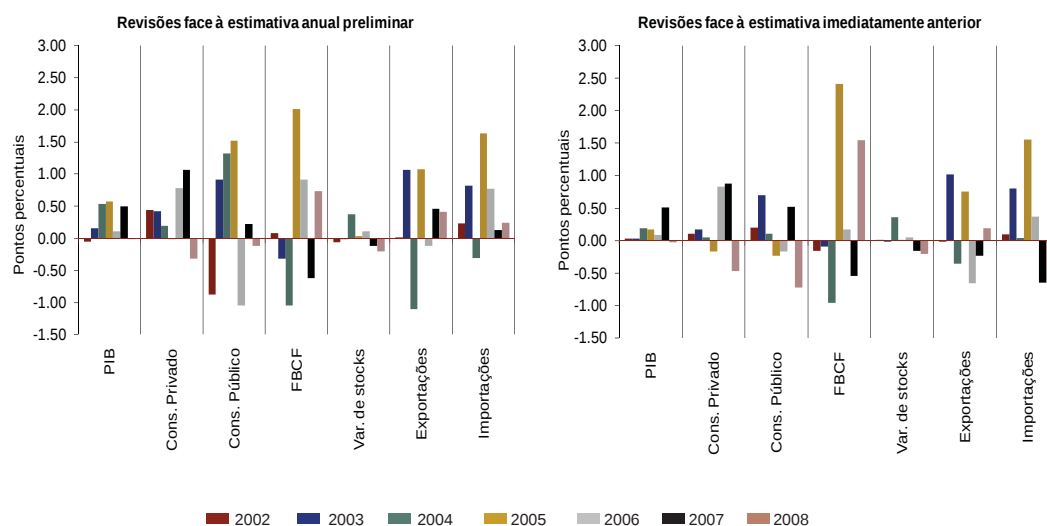
| TAXA DE VARIAÇÃO EM CADEIA EM VOLUME

	Consumo privado	Consumo público	FBCF	Variação de existências	Exportações	Importações
Consumo privado	1.00					
Consumo público	0.30	1.00				
FBCF	-0.09	0.28	1.00			
Variação de existências ^(a)	0.04	0.09	-0.22	1.00		
Exportações	0.11	0.40**	0.00	0.30	1.00	
Importações	0.37**	0.69***	0.48	0.42**	0.62***	1.00

Notas: (a) Contributo para a taxa de variação do PIB. ***, **, * correspondem a um valor estatisticamente diferente de zero com um nível de significância de 1%, 5% e 10% respetivamente.

Em geral, a revisão média face à estimativa anual preliminar é superior à registada face à estimativa imediatamente anterior. Em termos médios absolutos, a rubrica que apresenta maior revisão face à estimativa anual preliminar é o consumo público enquanto a FBCF é a rubrica mais revista face à estimativa imediatamente anterior.

Gráfico 4

REVISÕES, EM TERMOS ANUAIS E EM VOLUME, DAS COMPONENTES DO PIB APÓS INCORPORAÇÃO
DAS CNA


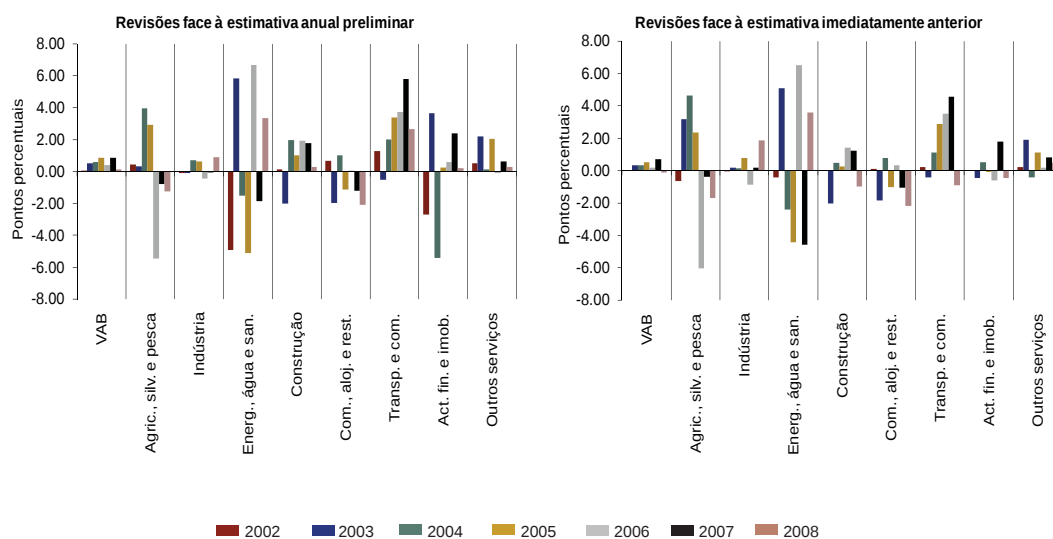
3.3. VAB por principais ramos de atividade

No que se refere ao VAB e correspondente desagregação, a análise das revisões sofre de alguns problemas adicionais. Por um lado, a partir da publicação do 4º trimestre de 2005, o consumo intermédio de SIFIM passou a ser repartido pelos diferentes ramos de atividade, em vez de ser imputado a um único ramo fictício (e que teria de ser subtraído à soma do VAB de todos os setores de atividade). Naturalmente, esta mudança poderá ter-se refletido em revisões superiores no trimestre da respetiva alteração, afetando potencialmente os resultados obtidos. Contudo, convém ter presente que o facto de as componentes do VAB não serem exatamente comparáveis apenas afeta uma observação em cada série de revisões. Por outro lado, a mudança para a base 2006 ocorreu simultaneamente com a adoção da nova nomenclatura das atividades económicas (CAE Rev. 3) o que implicou uma reformulação da desagregação do VAB por ramos de atividade nas CNT a partir do 1º trimestre de 2010. Embora as designações nem sempre coincidam exatamente com as das séries anteriores (sendo que a designação apresentada refere-se à atual), procurou-se assegurar uma comparabilidade intertemporal. Tal como na situação anterior, esta mudança apenas afeta o valor das revisões para um dado trimestre pelo que o impacto deverá ser relativamente limitado.

Relativamente às revisões do VAB como um todo, refira-se que é mais revisto que o PIB, quer em média quer em termos absolutos médios (Quadro 4). Além disso, o VAB também apresenta um pior comportamento à luz da generalidade das restantes medidas de avaliação das revisões. Em termos de desagregação do VAB, as componentes sujeitas a maiores revisões compreendem os ramos “agricultura, silvicultura e pesca”, “energia, água e saneamento” e “atividades financeiras e imobiliárias”. No que diz respeito à incorporação das CNA, note-se que, em termos absolutos médios, a magnitude das revisões face à estimativa anual preliminar é semelhante à registada face à estimativa imediatamente anterior o que sinaliza que não há uma aproximação às CNA ao longo do tempo ao contrário do observado para as rubricas da Despesa (Gráfico 5). Refira-se também que a dimensão das revisões é substancialmente maior no caso das componentes do lado da Oferta do que do lado da Despesa. De uma forma geral, os resultados obtidos sugerem que as estatísticas do lado da Oferta são mais precárias, em termos de revisões, que as do lado da Despesa.

Gráfico 5

REVISÕES, EM TERMOS ANUAIS, DO VAB POR RAMOS DE ATIVIDADE APÓS INCORPORAÇÃO DAS CNA



3.4. Deflatores

Os quadros 7 e 8 apresentam as principais medidas estatísticas relativas às revisões das taxas de variação homóloga e em cadeia para os deflatores implícitos nas CNT, respetivamente. As revisões médias para o PIB e componentes da despesa são, em geral, relativamente pequenas e não são estatisticamente diferentes de zero. Para o PIB, a média da primeira revisão à t.v.h. do respetivo deflator é nula e a média da revisão ao fim de um ano é de 0.07 p.p. Em termos de dimensão absoluta das revisões, a componente menos revista é o consumo privado, o que está relacionado com o facto de o IPC (que constitui a principal fonte de informação para apuramento do deflator do consumo privado) ser uma estatística não sujeita a revisões. Considerando as principais rubricas da despesa, as componentes mais revistas são o consumo público e a FBCF. Por principais componentes da FBCF, os deflatores da FBCF em máquinas e em material de transporte são substancialmente mais revistos que o da FBCF em construção. Note-se que as taxas de variação dos deflatores das exportações e importações são menos revistas que as respetivas taxas de variação em volume, sugerindo que eventuais revisões nos valores nominais do comércio externo se repercutem mais em revisões de volume do que de preços. No que se refere à volatilidade, o consumo público é a variável que apresenta um rácio ruído-sinal mais elevado. A FBCF também apresenta uma volatilidade das revisões relativamente elevada, em particular nas componentes de máquinas e material de transporte. Por sua vez, o rácio ruído-sinal das exportações e importações é bastante reduzido (e inclusivamente inferior ao do PIB), isto é, tendo em conta a volatilidade dos deflatores do comércio externo, a volatilidade das respetivas revisões é relativamente baixa. Considerando a decomposição da revisão quadrática média, em geral, a percentagem da componente residual das revisões é elevada, sugerindo não existir um padrão sistemático de revisões. Os elevados valores para a percentagem de coincidência de sinal e de direção das taxas de variação dos deflatores indicam que a primeira estimativa é um bom indicador sobre a evolução dos deflatores.

Por componentes do VAB, o ramo “agricultura, silvicultura e pesca” é o que apresenta revisões mais significativas quer em termos de dimensão quer em termos de volatilidade. Pelo contrário, o ramo menos sujeito a revisões é o “comércio, alojamento e restauração”, o que provavelmente se prende com o facto do cálculo do deflator estar muito dependente de informação relativa ao IPC.

4. Conclusões

Neste artigo procurou avaliar-se o comportamento em tempo real das CNT em Portugal na última década. Em particular, procedeu-se à análise das diferentes estimativas para a taxa de variação em volume do PIB, incluindo a estimativa rápida, bem como do impacto da incorporação das CNA. É possível concluir que quer a estimativa rápida quer a primeira estimativa do PIB não são sujeitas a revisões significativas nas estimativas subsequentes, embora possam sofrer revisões de maior magnitude aquando da incorporação das CNA.

A análise de revisões das taxas de variação em volume também abrangeu as principais componentes do PIB bem como o VAB e respetiva desagregação por ramos de atividade. Em termos de componentes da Despesa, destaque-se que as rubricas associadas ao comércio externo são as que apresentam maiores revisões, sendo que as importações são mais revistas que as exportações. Contudo, a existência de correlações positivas e significativas entre as importações e as restantes componentes da despesa, mitiga o impacto no PIB em termos de revisões. Do lado da Oferta, o VAB é mais revisto que o PIB e a informação por ramos de atividade apresenta uma natureza mais precária que a disponibilizada do lado da Despesa.

Quadro 7

REVISÕES À TAXA DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA DOS DEFLATORES

	Média	Revisão absoluta média	Revisão absoluta média relativa	Desvio-padrão	Rácio ruído-sinal	% revisões positivas	Concordância em sinal	Concordância na direção	Revisão quadrática média	UM	UR	UD	Raiz quadrada da revisão quadrática média
Revisão da 1ª estimativa													
PIB	0.00	0.18	0.08	0.26	0.26	0.58	1.00	0.82	0.07	0.00	2.09	97.91	0.26
Consumo privado	0.00	0.07	0.04	0.10	0.05	0.52	1.00	1.00	0.07	0.09	20.46	79.44	0.10
Consumo público	-0.10	0.58	0.24	0.88	0.60	0.45	0.97	0.88	0.76	1.44	7.72	90.84	0.87
FBCF	-0.01	0.49	0.23	0.62	0.32	0.42	0.97	0.85	0.37	0.04	0.43	99.53	0.61
FBCF máquinas	0.07	1.17	0.37	1.57	0.57	0.55	0.94	0.79	2.41	0.23	1.87	97.90	1.55
FBCF material de transporte	0.01	0.96	0.50	1.29	0.79	0.52	0.88	0.91	1.62	0.00	11.94	88.06	1.27
FBCF construção	-0.03	0.27	0.07	0.42	0.18	0.42	1.00	0.94	0.17	0.60	0.75	98.65	0.42
FBCF outra	0.22	0.33	0.11	1.00	1.13	0.64	1.00	0.88	1.02	4.73	0.36	94.92	1.01
Exportações	0.06	0.29	0.09	0.39	0.13	0.52	0.97	0.94	0.15	2.44	0.69	96.87	0.39
Importações	0.06	0.44	0.11	0.56	0.12	0.55	0.97	0.91	0.31	1.05	9.78	89.17	0.56
VAB	-0.09	0.26	0.11	0.43	0.51	0.39	1.00	0.94	0.19	4.81	3.45	91.73	0.43
Agricultura, silvicultura e pesca	-0.53	2.08	0.63	2.84	1.08	0.48	0.73	0.82	8.11	3.44	3.45	93.11	2.85
Indústria	-0.17*	0.40	0.15	0.48	0.30	0.39	0.97	0.85	0.25	11.57	11.30	77.12	0.50
Energia, água e saneamento	-0.21	0.52	0.19	1.23	0.23	0.45	0.94	0.82	1.50	2.93	1.28	95.79	1.22
Construção	-0.02	0.29	0.07	0.45	0.15	0.45	1.00	0.85	0.19	0.32	4.10	95.58	0.44
Comércio, alojamento e restauração	0.03	0.13	0.05	0.21	0.19	0.64	1.00	0.88	0.04	2.43	25.88	71.69	0.21
Transportes e comunicações	-0.02	0.21	0.20	0.40	0.17	0.61	0.97	1.00	0.16	0.16	6.81	93.03	0.39
Atividades financeiras e imobiliárias	-0.03	0.64	0.29	0.98	0.38	0.61	0.88	0.88	0.93	0.08	3.39	96.52	0.97
Outros serviços	-0.04	0.45	0.16	0.76	0.49	0.61	0.97	0.85	0.57	0.34	4.59	95.07	0.75
Revisão ao fim de um ano													
PIB	0.07	0.32	0.14	0.38	0.39	0.63	0.93	0.80	0.14	3.20	5.06	91.75	0.38
Consumo privado	-0.05	0.17	0.06	0.28	0.15	0.57	1.00	0.97	0.08	3.60	60.17	36.23	0.28
Consumo público	0.09	0.74	0.28	0.84	0.93	0.60	1.00	0.70	0.69	1.13	29.29	69.58	0.83
FBCF	0.23	0.67	0.30	0.79	0.40	0.63	0.93	0.80	0.66	7.68	0.60	91.72	0.81
FBCF máquinas	0.57	1.84	0.65	2.22	0.79	0.53	0.90	0.77	5.08	6.50	8.34	85.16	2.25
FBCF material de transporte	-0.27	1.09	0.52	1.36	0.80	0.37	0.83	0.83	1.85	4.03	14.16	81.81	1.36
FBCF construção	0.06	0.33	0.09	0.47	0.20	0.60	1.00	0.87	0.22	1.74	2.97	95.30	0.47
FBCF outra	1.03**	1.09	0.27	1.65	2.05	0.73	1.00	0.73	3.70	28.87	0.29	70.85	1.92
Exportações	0.03	0.38	0.12	0.48	0.17	0.60	0.97	0.93	0.22	0.33	3.70	95.97	0.47
Importações	0.08	0.45	0.11	0.59	0.13	0.50	0.97	0.93	0.34	2.04	5.94	92.03	0.59
VAB	-0.11	0.29	0.12	0.37	0.52	0.43	1.00	0.70	0.14	8.94	29.05	62.00	0.38
Agricultura, silvicultura e pesca	-1.46	3.14	0.81	3.80	1.61	0.40	0.70	0.60	16.10	13.21	9.35	77.44	4.01
Indústria	-0.37	1.04	0.42	1.24	0.74	0.30	0.97	0.77	1.62	8.56	16.55	74.90	1.27
Energia, água e saneamento	0.12	2.21	0.66	2.84	0.52	0.50	0.73	0.67	7.81	0.18	0.02	99.80	2.79
Construção	-0.03	0.40	0.11	0.59	0.20	0.47	1.00	0.77	0.34	0.27	1.15	98.59	0.58
Comércio, alojamento e restauração	0.10	0.33	0.12	0.42	0.36	0.50	1.00	0.80	0.18	5.73	52.73	41.54	0.43
Transportes e comunicações	0.01	0.51	0.52	0.71	0.30	0.63	0.90	0.83	0.49	0.02	48.64	51.33	0.70
Atividades financeiras e imobiliárias	0.06	1.25	0.52	1.64	0.62	0.43	0.80	0.80	2.59	0.13	5.14	94.73	1.61
Outros serviços	0.25	0.79	0.25	0.99	0.91	0.70	1.00	0.73	1.01	6.34	49.78	43.88	1.00

Nota: ***, **, * correspondem a um valor estatisticamente diferente de zero com um nível de significância de 1%, 5% e 10% respetivamente.

Quadro 8

REVISÕES À TAXA DE VARIAÇÃO EM CADEIA DOS DEFLADORES

	Média	Revisão absoluta média	Revisão absoluta média relativa	Desvio-padrão	Rácio ruído-sinal	% revisões positivas	Concordância em sinal	Concordância na direção	Revisão quadrática média	UM	UR	UD	Raiz quadrada da revisão quadrática média
Revisão da 1ª estimativa													
PIB	-0.04	0.20	0.27	0.29	0.63	0.48	0.91	0.97	0.08	1.84	20.56	77.60	0.29
Consumo privado	0.02	0.09	0.14	0.15	0.26	0.61	0.94	0.88	0.02	1.84	3.18	94.97	0.15
Consumo público	-0.07	0.25	0.45	0.34	0.71	0.39	0.94	0.67	0.12	4.15	15.25	80.60	0.34
FBCF	-0.07	0.59	0.53	0.82	0.77	0.45	0.82	0.88	0.65	0.71	4.43	94.86	0.81
FBCF máquinas	0.06	1.30	0.51	1.75	0.80	0.52	0.79	0.94	2.97	0.14	5.70	94.16	1.72
FBCF material de transporte	0.13	1.73	0.68	3.02	2.59	0.42	0.88	0.88	8.84	0.19	42.25	57.55	2.97
FBCF construção	-0.10	0.40	0.26	0.81	0.49	0.52	0.94	0.82	0.64	1.41	1.18	97.41	0.80
FBCF outra	-0.05	0.31	0.28	0.55	1.80	0.64	0.91	0.85	0.30	0.85	21.44	77.71	0.55
Exportações	-0.05	0.45	0.34	0.62	0.55	0.58	0.94	0.91	0.38	0.77	11.47	87.76	0.62
Importações	0.06	0.44	0.28	0.58	0.31	0.48	0.85	0.85	0.33	1.27	10.62	88.10	0.57
VAB	0.03	0.20	0.31	0.26	0.64	0.58	0.94	0.91	0.07	1.69	8.99	89.32	0.26
Agricultura, silvicultura e pesca	-0.25	0.84	0.88	1.32	1.51	0.45	0.67	0.70	1.74	3.54	50.30	46.16	1.32
Indústria	0.21*	0.56	0.40	0.69	0.58	0.61	0.79	0.85	0.51	8.30	1.20	90.50	0.71
Energia, água e saneamento	-0.10	0.50	0.43	0.92	0.48	0.61	0.85	0.85	0.82	1.24	11.96	86.80	0.91
Construção	0.10	0.50	0.25	0.89	0.42	0.64	0.91	0.85	0.78	1.27	1.68	97.05	0.88
Comércio, alojamento e restauração	0.01	0.23	0.29	0.44	0.65	0.58	0.85	0.97	0.19	0.04	27.36	72.59	0.43
Transportes e comunicações	0.09	0.27	0.31	0.40	0.28	0.61	0.91	0.97	0.16	5.04	4.15	90.80	0.41
Atividades financeiras e imobiliárias	0.15	0.68	0.55	1.06	1.32	0.67	0.79	0.85	1.12	2.06	14.53	83.41	1.06
Outros serviços	-0.02	0.22	0.32	0.31	0.57	0.55	0.91	0.97	0.09	0.38	10.12	89.50	0.30
Revisão ao fim de um ano													
PIB	0.05	0.34	0.44	0.42	0.99	0.50	0.83	0.90	0.17	1.72	27.15	71.13	0.41
Consumo privado	0.00	0.22	0.31	0.32	0.52	0.47	0.93	0.73	0.10	0.00	1.64	98.36	0.31
Consumo público	-0.06	0.34	0.57	0.40	1.25	0.47	0.97	0.47	0.16	1.92	44.00	54.08	0.40
FBCF	0.15	0.75	0.67	1.04	0.94	0.50	0.83	0.77	1.06	2.25	15.34	82.41	1.03
FBCF máquinas	0.14	2.06	0.91	2.62	1.20	0.47	0.67	0.93	6.66	0.28	36.34	63.38	2.58
FBCF material de transporte	0.30	2.88	1.09	4.16	3.64	0.47	0.70	0.77	16.81	0.54	48.06	51.40	4.10
FBCF construção	0.16	0.65	0.41	1.14	0.69	0.50	0.90	0.67	1.29	2.10	3.67	94.23	1.14
FBCF outra	0.19	0.74	0.62	1.07	3.43	0.53	0.77	0.80	1.15	3.26	36.84	59.90	1.07
Exportações	0.01	0.53	0.42	0.91	0.79	0.47	0.90	0.83	0.81	0.02	27.14	72.84	0.90
Importações	0.01	0.47	0.32	0.65	0.36	0.53	0.87	0.77	0.40	0.02	0.69	99.29	0.63
VAB	-0.01	0.19	0.33	0.25	0.59	0.43	0.93	0.83	0.06	0.31	27.41	72.27	0.24
Agricultura, silvicultura e pesca	-0.57*	1.30	1.10	1.69	1.94	0.27	0.50	0.47	3.10	10.55	39.38	50.08	1.76
Indústria	-0.06	1.02	0.98	1.21	1.06	0.47	0.63	0.73	1.43	0.27	35.97	63.76	1.19
Energia, água e saneamento	0.04	1.23	1.02	1.63	0.83	0.57	0.60	0.60	2.57	0.08	43.74	56.18	1.60
Construção	0.11	0.90	0.49	1.39	0.67	0.67	0.77	0.73	1.88	0.62	3.10	96.28	1.37
Comércio, alojamento e restauração	0.04	0.44	0.53	0.65	0.94	0.47	0.87	0.83	0.41	0.48	40.31	59.21	0.64
Transportes e comunicações	-0.07	0.57	0.74	0.68	0.48	0.50	0.73	0.67	0.45	1.13	17.83	81.04	0.67
Atividades financeiras e imobiliárias	0.19	0.87	0.77	1.10	1.35	0.60	0.70	0.67	1.21	2.92	18.78	78.30	1.10
Outros serviços	0.02	0.33	0.46	0.43	0.96	0.53	0.87	0.83	0.18	0.31	43.90	55.78	0.42

Nota: ***, **, * correspondem a um valor estatisticamente diferente de zero com um nível de significância de 1%, 5% e 10% respectivamente.

Referências

- Ahmad, N., Bournot, S. e Koechlin, F. (2004) "Revisions to quarterly GDP estimates: a comparative analysis for seven large OECD Countries", OECD Paper presented at *OECD-ONS Workshop 7-8 October 2004*.
- Aruoba, S. (2008) "Data revisions are not well behaved", *Journal of Money, Credit and Banking*, 40(2-3): 319–340.
- Bank of England (2007) "Explaining the new GDP fan chart", *Inflation Report* November 2007: 39.
- BCE (2009) "Revisions to GDP estimates in the euro area", *Monthly Bulletin* April, European Central Bank.
- Cardoso, F. e Duarte, C. (2009) "Back to basics: Data revisions", *Working Paper 26*, Banco de Portugal.
- Croushore, D. (2011) "Frontiers of Real-Time Data Analysis", *Journal of Economic Literature*, 49: 72-100.
- Di Fonzo, T. (2005) "The OECD project on revisions analysis: First elements for discussion", *Paper presented at the OECD STESEG meeting*, Paris, 27-28 June 2005.
- Faust, J., Rogers, J. e Wright, J. (2005) "News and noise in G-7 GDP announcements", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 37(3): 403–419.
- José, C. (2004) "As contas nacionais trimestrais em tempo real", Banco de Portugal, *Boletim Económico*-dezembro.
- Kholodilin, K. e Siliverstovs, B. (2009) "Do forecasters inform or reassure? Evaluation of the German real-time data", *KOF Working Paper 215*, KOF Swiss Economic Institute.
- McKenzie, R. (2006) "Undertaking revisions and real-time data analysis using the OECD main economic indicators original release data and revisions database", *OECD Statistics Working Paper 2006/2*, OECD.
- Meador, R. (2007) "Revisions to quarterly GDP growth and its components", *Economic and Labour Market Review* 1(11), Office for National Statistics, UK.
- Orphanides, A. (2001) "Monetary Policy Rules Based on Real-Time Data", *American Economic Review*, 91, pp. 964-985.
- Orphanides, A. (2003) "Historical Monetary Policy Analysis and the Taylor Rule", *Journal of Monetary Economics*, 50: 983-1022.
- Orphanides, A. e van Norden, S. (2002) "The unreliability of output-gap estimates in real time", *The Review of Economics and Statistics*, 84(4): 569–583.
- Stark, T. e Croushore, D. (2002) "Forecasting with a real-time data set for macroeconomists", *Journal of Macroeconomics*, 24: 507–531.