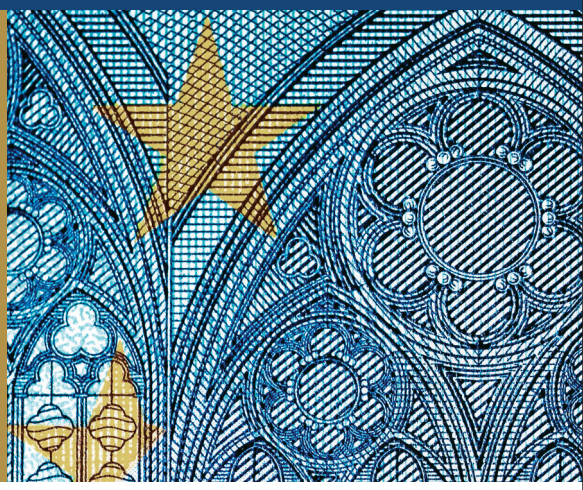
BOLETIM ECONÓMICO



Outono 2012

Banco de Portugal
EUROSISTEMA

BOLETIM ECONÓMICO

OUTONO | 2012

Volume 18, Número 3

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, 2012

Tiragem

200 exemplares

ISSN 0872-9794 (impresso)

ISSN 2182-0368 *(on line)*

Depósito Legal n.º 241772/06

ÍNDICE

I. A ECONOMIA PORTUGUESA EM 2012 E PROJEÇÕES PARA A ECONOMIA PORTUGUESA EM 2012-2013

7 **Sumário Executivo**

11 **A Economia Portuguesa em 2012**

11 1. Enquadramento internacional

18 *Caixa 1.1 A união bancária*

20 *Caixa 1.2 Política monetária não convencional nas principais economias avançadas*

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

36 3. Política Orçamental

40 *Caixa 3.1 Algumas considerações sobre a avaliação da orientação da política orçamental*

43 *Caixa 3.2 Perspetivas orçamentais para 2013*

45 4. O Ajustamento da Economia Portuguesa

66 *Caixa 4.1 O impacto das taxas de juro do mercado monetário no rendimento disponível das famílias portuguesas*

69 *Caixa 4.2 Variação do saldo da balança de bens no primeiro semestre de 2012*

71 **Projeções para a Economia Portuguesa em 2012-2013**

79 **Temas em Destaque**

79 1. A importância da cooperação institucional e do capital social em processos de ajustamento económico

85 2. Transmissão da política monetária na área do euro

II. ARTIGOS

95 A concorrência na economia portuguesa medida através da elasticidade dos lucros
João Amador, Ana Cristina Soares

111 Efeitos das externalidades da despesa pública
João Valle e Azevedo, Valerio Ercolani

127 Recomposição ou reclassificação da carteira de produtos? Aplicação ao comércio internacional da economia portuguesa
Rúben Branco, Luca David Opromolla

143 Previsões económicas de curto prazo para Portugal: uma síntese metodológica
Paulo Soares Esteves, António Rua

A ECONOMIA PORTUGUESA EM 2012 E PROJEÇÕES PARA A ECONOMIA PORTUGUESA EM 2012-2013

I

SUMÁRIO EXECUTIVO

A ECONOMIA PORTUGUESA EM 2012

PROJEÇÕES PARA A ECONOMIA PORTUGUESA EM 2012-2013

TEMAS EM DESTAQUE

SUMÁRIO EXECUTIVO

O ano de 2012 tem sido marcado pela continuação do processo de ajustamento da economia portuguesa, enquadrado pelo programa de assistência económica e financeira. Este é o terceiro episódio de ajustamento da economia portuguesa a desequilíbrios económicos graves nas últimas quatro décadas, observando-se significativas perdas de produto e emprego, acentuados pela crise económica e financeira internacional. Relembre-se que, embora num regime macroeconómico distinto, os episódios passados de crises de financiamento da economia portuguesa implicaram também custos significativos.

A evolução da economia portuguesa em 2012 decorreu num contexto de restritividade das condições monetárias e financeiras e de manutenção da orientação contracionista da política orçamental. Neste quadro, observou-se uma deterioração da posição cíclica da economia portuguesa, caracterizada por uma forte quebra do produto e por um significativo aumento do desemprego. Em interligação com os elevados custos decorrentes do agravamento da posição cíclica, observaram-se progressos no processo de ajustamento, designadamente ao nível do reequilíbrio do saldo da balança corrente e de capitais, com um crescimento das exportações e uma forte redução das importações. Por outro lado, a perceção de risco dos investidores internacionais relativamente à economia portuguesa mostrou alguns sinais de melhoria. A consolidação destes progressos e a sustentação de uma situação macroeconómica equilibrada requerem uma base estrutural assente no aumento tendencial da produtividade. No entanto, o continuado agravamento da posição cíclica da economia pode ter um impacto negativo no crescimento potencial. Este risco consubstancia-se, por exemplo, numa continuada redução do nível do *stock* de capital, na depreciação do capital humano dos trabalhadores desempregados e na emigração de jovens qualificados.

A correção dos desequilíbrios acumulados no passado, que se sobrepõe a um processo de reestruturação estrutural com um horizonte mais longo e que se relaciona com a integração da economia portuguesa no contexto global, desenrola-se num quadro de grande incerteza. Com efeito, as dificuldades e os riscos decorrentes do processo de ajustamento têm sido agravados pela prevalência de elevada incerteza quanto à evolução da economia internacional e à resolução da crise da dívida soberana na área do euro.

Ao longo do ano de 2012 as autoridades europeias encetaram esforços no sentido de reduzir o nível de incerteza e promover a recuperação da atividade económica. O recrudescimento das tensões no segundo trimestre de 2012, em especial a relação estreita entre o risco soberano e dos bancos na área do euro, evidenciou a necessidade de adoção de medidas adicionais para restaurar a confiança dos investidores. Neste contexto, são de destacar as decisões do Conselho Europeu no sentido de criar uma União Bancária e a declaração de disponibilidade do BCE para, no âmbito do seu mandato, realizar as intervenções necessárias à preservação do euro. A estes desenvolvimentos acresceu o anúncio de um novo programa de transações nos mercados secundários de obrigações soberanas. No que se refere à política monetária na área do euro, manteve-se uma orientação expansionista.

O conjunto das reformas institucionais na União Europeia e a orientação da política monetária são fatores importantes para o sucesso do processo de ajustamento da economia portuguesa, na medida em que contribuem para uma menor fragmentação dos mercados de crédito no espaço europeu (ver "Tema em Destaque 2 *Transmissão de política monetária na área do euro*", deste Boletim). Com efeito, a progressiva regularização das condições de financiamento da economia portuguesa, em particular no setor privado, contribuirá a prazo para a recuperação do investimento produtivo e para o crescimento potencial da economia, repercutindo-se favoravelmente na dinâmica do rácio da dívida pública e da posição de investimento internacional.

Em 2012, as condições monetárias e financeiras na economia portuguesa permaneceram restritivas, num quadro de perturbações na transmissão da política monetária na área do euro e de ajustamento estrutural na economia. A oferta de crédito continua a ser condicionada por um elevado nível de aversão ao risco por parte dos bancos, num contexto de elevada incerteza, alto nível de endividamento e deterioração da situação financeira das empresas e dos particulares. Adicionalmente, o custo de financiamento dos bancos manteve-se elevado, embora as taxas de juro dos depósitos tenham começado a reduzir-se, beneficiando do impacto das medidas não convencionais de política monetária do BCE. Desta forma, a situação de liquidez dos bancos melhorou substancialmente. Existem indícios de que o aumento da restritividade dos critérios de concessão de crédito começou a ser mitigado no decurso de 2012, embora com grande heterogeneidade entre as empresas. As grandes empresas e as empresas exportadoras mantiveram o acesso ao crédito interno ou encontraram fontes alternativas de financiamento a um custo inferior à média, enquanto as pequenas e médias empresas continuaram a enfrentar dificuldades de financiamento.

No decurso de 2012 prosseguiu a desalavancagem do sistema bancário. O ajustamento do balanço dos bancos assentou num forte aumento dos fundos próprios, o que constitui um fator muito importante para aumentar a sua resiliência a choques negativos e particularmente relevante no contexto do ajustamento dos desequilíbrios da economia. Adicionalmente, registou-se um aumento do financiamento junto do Eurosistema que foi, no entanto, dominado pelo comportamento dos bancos estrangeiros residentes em Portugal. Os depósitos de particulares, embora continuando a crescer de forma significativa, evidenciaram um abrandamento ao longo do ano, que era em larga medida esperado dado que o forte crescimento anterior decorreu de ajustamentos de carteira. Simultaneamente, ocorreu uma redução muito significativa do endividamento dos bancos nos mercados internacionais, com um elevado volume de vencimentos e de recompra de obrigações próprias, a par da contínua queda do financiamento por parte de instituições de crédito não residentes. Do lado do ativo, o processo de desalavancagem assentou numa redução do crédito a não residentes, acentuando-se a redução do crédito ao setor privado residente, enquanto o financiamento ao setor público registou um aumento importante. Por seu turno, a desalavancagem do setor empresarial é ainda bastante moderada em termos agregados, devendo prosseguir no longo prazo, beneficiando, em particular, da recuperação do crescimento económico. Neste contexto, o reforço da capitalização das empresas e a procura por fontes de financiamento alternativas revelam-se essenciais.

A política orçamental portuguesa manteve em 2012 uma orientação contracionista e pró-cíclica, que deverá prosseguir no próximo ano. O cumprimento dos objetivos de redução do défice orçamental é condição essencial para assegurar o regular financiamento da economia portuguesa e travar a dinâmica de crescimento do rácio da dívida pública. A composição do processo de correção orçamental é uma matéria importante. A opção pelo aumento das receitas como modo de atingir as metas orçamentais reduz o volume de recursos disponíveis no setor privado, com consequências adversas sobre as decisões de investimento e o crescimento económico futuro. Adicionalmente, o aumento da tributação tem um impacto negativo por via das distorções impostas nos mercados, agravando ineficiências na utilização dos recursos produtivos. A estratégia de consolidação orçamental deve passar, *inter alia*, por uma redução da despesa pública. Esta redução implica um melhoramento da gestão em áreas onde exista ineficiente utilização dos recursos públicos - limitando-se assim as intervenções de caráter transversal, de forma a não colocar em causa o funcionamento de áreas consideradas fundamentais – bem como uma identificação das áreas onde o retorno social é relativamente mais baixo. Neste enquadramento, uma estratégia de consolidação orçamental sustentável deve assentar em opções quanto às áreas de intervenção primordial do Estado, num contexto de cooperação institucional e diálogo social (ver "Tema em Destaque 1 *A importância da cooperação institucional e do capital social em processos de ajustamento económico"*, deste Boletim).

Em 2012 e 2013, a acentuada contração da procura interna será apenas parcialmente compensada pela evolução positiva das exportações, implicando uma deterioração da posição cíclica da economia portuguesa. De acordo com as atuais projeções, a atividade económica deverá apresentar uma nova contração em 2013 (1.6 por cento), embora menos significativa do que a projetada para 2012 (3 por cento). A orientação contracionista da política orçamental e as condições de financiamento restritivas, conjugadas com expectativas desfavoráveis quanto à evolução da atividade e do mercado de trabalho, a perceção de uma redução do rendimento permanente e a constituição de poupanças por motivos de precaução justificaram uma forte redução do consumo das famílias, tanto nos bens duradouros como no consumo corrente. Adicionalmente, as expectativas de redução na procura interna, o elevado nível de incerteza e a restritividade das condições monetárias e financeiras contribuíram para a manutenção de um desempenho negativo no investimento, que se manterá em 2013. Entre as empresas que consideram ter limitações ao investimento, a deterioração das expectativas em relação à procura continua a ser inequivocamente apontada como o principal fator limitativo, embora a percentagem daquelas que referem importantes limitações à obtenção de crédito bancário tenha registado um ligeiro aumento. Num cenário em que prevalecem elevados níveis de endividamento nas empresas, as restrições de financiamento poderão revelar-se um fator limitativo da recuperação da atividade, prejudicando a recuperação do investimento produtivo, em particular se incidirem desproporcionadamente nas novas empresas e em projetos inovadores. Em sentido inverso, as exportações de bens e serviços deverão continuar a registar um crescimento assinalável em 2012 e 2013. A evolução das exportações decorre num contexto de elevada incerteza e deterioração da atividade económica nos principais parceiros comerciais de Portugal, sendo assinalável a existência de fortes ganhos de quota de mercado. Por seu turno, a redução das importações reflete a evolução da procura global, observando-se uma melhoria muito substancial do saldo da balança corrente e de capitais, traduzida num superávite em 2013. Em síntese, este cenário aponta para uma continuação do processo de ajustamento da economia portuguesa em 2012 e 2013, deteriorando-se a posição cíclica e a situação no mercado de trabalho, enquanto se mantém a dinâmica exportadora e se reduzem significativamente as necessidades de financiamento externo.

As alterações na composição da procura global têm vindo a implicar uma evolução diferenciada da atividade e do emprego dos diversos setores produtivos. O início do processo de reestruturação setorial é anterior à crise económica e financeira internacional, sendo motivado pela resposta da economia a alterações no padrão de vantagens comparativas e associado aos processos de destruição criativa. Por seu turno, o ajustamento recente da economia portuguesa acelerou a redução dos recursos afetos aos setores não transacionáveis. Neste contexto, a efetiva prossecução da agenda de reforma estrutural incluída no programa de ajustamento económico e financeiro é importante para reduzir os custos de realocação setorial dos recursos produtivos. Em particular, a melhoria das condições de funcionamento do mercado de trabalho deve ter como objetivo a redução da segmentação, a criação de novos empregos e a subsequente contenção da taxa de desemprego, que atingiu 15 por cento no primeiro semestre de 2012.

A deterioração da posição cíclica da economia portuguesa manifesta-se também na subutilização dos fatores produtivos, introduzindo pressões descendentes nos preços dos bens e nos custos do trabalho. A taxa de variação média do IHPC desacelerou em 2012, apesar do aumento da tributação indireta, evolução que se acentuará em 2013. Por seu turno, os custos unitários do trabalho deverão apresentar uma nova redução em 2012, resultado do aumento da produtividade e de uma diminuição significativa das remunerações, para a qual contribuiu o setor das administrações públicas. Para 2013 espera-se uma relativa estabilização dos custos unitários do trabalho. Em termos relativos, a diminuição destes custos nos últimos anos implicou a correção da moderada apreciação real acumulada desde o início da participação na área do euro. Este é um dos canais de recuperação da competitividade externa da economia portuguesa no curto prazo, que complementa os ganhos de competitividade assentes na continuação do processo de reestruturação da atividade produtiva.

A gestão da dinâmica do processo de ajustamento da economia portuguesa coloca importantes desafios de política. Uma eventual moderação da intensidade do esforço de ajustamento, designadamente ao nível orçamental, está condicionada pela garantia de condições de financiamento para a economia portuguesa e implica uma maior acumulação de dívida, agravando as suas condições de sustentabilidade. Nestas condições, um ajustamento orçamental que contribua para o crescimento potencial da economia é inadiável. O reforço do consenso social em torno das linhas orientadoras do processo de ajustamento é condição fundamental para a manutenção da credibilidade junto dos mercados financeiros internacionais e das autoridades internacionais e, consequentemente, para o sucesso do programa de ajustamento (ver "Tema em Destaque 1 *A importância da cooperação institucional e do capital social em processos de ajustamento económico*", deste Boletim). A promoção do crescimento económico, assente na dinâmica das exportações, protagonizada pelo setor privado e beneficiando do papel catalisador do setor público, poderá constituir um importante fator agregador.

O processo de ajustamento da economia portuguesa deve continuar a decorrer num contexto de estabilidade interna e enquadrado pelos mecanismos institucionais europeus, eles próprios em processo de reforma. Este processo conduzirá previsivelmente a um cenário distinto do que vigorava antes do desencadear da crise económica e financeira internacional, sustentado num melhor funcionamento dos mercados e do sistema judicial, alinhando os incentivos dos agentes num quadro institucional que reforce o capital humano, físico e social. Neste novo regime, a melhoria dos níveis de consumo das famílias, dos serviços prestados pelas administrações públicas e a dinâmica de investimento terão de resultar de ganhos estruturais na produtividade, ancorados num aumento do grau de abertura da economia.

1. Enquadramento internacional

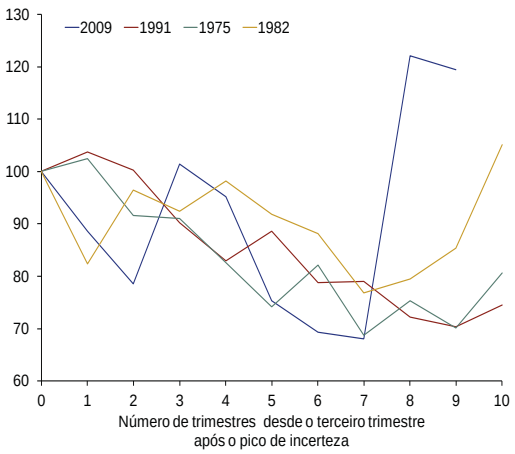
O enquadramento externo da economia portuguesa em 2012 continuou a ser marcado pela manutenção de um elevado nível de incerteza que se manifestou na persistente volatilidade dos mercados financeiros, na erosão da confiança dos agentes económicos e, consequentemente, no adiamento do processo de recuperação económica à escala global. O elevado nível de incerteza repercutiu-se de forma heterogénea entre países, sendo particularmente adverso nos casos em que decorrem processos de ajustamento dos desequilíbrios macroeconómicos internos e externos, como acontece na economia portuguesa.

O nível de incerteza prevalecente na economia internacional tende a ser, em parte, inerente à fase do ciclo económico em que esta se encontra. De um modo geral, o nível de incerteza diminui durante as fases de expansão e aumenta durante as fases recessivas[1]. No entanto, durante a recuperação económica atual não parece ter ocorrido uma redução gradual da incerteza (Gráfico 1.1). A explicação para este facto poderá estar parcialmente associada à incerteza inerente às medidas de política económica adotadas ou a adotar em algumas economias avançadas, visível no aumento dos índices de incerteza para a área do euro e para os Estados Unidos (Gráfico1.2).

Em particular, na área do euro, persistem dúvidas quanto à disponibilidade das autoridades nacionais para implementar as políticas necessárias para a resolução da crise da dívida soberana e quanto à capacidade de cumprimento das metas orçamentais em alguns países, num quadro de fraco crescimento económico. Nos Estados Unidos, a principal fonte de incerteza está relacionada com dúvidas quanto à orientação futura da política orçamental, atendendo à cessação de uma série de medidas de estímulo à economia no final de 2012 e aos cortes automáticos na despesa previstos para o início de 2013. A

Gráfico 1.1

NÍVEL DE INCERTEZA NOS ESTADOS UNIDOS DURANTE RECUPERAÇÕES ECONÓMICAS GLOBAIS

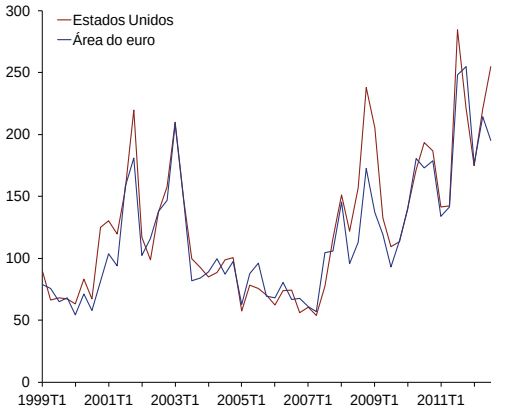


Fonte: FMI, *World Economic Outlook, outubro de 2012.*

Notas: Cada uma das linhas representa a evolução da incerteza dos Estados Unidos, medida pelo desvio-padrão mensal das cotações diárias das ações, três trimestres após o pico durante a respetiva recessão global. Os episódios recessivos são os identificados por Kose, Loungani e Terrones (2009), "*Out of the Ballpark,*" *Finance & Development*, Vol.46.

Gráfico 1.2

ÍNDICE DE INCERTEZA ASSOCIADA À POLÍTICA ECONÓMICA



Fonte: *Economic Policy Uncertainty*, setembro de 2012.

Notas: Os índices apresentados são calculados por Baker, Bloom e Davis (2012), "*Measuring economic policy uncertainty*", com base na frequência em que os termos "política económica" e "incerteza" aparecem juntos na comunicação social. Os dados estão disponíveis em www.policyuncertainty.com.

1 Existem justificações económicas e resultados empíricos que apontam para um efeito negativo da incerteza sobre a atividade económica. Adicionalmente, existe também alguma evidência empírica de que a própria redução da atividade contribui para o aumento da incerteza. No seu conjunto, estes efeitos justificam que recessões mais prolongadas e recuperações mais lentas estejam associadas a maiores níveis de incerteza. Para uma análise mais detalhada ver "*Box* 1.3 *How Does Uncertainty Affect Economic Performance?*", *World Economic Outlook*, outubro de 2012 e as referências aí citadas.

eventual ausência de uma resposta credível das autoridades europeias e norte-americana nestas matérias contribuirá para a manutenção do elevado grau de incerteza e para uma revisão em baixa das perspetivas de crescimento económico, mesmo no curto prazo, tornando ainda mais complexo o processo de ajustamento da economia portuguesa.

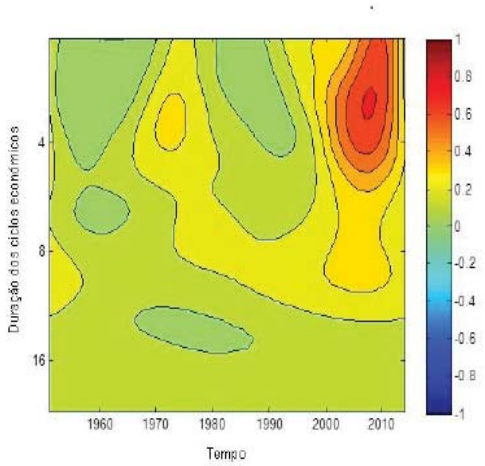
Cinco anos após o início da crise financeira, o processo de recuperação económica global permanece bastante lento e irregular

A atividade económica mundial voltou a registar um abrandamento em 2012, refletindo, contudo, ritmos de crescimento bastante diferenciados nas diferentes regiões do globo. Esta heterogeneidade na evolução das várias economias durante a recuperação económica contrasta com o elevado grau de sincronização observado na recessão após o início da crise financeira (Gráfico 1.3). De acordo com as previsões do Fundo Monetário Internacional (FMI) de outubro, o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) das economias avançadas manteve-se fraco, situando-se em 1.3 por cento em 2012, menos 0.3 pontos percentuais (p.p.) do que em 2011 (Quadro 1.1). Num quadro de menor procura por parte das economias avançadas, as economias de mercado emergentes e em desenvolvimento registaram também um menor dinamismo. As previsões do FMI apontam, ainda assim, para um crescimento bastante robusto no conjunto do ano (5.3 por cento em 2012, face a 6.2 por cento em 2011). A desaceleração da atividade económica deverá ser particularmente marcada nas economias da Europa central e de leste, mais expostas aos desenvolvimentos na área do euro por via das ligações comerciais e financeiras, mas também na China e no Brasil, responsáveis, em larga medida, pelo abrandamento da atividade económica nas respetivas regiões.

O abrandamento da atividade económica mundial e o elevado grau de incerteza traduziram-se numa desaceleração significativa dos fluxos de comércio em 2012. O FMI estima que o volume de comércio de bens e serviços cresça 3.2 por cento no conjunto do ano, o que compara com 5.8 por cento em 2011. Em particular, o ritmo de crescimento das importações das economias avançadas deverá reduzir-

Gráfico 1.3

COESÃO MUNDIAL



Fonte: Rua (2012), *"Wavelets em Economia"*, Banco de Portugal, *Boletim Económico Verão*.

Nota: A medida de coesão permite aferir o grau de sincronização entre países e varia entre -1 e 1 (sendo que a um valor elevado (baixo) corresponde uma elevada (baixa) sincronização). A medida apresentada refere-se à coesão mundial em termos da variação real anual do PIB de 40 países, que representam cerca de 87 por cento do PIB mundial.

Quadro 1.1

PIB | TAXA DE VARIAÇÃO REAL, EM PERCENTAGEM

	2009	2010	2011	2012
Economia mundial	-0.6	5.1	3.8	3.3
Economias avançadas	-3.5	3.0	1.6	1.3
EUA	-3.1	2.4	1.8	2.2
Japão	-5.5	4.5	-0.8	2.2
Área do euro	-4.4	2.0	1.4	-0.4
Alemanha	-5.1	4.0	3.1	0.9
França	-3.1	1.7	1.7	0.1
Itália	-5.5	1.8	0.4	-2.3
Espanha	-3.7	-0.3	0.4	-1.5
Países Baixos	-3.7	1.6	1.1	-0.5
Reino Unido	-4.0	1.8	0.8	-0.4
Economias de mercado emergentes e em desenvolvimento	2.7	7.4	6.2	5.3
dos quais:				
Polónia	1.6	3.9	4.3	2.4
China	9.2	10.4	9.2	7.8
Brasil	-0.3	7.5	2.7	1.5
Angola	2.4	3.4	3.9	6.8

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, outubro de 2012.

-se substancialmente, de 4.4 por cento em 2011 para 1.7 por cento em 2012. As previsões apontam também para um menor dinamismo das importações das economias de mercado emergentes, as quais deverão crescer 7 por cento em 2012 (8.8 por cento em 2011).

A evolução da atividade económica e do comércio mundiais traduziu-se numa desaceleração significativa da procura externa dirigida à economia portuguesa

A atividade económica na área do euro e no Reino Unido, que no seu conjunto representaram quase 70 por cento do total das exportações portuguesas em 2011, deteriorou-se de forma marcada em 2012. O FMI estima uma contração do PIB de 0.4 por cento em ambas as economias no conjunto do ano, o que compara com crescimentos de 1.4 e 0.8 por cento em 2011, respetivamente. Para esta evolução terão contribuído a manutenção de condições financeiras desfavoráveis, o processo de consolidação orçamental em curso em vários países europeus e a deterioração marcada do sentimento económico. Refira-se que, mais recentemente, a fraqueza da atividade económica nos países da área do euro que registam tensões nos mercados de dívida soberana (doravante denominados países sob pressão[2]), a par da persistência de um elevado nível de incerteza, terá sido transmitida às restantes economias da área do euro, nomeadamente através da diminuição da confiança das famílias e empresas. De acordo com os inquéritos de confiança da Comissão Europeia, a evolução desfavorável observada no conjunto da área do euro no terceiro trimestre foi determinada, em larga medida, por uma deterioração abrupta da confiança na Alemanha, França, Áustria e Finlândia. Tal deterioração é especialmente visível no caso dos consumidores e dos empresários do setor dos serviços, esperando-se uma desaceleração da atividade económica nestes países na segunda metade do ano. Nos países sob pressão, registou-se igualmente uma diminuição da confiança, mas menos acentuada, dados os níveis já bastante reduzidos que estes indicadores tinham atingido.

A desaceleração da atividade económica esperada para 2012 é comum à generalidade dos países da área do euro, embora os ritmos de crescimento previstos pelo FMI para o conjunto do ano sejam bastante heterogéneos. No caso dos dois maiores parceiros comerciais da economia portuguesa, estima-se uma contração do PIB de 1.5 por cento em Espanha e um abrandamento significativo na Alemanha, de 3.1 por cento em 2011 para 0.9 por cento em 2012. Nas restantes principais economias da área, a atividade económica deverá contrair-se igualmente em Itália e nos Países Baixos e permanecer virtualmente estagnada em França (Quadro 1.1)[3]. Em linha com a contração da atividade, as condições do mercado de trabalho agravaram-se consideravelmente, prevendo-se um aumento significativo do desemprego, em particular nas economias em ajustamento.

Nos Estados Unidos, a atividade económica deverá continuar a recuperar, embora a um ritmo inferior ao registado no passado, claramente insuficiente para melhorar de forma inequívoca a situação no mercado de trabalho. Apesar de uma queda excecionalmente elevada em termos históricos durante a recessão de 2009, o emprego tem registado um crescimento muito moderado quando comparado com o crescimento médio em recuperações anteriores, situação que se terá intensificado em 2012 (Gráfico 1.4). Em contraste com a área do euro, o processo de consolidação orçamental prosseguiu a um ritmo mais lento, sendo necessário um maior esforço no médio prazo para atingir os objetivos de redução do défice para os níveis desejados. De acordo com o FMI, o défice orçamental nos Estados Unidos deverá situar-se em 8.7 por cento do PIB em 2012, o que compara com 3.3 por cento no conjunto da área do euro.

Um traço comum à evolução da generalidade dos principais parceiros comerciais de Portugal pertencentes à área do euro é a redução significativa do contributo da procura interna para o crescimento do PIB no

---

2 Para a análise apresentada neste Boletim, este grupo de países inclui a Espanha, Grécia, Irlanda, Itália e Portugal.

3 Vários outros países da área do euro deverão registar uma recessão em 2012, nomeadamente a Grécia, Portugal, Eslovénia e Chipre. Nos restantes países, a atividade económica deverá crescer a um ritmo bastante fraco, na maior parte dos casos inferior a 1.0 por cento.

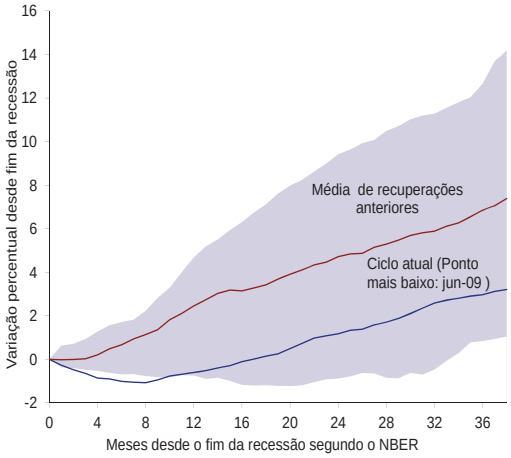
período após a crise financeira, especialmente nos países sob pressão (Gráfico 1.5). Esta tendência ter-se-á mantido em 2012, prevendo-se uma contração particularmente acentuada da procura interna em Espanha e Itália, subtraindo cerca de 4 p.p. ao crescimento médio anual do PIB. Em contraste, no Reino Unido e nos Estados Unidos, o ritmo de crescimento da procura interna deverá aumentar ligeiramente. O abrandamento da procura interna nos principais parceiros comerciais de Portugal, conjugado com a desaceleração das exportações, deverá traduzir-se numa diminuição das importações de bens e serviços destas economias. Neste contexto, o crescimento da procura externa dirigida à economia portuguesa reduziu-se significativamente, de 3.4 por cento em 2011 para 0.3 por cento em 2012, refletindo em larga medida uma redução das importações da área do euro. A desaceleração da procura externa é particularmente adversa no contexto atual em que, devido ao processo de ajustamento, a economia portuguesa depende mais do que habitualmente das exportações como motor de crescimento da procura global.

Redução da inflação à escala global num contexto de abrandamento da atividade económica, apesar da manutenção dos preços do petróleo em níveis elevados

Após crescimentos significativos em 2010 e 2011, os preços internacionais das matérias-primas deverão registar uma desaceleração em 2012. Dado o abrandamento da procura das principais economias avançadas e emergentes, os preços internacionais da generalidade das matérias-primas não energéticas registaram uma diminuição no período entre janeiro e setembro de 2012, traduzindo-se numa queda significativa em termos homólogos. No terceiro trimestre, contudo, esta tendência foi de certo modo atenuada por uma trajetória ascendente dos preços internacionais dos cereais, resultante dos efeitos de condições meteorológicas adversas nos Estados Unidos, que registaram no verão de 2012 a maior seca dos últimos 50 anos. No que respeita aos preços internacionais do petróleo, a evolução em 2012 divergiu da tendência de queda dos preços das restantes matérias-primas. De facto, os preços do petróleo exibiram alguma volatilidade ao longo do ano, tendo registado um aumento no primeiro trimestre, que foi totalmente revertido nos três meses seguintes. Posteriormente, os preços voltaram a aumentar, situando-se em meados de outubro num nível cerca de 5 por cento acima do observado no

Gráfico 1.4

EVOLUÇÃO DO EMPREGO NOS ESTADOS UNIDOS | COMPARAÇÃO COM CICLOS ANTERIORES

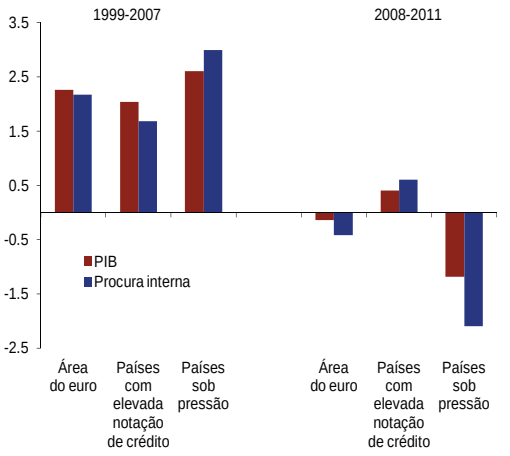


Fontes: *National Bureau of Economic Research, Thomson Reuters* e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: A média, máximo e mínimo dizem respeito aos ciclos desde 1950, excluindo o ciclo atual.

Gráfico 1.5

PIB E PROCURA INTERNA NA ÁREA DO EURO | TAXA DE VARIAÇÃO REAL, EM PERCENTAGEM



Fontes: *Eurostat* e cálculos do Banco de Portugal.

Notas: Países com elevada notação de crédito: Áustria, Bélgica, Alemanha, França, Finlândia, Holanda. Países sob pressão: Espanha, Portugal, Itália, Grécia, Irlanda.

final de 2011. Numa perspetiva de curto prazo, e dado o abrandamento da procura à escala mundial, este comportamento tem traduzido em larga medida perturbações do lado da oferta associadas às tensões geopolíticas existentes no Médio Oriente, com destaque para as implicações decorrentes do embargo da União Europeia às importações de petróleo do Irão – o terceiro maior exportador a nível mundial – em vigor desde julho de 2012.

Neste contexto, e dada a diminuição da taxa de utilização dos fatores produtivos nas economias avançadas, as previsões do FMI apontam para uma redução do crescimento médio anual dos preços no consumidor nas economias avançadas, de 2.7 por cento em 2011 para 1.9 por cento em 2012. Nas economias de mercado emergentes e em desenvolvimento, a inflação deverá permanecer elevada em 2012 (6.1 por cento), apesar da redução de 1.1 p.p. face a 2011.

A confiança no sistema financeiro global permaneceu excecionalmente frágil e os riscos descendentes para a estabilidade financeira aumentaram consideravelmente

Os mercados financeiros internacionais foram caracterizados por uma elevada volatilidade resultante de flutuações consideráveis na aversão ao risco que decorrem da crise da dívida soberana na área do euro e da incerteza quanto à capacidade de resposta das autoridades, aspetos particularmente importantes para o sucesso do programa de ajustamento da economia portuguesa. Após uma relativa melhoria nos primeiros meses de 2012, as tensões regressaram aos mercados financeiros internacionais refletindo, numa primeira fase, dúvidas quanto à capacidade de cumprimento das metas orçamentais em Espanha e Itália num quadro de fraco crescimento económico e, numa fase posterior, receios quanto à própria reversibilidade da área do euro. Neste contexto, no segundo trimestre, assistiu-se ao aumento generalizado das volatilidades implícitas nos diferentes mercados e a uma subida dos diferenciais entre as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública dentro da área do euro (Gráfico 1.6). Adicionalmente, verificou-se uma queda dos principais índices acionistas, em particular do setor bancário, e uma depreciação do euro em termos nominais efetivos.

No entanto, as iniciativas da Comissão Europeia e do BCE na segunda metade de 2012 contribuíram para uma ligeira melhoria face ao final de 2011

O recrudescimento das tensões no segundo trimestre de 2012, em especial a relação estreita entre risco soberano e dos bancos na área do euro, evidenciou a necessidade de adoção de medidas adicionais para restaurar a confiança dos investidores. Neste contexto, é de destacar a decisão do Conselho Europeu de final de junho, procurando intensificar e acelerar o processo de integração europeia, nomeadamente na esfera financeira (ver "Caixa 1.1 *A União Bancária*", deste Boletim). Cerca de um mês depois, numa conferência em Londres, o presidente do Banco Central Europeu (BCE) reforçou a ideia de que a solução para a crise na área do euro passaria por um maior grau de integração europeia e afirmou que a área do euro é irreversível. Na avaliação do BCE, o principal desafio de curto prazo está relacionado com a reintegração dos mercados financeiros na área do euro e a restauração do bom funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária. Neste contexto, o presidente afirmou que, no âmbito do seu mandato, o banco central fará o que for necessário para salvaguardar a singularidade da política monetária e preservar o euro. Estas declarações foram seguidas pelo anúncio de um novo programa de transações nos mercados secundários de obrigações soberanas (programa "Transações Monetárias Definitivas"), após a reunião do Conselho do BCE no início de agosto (ver "Caixa 1.2 *Política monetária não convencional nas principais economias avançadas*", deste Boletim). Os mercados financeiros reagiram favoravelmente a este anúncio, assistindo-se a uma redução das taxas de rendibilidade da dívida pública nos países sob pressão e a uma subida dos principais índices acionistas durante o mês de setembro, em especial dos bancos. Simultaneamente, observou-se uma inversão da tendência de depreciação nominal efetiva do euro registada desde o início do ano.

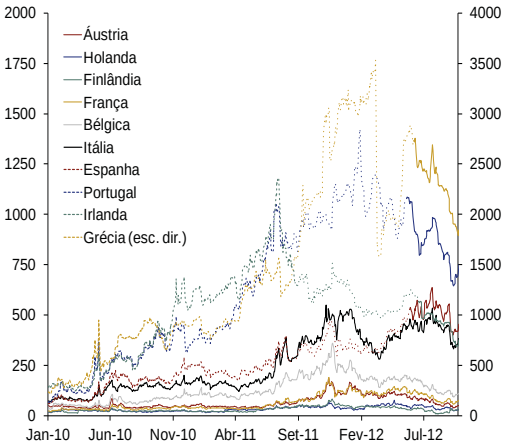
Em comparação com o final de 2011, quando as tensões se encontravam consideravelmente exacerbadas, os mercados financeiros internacionais registaram uma melhoria, patente na evolução positiva da generalidade dos indicadores de risco (Gráfico 1.7). Adicionalmente, assistiu-se a uma valorização dos principais índices acionistas e à redução das taxas de rendibilidade de dívida pública e privada. Nos mercados cambiais, registou-se uma depreciação do euro face às principais divisas internacionais, que se traduziu numa depreciação em termos nominais efetivos entre dezembro de 2011 e meados de outubro de 2012. Esta evolução tende a melhorar a competitividade-preço da área do euro face a países terceiros e a estimular o crescimento das exportações para economias não pertencentes à área do euro, tal como se observou na economia portuguesa.

A política monetária manteve uma orientação expansionista em 2012

Num quadro de abrandamento ou mesmo contração da atividade económica, a política monetária tornou-se mais expansionista à escala global, assistindo-se a uma redução das taxas de juro oficiais em algumas economias de mercado emergentes e em desenvolvimento (por exemplo, na China e no Brasil) e também em algumas economias avançadas. Paralelamente, os bancos centrais das principais economias avançadas estenderam a aplicação de medidas não convencionais adotadas no passado. No caso do Eurosistema, é de salientar a utilização ativa do Programa dos Mercados de Títulos de Dívida durante o primeiro trimestre de 2012. Posteriormente a esta data, não se realizaram mais compras até à desativação do programa no início de setembro (para uma análise mais detalhada da política monetária do BCE em 2012, ver a secção seguinte deste Boletim). Em contraste, no Reino Unido e no Japão, as autoridades monetárias aumentaram os montantes dos respetivos programas de compras de ativos em diversas ocasiões no decurso de 2012[4]. Nos Estados Unidos, a Reserva Federal anunciou em junho a manutenção do programa de extensão da maturidade dos títulos de dívida pública em carteira até ao final do ano, bem como a intenção de prosseguir com a política de reinvestimento de ativos amortizados.

Gráfico 1.6

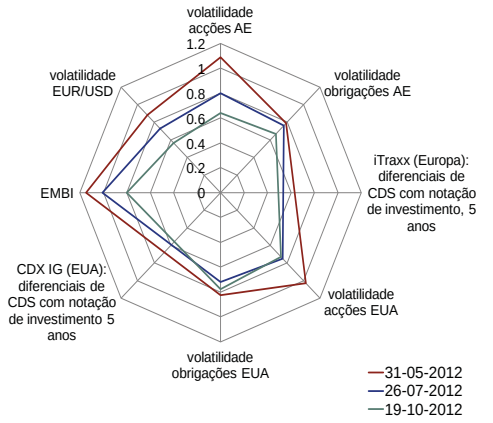
TAXAS DE RENDIBILIDADE DÍVIDA PÚBLICA A 10 ANOS | DIFERENCIAIS FACE À ALEMANHA, EM PONTOS BASE



Fonte: *Thomson Reuters.*

Gráfico 1.7

INDICADORES DE RISCO NOS MERCADOS FINANCEIROS



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

Nota: Rácio entre os valores para o indicador na data indicada e no dia 30/12/2011.

4 O Banco de Inglaterra decidiu ampliar o montante do seu programa de compra de ativos em fevereiro e em julho de 2012, em 50 mil milhões de libras esterlinas em cada ocasião. O montante total de compras previsto é de 375 mil milhões de libras esterlinas. O Banco do Japão aumentou os montantes envolvidos no seu programa de compra de ativos e empréstimos por três vezes em 2012 (em fevereiro, abril e setembro). No total, a dimensão do programa passou de 55 para 80 biliões de ienes.

Na sequência da deterioração acentuada do enquadramento económico e financeiro internacional durante o segundo trimestre, e dada a manutenção das taxas de juro oficiais em níveis próximos de zero em alguns países, os bancos centrais das principais economias avançadas, incluindo o BCE, adotaram novas medidas não convencionais de política monetária durante a segunda metade do ano (ver "Caixa 1.2 *Política monetária não convencional nas principais economias avançadas",* deste Boletim).

CAIXA 1.1| A UNIÃO BANCÁRIA

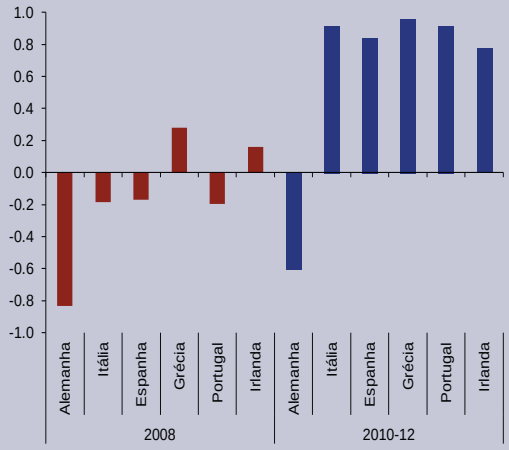
Mais de dois anos após o início da crise da dívida soberana na área do euro, as condições dos mercados monetários e financeiros permanecem extremamente frágeis, apesar das respostas do BCE e da União Europeia (UE). O sentimento de maior aversão ao risco resultante da crise financeira internacional implicou um escrutínio mais rigoroso da situação orçamental e estrutural dos países por parte dos investidores assistindo-se ao surgimento de prémios de risco de crédito elevados no preço de alguns títulos de dívida pública anteriormente considerados "sem risco" em alguns países da área do euro. Em 2012, assistiu-se a um alargamento das tensões nos mercados de dívida soberana a um número crescente de países, incluindo duas das maiores economias da área do euro - Itália e Espanha. Por outro lado, a estreita ligação entre soberanos e os respetivos sistemas bancários, patente, entre outros indicadores, no aumento da correlação entre as taxas de rendibilidade da dívida pública e os *Credit Default Swaps* dos bancos nos últimos dois anos em alguns países (Gráfico 1), implicou uma crescente fragmentação dos mercados de crédito da área do euro. Esta situação compromete significativamente a unidade e integridade do mercado único europeu de serviços financeiros e põe em causa a transmissão eficiente da política monetária na área do euro.

Os problemas dos últimos dois anos refletem de certa forma as inconsistências do processo de integração e de um modelo de governação da UE, que permitiram a acumulação de desequilíbrios macroeconómicos significativos em alguns países. O processo de correção destes desequilíbrios afeta a situação do setor financeiro e contribui para o enfraquecimento da atividade económica e para o aumento dos riscos para a estabilidade da união monetária. É neste contexto que, no Conselho Europeu do final de junho, surge a proposta de intensificar e acelerar o processo de integração europeia, nomeadamente através da criação de uma união bancária com o objetivo de restaurar a confiança no setor financeiro em geral e, dessa forma, promover uma maior integração financeira e assegurar um fluxo adequado de crédito à economia real[1].

A criação de uma união bancária pressupõe a transferência da responsabilidade da supervisão bancária para o nível europeu, através de uma autoridade única de supervisão com poderes de controlo sobre

Gráfico 1

CORRELAÇÃO ENTRE AS TAXAS DE DÍVIDA PÚBLICA A 10 ANOS E OS CDS A 5 ANOS DOS BANCOS



Fontes: *Thomson Reuters* e cálculos do Banco de Portugal.

1 A união bancária é parte integrante da visão para o futuro da União Económica Monetária proposta pelos presidentes do Conselho Europeu, da Comissão Europeia, do Eurogrupo e do BCE apresentada e discutida na Cimeira da área do euro e no Conselho Europeu do final de junho ("Rumo a uma verdadeira União Económica e Monetária", junho de 2012). Os outros elementos de uma estrutura institucional mais robusta assentam numa maior integração a nível orçamental e de política económica, sustentada por uma legitimidade democrática e uma responsabilização reforçadas.

todos os bancos da área do euro. A centralização da responsabilidade e da tomada de decisão a este nível contribui para uma aplicação mais uniforme das regras que regem a atividade bancária, para um melhor controlo dos riscos assumidos pelos bancos e para a minimização da probabilidade de crises futuras. Contudo, para este efeito, o mecanismo único de supervisão deverá ser complementado por outras medidas, nomeadamente um fundo europeu de resolução dos bancos que permita a sua restruturação sem afetar a estabilidade sistémica e a situação financeira dos países onde estes operam e um sistema comum de proteção de depósitos. Dada a forte interligação entre estes três elementos, os progressos deverão abranger idealmente estes três domínios em simultâneo de forma a alinhar as responsabilidades de supervisão e as de garantia da estabilidade financeira.

Em setembro, a Comissão Europeia propôs como primeiro passo na criação da união bancária o estabelecimento de um mecanismo único de supervisão para os bancos da área do euro, cabendo ao BCE a responsabilidade última em matéria de supervisão[2]. A escolha do BCE, para além de prevista no Tratado sobre o Funcionamento da UE (Artº 127(6)), justifica-se pela sua independência, *i.e.*, pela ausência de incentivos a proteger interesses nacionais e/ou penalizar o financiamento além-fronteiras. Na proposta da Comissão, o BCE terá responsabilidade sobre todos os bancos da área do euro (cerca de 6000) e não apenas sobre os de maior dimensão. Com efeito, a experiência recente demonstrou que problemas em bancos de pequena dimensão podem causar danos sistémicos graves. Esta proposta foi apresentada e discutida no Conselho Europeu de 18/19 de outubro, tendo sido reiterada a necessidade de avançar rapidamente para uma estrutura financeira integrada, aberta tanto quanto possível a todos os países que nela pretendam participar. O Conselho apelou a que se chegue a acordo sobre o quadro legislativo até 1 de janeiro de 2013, o que permitiria operacionalizar o mecanismo único de supervisão no decurso de 2013. Esta operacionalização deverá levar em conta um conjunto de aspetos, tais como:

- A necessidade de uma separação clara entre a política monetária do BCE e as suas funções de supervisão e garantir um tratamento e uma representação equitativos dos Estados-Membros que participam no mecanismo de supervisão, quer pertençam ou não à área do euro;
- Por razões de eficácia e eficiência, deverá ser implementado um sistema integrado de tomada de decisões, delegando-se a implementação de tarefas de supervisão às autoridades nacionais;
- Importância da adoção de um conjunto único de regras prudenciais.

Por fim, importa referir que é importante adotar rapidamente as disposições relativas à harmonização dos enquadramentos nacionais de resolução e de garantia de depósitos para que seja possível avançar no sentido da criação de um mecanismo único de resolução de crises bancárias e de um esquema único de garantia de depósitos que constituem os restantes pilares para atingir a união bancária e quebrar, a prazo, a ligação entre o risco soberano e do sistema bancário.

---

2 A Comissão apresentou também uma proposta legislativa sobre as adaptações do regulamento da Autoridade Bancária Europeia no quadro de um supervisor único e apelou à conclusão da reforma regulamentar em curso para o mercado financeiro único (o "conjunto de regras único"). Este conjunto de regras inclui regras prudenciais mais rigorosas, em particular relativamente aos requisitos de capital aplicáveis aos bancos, propostas de harmonização e simplificação dos sistemas nacionais de garantias de depósitos e propostas relativas a um quadro comum de regras de recuperação e resolução dos bancos

CAIXA 1.2| POLÍTICA MONETÁRIA NÃO CONVENCIONAL NAS PRINCIPAIS ECONOMIAS AVANÇADAS

No terceiro trimestre de 2012, assistiu-se a uma vaga de anúncios de novas medidas de política não convencionais por parte do Banco de Inglaterra, do BCE e da Reserva Federal norte-americana. As novas medidas foram tomadas num quadro de redução das pressões inflacionistas, em linha com a deterioração da atividade económica e, no caso da área do euro, motivadas pela necessidade de quebrar a ligação entre o risco soberano e bancário e restaurar o bom funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária.

No início de agosto, o BCE anunciou um novo programa de transações de títulos de dívida pública de curto prazo no mercado secundário. Este programa, denominado Transações Monetárias Definitivas (TMD), visa essencialmente a correção de distorções graves nos mercados de dívida soberana resultantes, em particular, de receios dos investidores quando à reversibilidade da área do euro. As modalidades de funcionamento das TMD, divulgadas na reunião de setembro do Conselho do BCE, contemplam montantes de compras de títulos de dívida soberana sem limites *ex-ante*, em mercado secundário, condicional na adoção de um rigoroso plano de ajustamento macroeconómico, estrutural, orçamental e financeiro por parte do país emissor ao abrigo do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira/Mecanismo Europeu de Estabilidade (FEEF/MEE) (Quadro 1)[1]. Na sequência destas decisões, o anterior Programa dos Mercados de Títulos de Dívida, em vigor desde 2010, foi cancelado. A liquidez injetada através deste programa continuará a ser absorvida como no passado e os títulos existentes na carteira serão detidos até ao venci-

Quadro 1

PRINCIPAIS CARATERÍSTICAS DAS TRANSAÇÕES MONETÁRIAS DEFINITIVAS (TMD)

Característica	O que significa	Relevância
Condicionalidade estrita e efetiva	Para a realização das transações é necessária a existência de: - um programa de ajustamento macroeconómico global no âmbito do FEEF/MEE; ou - um programa preventivo no âmbito da Linha de Crédito com Melhores Condições desde que incluam a possibilidade de compras no mercado primário pelo FEEF/MEE. As transações terminarão quando: - os objetivos respetivos forem alcançados; - houver incumprimento do programa de ajustamento macroeconómico ou preventivo.	Assegurar que as autoridades nacionais desempenham o seu papel na resolução dos desequilíbrios macroeconómicos internos e garantem uma trajetória orçamental sustentável a longo prazo. O Conselho do BCE afirmou que procurará envolver o FMI no que respeita à conceção da condicionalidade específica para cada país e ao acompanhamento do referido programa.
Cobertura	As transações concentrar-se-ão nos prazos mais curtos da curva de rendimentos e, em particular, nas obrigações soberanas com prazo entre 1 e 3 anos.	Estes prazos são os mais afetados pela existência de prémios de risco exigidos pelos investidores devido a receios quanto à reversibilidade da área do euro.
Montantes	Não são fixados limites quantitativos ex-ante para o montante das transações.	Tornar claro que o BCE está empenhado em fazer tudo ao seu alcance, dentro dos limites impostos pelo seu mandato, para garantir uma transmissão eficaz da política monetária e preservar a moeda única.
Tratamento dos credores	Igualdade de tratamento do Eurosistema face aos credores privados ou outros, no que respeita às obrigações emitidas por países da área do euro.	Promover a permanência dos agentes privados no mercado.
Esterilização	A liquidez criada através destas transações será totalmente esterilizada.	Não alterar a liquidez agregada, visto não ser esse o objetivo das TMD.

Fontes: BCE e Banco de Portugal.

1 As TMD podem também ser consideradas para países atualmente sujeitos a um programa de ajustamento macroeconómico quando retomarem o acesso aos mercados obrigacionistas. Para mais informação, ver comunicado do BCE "*Características técnicas das Transações Monetárias Definitivas*" de 6 de setembro de 2012.

mento. Adicionalmente, o Conselho do BCE decidiu proceder a alterações na elegibilidade de ativos da administração central e alargar a lista de ativos elegíveis como colateral nas operações do Eurosistema[2].

Os desenvolvimentos na área do euro têm vindo a afetar negativamente as condições de financiamento dos bancos no Reino Unido, traduzindo-se em taxas de juro mais elevadas e numa menor disponibilidade de crédito bancário à economia. Neste contexto, em julho, o Banco de Inglaterra implementou, em conjunto com o governo do Reino Unido, o programa "*Funding for Lending*" que visa incentivar os bancos a aumentarem a concessão de empréstimos[3]. Até ao final de janeiro de 2014, as instituições de crédito podem obter títulos do tesouro do Reino Unido com maturidade até quatro anos junto do Banco de Inglaterra, oferecendo como colateral empréstimos em carteira e outros ativos. Este tipo de transação é denominado "troca de colateral"[4]. Por sua vez, os títulos do tesouro permitem às instituições de crédito aceder a fundos junto do banco central para concessão de crédito a empresas e particulares no âmbito do programa "*Funding for Lending*". As condições desse financiamento, tanto em termos de volume como em termos de taxas de juro, serão tanto mais favoráveis quanto maior for a expansão da carteira de crédito dos bancos.

Nos Estados Unidos, a Reserva Federal decidiu em setembro implementar um novo programa de compra de ativos – o terceiro programa a ser anunciado desde o início da crise financeira – contemplando compras de 40 mil milhões de dólares por mês de títulos garantidos por empréstimos hipotecários[5]. A justificação para a adoção destas medidas diferiu das apresentadas pelos congéneres europeus na medida em que se centrou essencialmente na ausência de uma melhoria sustentada do mercado de trabalho devido ao fraco ritmo de crescimento da economia. Ao contrário dos dois programas anteriores, no novo programa não existem limites quer para a quantidade total de compras de ativos, quer para a duração das mesmas. Com efeito, o programa deverá manter-se até que se verifique uma melhoria substancial das condições do mercado de trabalho, no contexto de estabilidade de preços. A autoridade monetária sinalizou ainda que, caso esse objetivo não se concretize, estará disposta a tomar medidas adicionais. A definição do objetivo em termos das condições futuras do mercado de trabalho é inédita, sobretudo tendo em conta que as variáveis do mercado de trabalho poderão ser mais difíceis de influenciar pelos instrumentos de política monetária que a atividade económica. Na reunião de setembro, a Reserva Federal reiterou que a taxa de juro de referência permanecerá em níveis excecionalmente baixos por um período considerável (até meados de 2015) o que compara com o final de 2014 em comunicações anteriores). Adicionalmente, a Reserva Federal anunciou que a orientação muito acomodatícia da política monetária deverá manter-se apropriada "por um período considerável após o fortalecimento da recuperação económica". Este compromisso é relativamente inovador em termos de comunicação e está em linha com as recomendações recentes de alguns economistas[6].

---

2 Para mais informação, ver comunicado do BCE "*Medidas para a preservação da disponibilidade de garantias*" de 6 de setembro de 2012.

3 Para mais informação, ver o comunicado "*Bank of England and HM Treasury announce launch of Funding for Lending Scheme*", de 13 de julho de 2012.

4 Na maturidade, o colateral é trocado de novo de forma a assegurar que o risco de crédito dos empréstimos se mantém do lado do banco que os concedeu originalmente.

5 Para mais informação, ver comunicado da Reserva Federal norte-americana após a reunião de 13 de setembro de 2012 ("*FOMC statement-September 13, 2012*").

6 Ver, por exemplo, Woodford, M. (2012), "*Methods of Policy Accommodation at the Interest Rate Lower Bound*", apresentado na Conferência da Reserva Federal de Kansas City "*The Changing Policy Landscape*", Jackson Hole, 31 agosto -1 setembro.

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

2.1. Política monetária do BCE

A inflação na área do euro apresentou alguma persistência em 2012, sustentada pelo nível elevado do preço internacional do petróleo, pela depreciação do euro e por aumentos dos preços administrados e de impostos indiretos em alguns países da área do euro, no âmbito dos respetivos processos de consolidação orçamental. O crescimento em termos homólogos do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) manteve-se acima de 2 por cento nos três primeiros trimestres do ano, situando-se em 2.6 por cento em setembro (0.1 p.p. abaixo do valor de dezembro de 2011). De acordo com o Conselho do BCE, a inflação deverá manter-se elevada nos próximos meses, refletindo a evolução recente dos preços das matérias-primas alimentares e energéticas, e reduzir-se para valores inferiores a 2 por cento durante 2013, num quadro de crescimento económico fraco. Na ausência de pressões inflacionistas significativas no médio prazo e com expectativas de inflação de longo prazo ancoradas, a atuação do BCE continuou a centrar-se em restaurar o bom funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária e, por essa via, garantir a estabilidade de preços no médio prazo.

Nos primeiros meses de 2012 foram implementadas as medidas anunciadas pelo Conselho do BCE no final de 2011

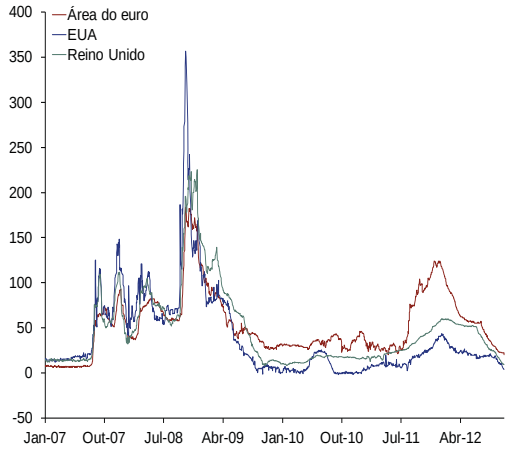
A 29 de fevereiro, foi realizada a segunda operação de refinanciamento a prazo alargado (ORPA) com maturidade de 3 anos[1], antecedida pela redução do rácio de reservas mínimas de caixa para 1 por cento a partir de 18 de janeiro e pela aprovação de critérios de elegibilidade e medidas de controlo do risco para a aceitação temporária em vários países de empréstimos bancários adicionais como garantia nas operações do Eurosistema. Estas medidas foram instrumentais na contenção da escalada das tensões nos mercados, tendo contribuído para evitar uma crise bancária na área do euro. Em particular, a participação nas ORPA com maturidade de 3 anos excedeu as expetativas, abrangendo 523 instituições na operação de dezembro e 800 instituições na operação de fevereiro, que receberam no seu conjunto um montante bruto de cerca de 1 bilião de euros. Imediatamente após estas operações, em especial a primeira, os participantes no mercado monetário da área do euro reportaram uma melhoria das condições de liquidez, assistindo-se a uma recuperação da atividade nos prazos mais curtos e a uma redução dos diferenciais entre as taxas de juro sem garantia e as taxas de juro de operações colateralizadas. Para o prazo de 3 meses, este diferencial reduziu-se de cerca de 120 pontos base (p.b.) no final de dezembro de 2011 para valores próximos de 60 p.b. no final de março de 2012. Em comparação com outras economias avançadas, e ao contrário do observado em 2008 após a falência do banco de investimento *Lehman Brothers*, este diferencial permanece mais elevado na área do euro do que nos Estados Unidos e no Reino Unido (Gráfico 2.1.1).

Apesar da melhoria das condições de liquidez das instituições de crédito, persistiram sinais de que o funcionamento do mercado monetário não se encontrava ainda normalizado, nomeadamente um volume reduzido de operações e uma fraca participação no mercado das instituições dos países sob pressão, que continuaram a depender substancialmente do Eurosistema para se financiarem (Gráfico 2.1.2). Tal foi o caso dos bancos portugueses, com reflexo na composição da balança financeira (ver "Secção 5.5 *Balança de pagamentos*", deste Boletim). De acordo com o inquérito sobre o mercado monetário da área do euro conduzido pelo BCE no segundo trimestre de 2012, o volume de operações registou uma queda de 14 por cento quando comparado com o segundo trimestre de 2011 e continuou a concentrar-se no segmento colateralizado. Na avaliação qualitativa dos participantes no inquérito,

1 A primeira ORPA com maturidade de três anos havia sido realizada a 21 de dezembro de 2011.

Gráfico 2.1.1

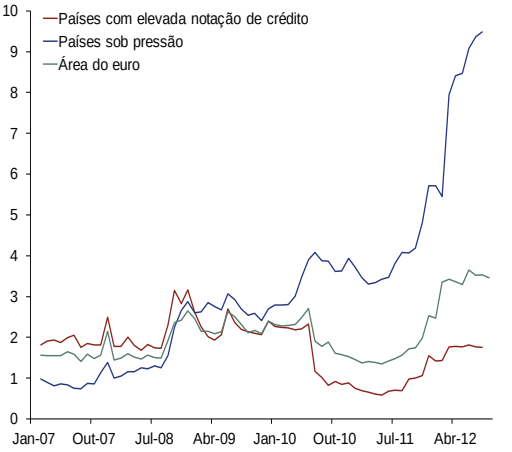
TAXAS DE JURO DO MERCADO MONETÁRIO A 3 MESES | DIFERENCIAIS ENTRE OPERAÇÕES NÃO COLATERALIZADAS E COLATERALIZADAS, EM PONTOS BASE



Fonte: *Thomson Reuters.*

Gráfico 2.1.2

RECURSO ÀS OPERAÇÕES REGULARES DO EUROSISTEMA | EM PERCENTAGEM DO ATIVO DO SISTEMA BANCÁRIO



Fontes: BCE, *Euro Crisis Monitor – Osnabruek University* e cálculos do Banco de Portugal.

Notas: Países com elevada notação de crédito: Áustria, Bélgica, Alemanha, França, Finlândia, Holanda. Países sob pressão: Espanha, Portugal, Itália, Grécia, Irlanda.

assistiu-se também a uma deterioração das condições de liquidez face a igual período em 2011. Refira-se que o diferencial entre as taxas de juro sem garantia e as taxas de juro de operações colateralizadas manteve-se basicamente inalterado durante o segundo trimestre, situando-se em 55 p.b. no final de junho, reduzindo-se novamente após as decisões do BCE na segunda metade do ano (Gráfico 2.1.1).

Num quadro de deterioração marcada das perspetivas de crescimento económico e aumento da incerteza no segundo trimestre de 2012, o BCE adotou um conjunto de medidas adicionais

Na reunião do início de junho, foi anunciada a manutenção dos moldes de cedência de liquidez através de leilões de taxa fixa com colocação total da procura pelo período de tempo que for necessário (e pelo menos até 15 de janeiro de 2013) e a realização de seis ORPA adicionais com maturidade de 3 meses até ao final de 2012. Em 20 de junho de 2012, o Conselho do BCE decidiu alargar novamente o colateral elegível para as operações de refinanciamento do Eurosistema[2]. Seguidamente, no início de julho, o Conselho procedeu a uma redução de 25 p.b. das taxas de juro oficiais, fixando a taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento em 0.75 por cento e as taxas da facilidade permanente de absorção e de cedência de liquidez em 0.00 e 1.50 por cento, respetivamente.

Esta última decisão traduziu-se na acentuação da trajetória descendente das taxas de juro do mercado monetário que vinha a ser observada desde o início do ano. Em meados de outubro, as taxas Euribor a 3 meses situavam-se em 0.2 por cento, o nível mais baixo desde 1999 e mais de 110 p.b. abaixo do nível de dezembro de 2011. Em contraste, as taxas de juro praticadas nos empréstimos ao setor privado na área do euro reduziram-se apenas ligeiramente em 2012, sugerindo uma degradação na eficácia da transmissão das taxas oficiais para as taxas bancária ativas, em particular em alguns países da área do euro. Entre dezembro de 2011 e agosto de 2012, as taxas de juro dos novos empréstimos bancários às famílias na área do euro reduziram-se apenas 50 p.b. no segmento de habitação, enquanto as taxas

2 Redução do limiar mínimo da notação de crédito e alteração dos requisitos de elegibilidade relativamente a determinados instrumentos de dívida titularizados.

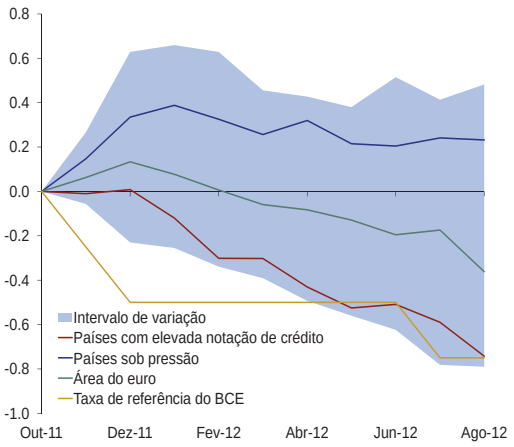
dos empréstimos de curto prazo para consumo aumentaram cerca de 50 p.b. no mesmo período. As taxas de juro dos novos empréstimos a empresas não financeiras da área do euro de montante até 1 milhão de euros reduziram-se 50 p.b., refletindo, no entanto, uma evolução diferenciada entre países. Com efeito, a redução recente das taxas de juro oficiais do BCE foi acompanhada de uma redução das taxas ativas em alguns países e por uma resposta praticamente nula, ou mesmo um aumento, das taxas ativas noutros países, refletindo a evolução diferenciada do custo de financiamento dos vários sistemas bancários nacionais e a perceção de um risco diferente em relação aos desenvolvimentos das várias economias (Gráfico 2.1.3).

A eficácia da transmissão da política monetária foi comprometida pela fragmentação dos mercados de crédito da área do euro

A evolução recente das taxas de juro dos empréstimos ao setor privado nos vários países da área do euro reflete não só o conjunto específico das características fundamentais de cada economia, mas também a segmentação dos mercados de crédito na área do euro resultante da interação entre a perceção do risco soberano e da solvabilidade dos bancos (ver "Tema em Destaque 2 *A transmissão da política monetária na área do euro*", deste Boletim). A causalidade na relação entre soberanos e bancos funciona em ambos os sentidos: o risco soberano é exacerbado pela perceção da necessidade de intervenção dos governos para assegurar a estabilidade financeira; por outro lado, sendo os bancos os detentores importantes de títulos de dívida soberana nacionais, o aumento do risco soberano traduz-se numa deterioração dos balanços dos bancos e, consequentemente, num aumento dos respetivos custos de financiamento. Adicionalmente, a necessidade de consolidação orçamental afeta negativamente a atividade económica no curto prazo e conduz a um aumento da materialização do risco de crédito das carteiras dos bancos. Neste contexto, receios quanto à solvência soberana nutrem receios quando à solvabilidade dos bancos e vice-versa, o que se traduz numa diferenciação marcada nas condições de financiamento das instituições de crédito consoante o seu país de origem. Esta diferenciação na transmissão da política monetária constituiu a principal motivação para o anúncio feito pelo Conselho

Gráfico 2.1.3

TAXA DE JURO DO BCE E TAXAS DOS NOVOS EMPRÉSTIMOS ÀS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS | VARIAÇÃO ACUMULADA, EM PONTOS PERCENTUAIS

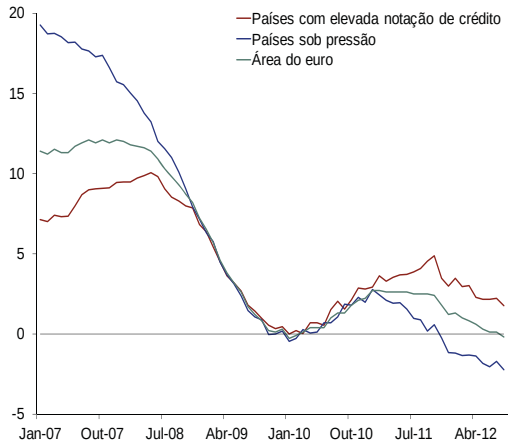


Fontes: BCE e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: O intervalo de variação é definido pelos percentis 10 e 90 das variações acumuladas por país nas taxas de juro dos novos empréstimos às empresas não financeiras de montante até um milhão de euros.

Gráfico 2.1.4

CRESCIMENTO ANUAL DOS EMPRÉSTIMOS AO SETOR PRIVADO | EM PERCENTAGEM



Fontes: BCE e cálculos do Banco de Portugal.

Notas: Países com elevada notação de crédito: Áustria, Bélgica, Alemanha, França, Finlândia, Holanda. Países sob pressão: Espanha, Portugal, Itália, Grécia, Irlanda.

do BCE no início de agosto no sentido de implementar um novo programa de transações nos mercados secundários de obrigações soberanas (programa "Transações Monetárias Definitivas") (ver "Caixa 1.2 *Política monetária não convencional nas principais economias avançadas*", deste Boletim).

A fragmentação dos mercados repercute-se igualmente na evolução do financiamento bancário à economia, tal como é ilustrado pela evolução heterogénea dos empréstimos concedidos ao setor privado nos vários países da área do euro (Gráfico 2.1.4). Entre o final de 2011 e agosto de 2012, os empréstimos bancários ao setor privado não financeiro registaram uma moderação no núcleo de países com melhor notação de crédito e contraíram-se significativamente nos países sob pressão, incluindo em Portugal (ver a subsecção seguinte deste Boletim para uma análise mais detalhada das condições monetárias e financeiras da economia portuguesa). No conjunto da área do euro, a taxa de crescimento anual dos empréstimos ao setor privado reduziu-se de 1.2 por cento em dezembro para -0.2 por cento em agosto, refletindo, sobretudo, a contração dos empréstimos concedidos a empresas não financeiras mas também o abrandamento do crédito concedido às famílias (crescimentos anuais de -0.5 e 1 por cento em agosto de 2012, respetivamente).

2.2. Condições monetárias e financeiras da economia portuguesa

As decisões de política monetária não convencional por parte do BCE, conjugadas com a recente capitalização dos bancos, permitiram melhorar a sua situação de liquidez e de capital, reduzindo as potenciais restrições à oferta de crédito advindas do balanço dos bancos. Mais recentemente, o anúncio do programa de Transações Monetárias Definitivas pelo BCE traduziu-se também numa redução da perceção de risco dos investidores internacionais relativamente ao Estado (risco soberano) e aos bancos portugueses. No entanto, a oferta de crédito continua a ser condicionada por uma maior perceção de risco por parte dos bancos (risco de contraparte), num contexto de elevada incerteza, de alto nível de endividamento e de deterioração da situação financeira das empresas e dos particulares. Paralelamente, não obstante as taxas de juro dos depósitos tenham começado a reduzir-se, o custo de financiamento dos bancos manteve-se elevado. Além disso, o alto custo da capitalização dos bancos através de fundos públicos não contribuiu positivamente neste domínio. Contudo, existem indícios de que o agravamento da restritividade dos critérios de concessão de crédito começou a ser mitigado no decurso de 2012, embora com grande heterogeneidade entre as empresas. Neste contexto, as grandes empresas e as empresas exportadoras mantiveram o acesso ao crédito interno ou encontraram fontes alternativas de financiamento, enquanto as pequenas e médias empresas continuaram a enfrentar condições mais restritivas de financiamento.

As condições de financiamento da economia portuguesa decorrem num quadro de perturbações no funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária na área do euro e de ajustamento estrutural da economia

As condições monetárias e financeiras da economia portuguesa, à semelhança de outros países sob pressão, encontram-se perturbadas pelo funcionamento deficiente da transmissão de política monetária na área do euro, decorrente em particular da existência de risco de redenominação. Esta situação afeta as expetativas e estratégias dos investidores internacionais, com consequências negativas sobre o financiamento do Estado, dos bancos e, consequentemente, da economia (ver "Tema em Destaque 2 *Transmissão da política monetária na área do euro*", deste Boletim). Paralelamente a economia portuguesa está a viver um período de forte ajustamento estrutural, com reflexos na situação financeira do setor privado.

O sistema bancário português ocupa um lugar central no processo de ajustamento. Num contexto de segmentação dos mercados financeiros na área do euro, os bancos têm de promover uma desalavancagem gradual dos seus balanços, com o objetivo de recuperar o acesso aos mercados no médio prazo, sendo

que no caso português esta desalavancagem foi facilitada pela resiliência dos depósitos de particulares. Por outro lado, a desalavancagem dos balanços do setor privado, em parte associada ao ajustamento estrutural da economia, tem impacto direto sobre a atividade dos bancos pois estes intermediaram uma parte significativa do aumento do endividamento externo. A dinâmica de interação mútua entre os setores financeiro e real é ainda potenciada pelos conhecidos mecanismos aceleradores financeiros (pró-cíclicos). A re-estruturação atualmente em curso na economia leva inevitavelmente a significativas alterações na dinâmica e na repartição dos fluxos financeiros entre as sociedades não financeiras, sendo importante aferir o seu impacto sobre os setores mais dinâmicos e produtivos da economia.

Agravamento da restritividade dos critérios de concessão de crédito começou a ser mitigado no decurso de 2012, embora com grande diferenciação entre as empresas

Num contexto de elevada incerteza – relacionada com a atual crise da dívida soberana na área do euro, bem como com os desafios decorrentes do processo de ajustamento interno – os bancos apertaram significativamente os seus critérios de concessão de crédito ao longo de 2011 e 2012, quer em termos de quantidades, quer em termos de preços. Este aperto esteve associado a vários fatores inter-relacionados.

Em primeiro lugar, a queda da atividade económica resultou numa significativa deterioração na qualidade de crédito. De facto, observou-se um aumento significativo dos indicadores de risco de crédito, aumento que, apesar de generalizado, variou em função da dimensão da empresa e da dimensão da exposição. As maiores empresas/exposições continuaram a registar rácios de incumprimento substancialmente mais baixos, embora se tenha observado um aumento significativo dos rácios de novos incumprimentos. Adicionalmente, tal como esperado, o aumento do incumprimento foi desproporcionalmente concentrado nos setores mais expostos aos desenvolvimentos internos da economia.

Em segundo lugar, os bancos aumentaram significativamente a sua perceção de risco, reagindo à degradação cíclica e antecipando uma alteração estrutural. Tal como seria expectável, a perceção de risco aumenta no caso de empresas mais pequenas e com maior exposição aos desenvolvimentos internos. Esta situação contribui para que a canalização dos fluxos de crédito se oriente para empresas que são consideradas menos arriscadas.

Em terceiro lugar, dada a segmentação dos mercados financeiros na área do euro e as dificuldades dos bancos em aceder aos mercados internacionais de dívida por grosso – num contexto de elevado risco soberano – observou-se um aumento dos seus custos de financiamento (Quadro 2.2.1). Como consequência, acentuou-se a concorrência pela captação de poupança interna, facto que se refletiu, em particular, numa política comercial agressiva no que se refere aos depósitos. Os impactos negativos destes desenvolvimentos foram mitigados por medidas prudenciais implementadas pelo Banco de Portugal e por medidas não convencionais de política monetária do BCE, em especial no caso dos depósitos de empresas não financeiras. Desta forma, a situação de Portugal aproximou-se da observada nos restantes países da área do euro (Gráficos 2.2.1 a 2.2.3). Entre o segundo semestre de 2010 e o primeiro semestre de 2012, o custo implícito dos passivos bancários que pagam juros aumentou cerca de 0.8 p.p., o que compara com um aumento de cerca de 0.7 p.p. do proveito implícito dos ativos bancários que rendem juros. Estes valores começaram efetivamente a diminuir em 2012. No caso dos passivos remunerados com juros tal redução é dominada pelo impacto do aumento do recurso ao financiamento junto do BCE, enquanto no caso dos ativos remunerados com juros a redução é generalizada. No geral, o diferencial entre ativos e passivos remunerados com juros (assim como o diferencial de remuneração entre crédito e depósitos) permaneceu virtualmente inalterado em níveis baixos até o final de 2011, tendo começado a estreitar-se no decurso de 2012.

Quadro 2.2.1

TAXAS DE JURO MÉDIAS IMPLÍCITAS DAS PRINCIPAIS RUBRICAS DO BALANÇO[a] | EM PERCENTAGEM

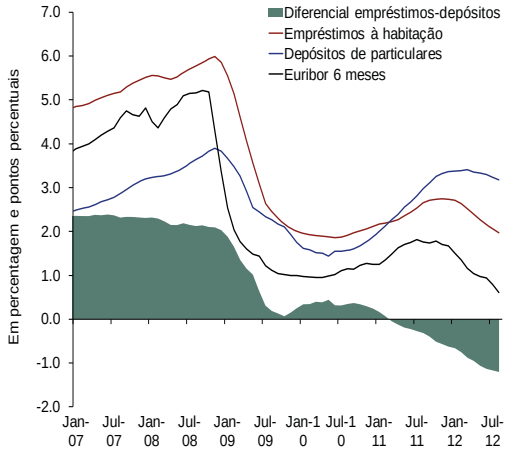
	2010		2011		2012
	S1	S2	S1	S2	S1
Ativos remunerados com juros dos quais:	3.05	3.26	3.64	4.19	3.99
Ativos interbancários[b]	1.30	1.66	2.00	2.25	1.81
Ativos não interbancários					
Crédito	3.33	3.56	4.03	4.68	4.53
Títulos	4.19	4.12	4.48	5.14	5.07
Passivos remunerados com juros dos quais:	1.71	1.84	2.25	2.70	2.65
Passivos interbancários[c]	1.25	1.28	1.80	2.24	1.83
Passivos não interbancários					
Depósitos	1.38	1.60	2.06	2.67	2.77
Títulos	2.52	2.96	3.19	3.55	3.80
Passivos subordinados	3.34	3.15	3.41	3.91	3.84
Diferenciais (pontos percentuais):					
Ativos remunerados-passivos remunerados	1.34	1.42	1.39	1.49	1.34
Crédito-depósitos	1.95	1.96	1.97	2.01	1.76

Fonte: Banco de Portugal.

Notas: (a) Taxas de juro média implícitas calculadas como o rácio entre o fluxo de juros no período em consideração e o *stock* médio da correspondente rubrica do balanço. **(b)** Inclui caixa, depósitos à ordem no Banco de Portugal, disponibilidades sobre instituições de crédito e aplicações em instituições de crédito. **(c)** Inclui recursos de bancos centrais e outras instituições de crédito.

Gráfico 2.2.1

TAXAS DE JURO DOS EMPRÉSTIMOS À HABITAÇÃO E DEPÓSITOS DE PARTICULARES (SALDOS)



Fontes: BCE e Banco de Portugal.

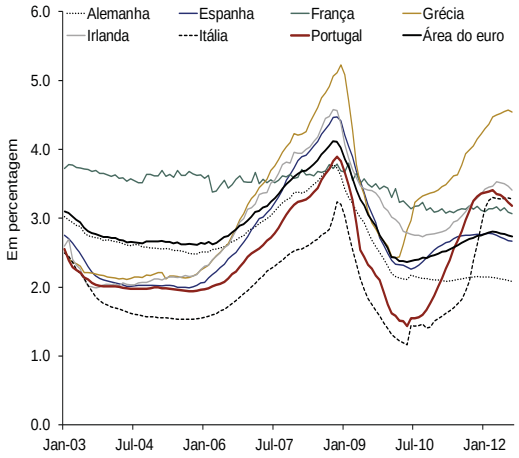
Nota: Última observação: agosto 2012.

Finalmente, é de salientar que o crédito à habitação com *spreads* fixos e baixos representa cerca de 45 por cento da carteira de crédito sobre o setor privado não financeiro detida pelo do sistema bancário[3]. (Gráfico 2.2.1). Dada a rigidez desta componente do balanço e tendo em vista a necessidade de salva-

3 Do ponto de vista das famílias com empréstimos à habitação, o facto da taxa de juro destes empréstimos ser indexada à Euribor e apresentar *spreads* fixos e baixos, conjugado com a descida das taxas de juro do mercado monetário (cerca de 150 pontos base desde o último trimestre de 2011), tem-se traduzido num impacto favorável muito significativo sobre o seu rendimento disponível,ver "Caixa 4.1 *O impacto das taxas de juro do mercado monetário no rendimento disponível das famílias portuguesas*", deste Boletim.

Gráfico 2.2.2

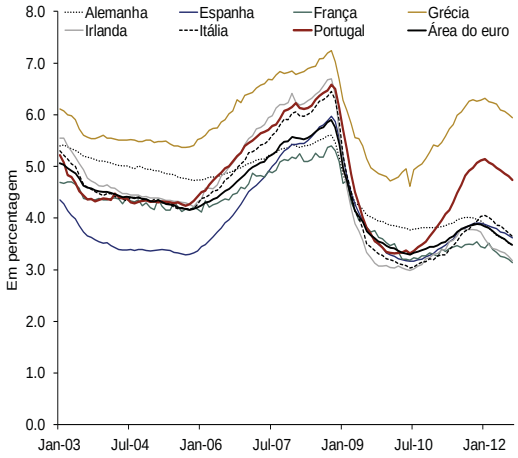
TAXA DE JURO DE DEPÓSITOS DE PARTICULARES (SALDOS)



Fontes: BCE e Banco de Portugal.
Nota: Última observação: agosto 2012.

Gráfico 2.2.3

TAXA DE JURO DE EMPRÉSTIMOS A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS (SALDOS)



Fontes: BCE e Banco de Portugal.
Nota: Última observação: agosto 2012.

guardar a margem financeira, esta pressão sobre a rendibilidade dos bancos refletiu-se sobre a fixação dos *spreads* das novas operações, em especial, dos *spreads* das novas operações de empréstimos a sociedades não financeiras, num contexto de incerteza e maior perceção de risco[4]. Esta transmissão foi observada em toda a distribuição da taxa de juro. Dados os prazos relativamente curtos que tipicamente caracterizam esses empréstimos, as taxas de juro dos saldos de empréstimos também subiram significativamente (Gráfico 2.2.3). De facto, estas taxas de juro afastaram-se das respetivas médias da área do euro a partir de meados de 2010, e os *spreads* face às taxas Euribor atingiram níveis máximos no início de 2012. Neste contexto, sublinhe-se que a maturidade média dos empréstimos tem vindo a aumentar – não obstante a diminuição do investimento empresarial – o que reflete, em grande medida, a re-estruturação de empréstimos.

A evidência mais recente sugere que as tendências acima descritas estarão, de forma ainda muito embrionária, a ser invertidas (Quadro 2.2.1). De facto, os níveis agregados de solvabilidade e de liquidez do sistema bancário melhoraram significativamente ao longo de 2012. Por um lado, o conjunto alargado de medidas não convencionais adotadas pelo Eurosistema – incluindo o fornecimento de liquidez a longo prazo e as decisões sobre o alargamento do colateral elegível afetou favoravelmente a liquidez do sistema bancário. Por outro lado, os esforços recentes de capitalização, no contexto do exercício de capital da Autoridade Bancária Europeia e das alterações nas regras de adequação de fundos próprios promovidas pelo Banco de Portugal, traduziram-se numa clara melhoria da solvabilidade. Neste contexto, as taxas de juro das novas operações e dos saldos de empréstimos a empresas não financeiras retomaram recentemente uma trajetória descendente, seguindo a média da área do euro, refletindo a evolução e as expectativas acerca das taxas do Eurosistema. No contexto em que a transmissão da política monetária é diferenciada entre os países da área do euro, o grau de perturbação na transmissão da política monetária em Portugal não parece estar a intensificar-se nos últimos meses. Esta ideia é também confirmada pelos resultados do último inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito, que revela que a tendência de aumento de restritividade nos critérios de concessão de crédito a sociedades não financeiras, observada

4 No que se refere às séries para Portugal, é de salientar que as taxas de juro das novas operações de empréstimos a empresas não financeiras estão sistematicamente enviesadas para cima devido ao ponderador mais elevado implicitamente atribuído aos empréstimos de muito curto prazo, que tipicamente são caracterizados por taxas de juro mais elevadas (esta situação é particularmente relevante no caso dos empréstimos a empresas não financeiras até um milhão de euros).

desde meados de 2010, começou a ser mitigada em 2012 (Quadro 2.2.2). Esta conclusão permanece válida apesar dos bancos considerarem no último inquérito que os riscos associados às expectativas quanto à atividade económica em geral e a setor específicos aumentaram significativamente o seu contributo para a restritividade dos critérios de concessão de crédito às empresas. Até ao momento não se tem assistido a uma grande diferenciação do custo do crédito de acordo com as características das empresas. Este facto indicia que o aumento dos custos de financiamento dos bancos, conjugado com as pressões sobre a margem financeira decorrentes da rigidez de algumas componentes do seu balanço, estarão subjacentes à subida das taxas de juro dos empréstimos às empresas. Com efeito, os bancos têm utilizado a quantidade de crédito como fator diferenciador da oferta de crédito entre as empresas. Contudo, num contexto de agravamento da perceção de risco dos bancos, não é de excluir uma maior diferenciação do custo do crédito entre as empresas, mitigando o potencial impacto favorável advindo da descida dos custos de financiamento dos bancos.

Diferenciação nas condições de financiamento das empresas, em linha com as expectativas

Um retrato completo do financiamento total do setor empresarial requer avaliar a evolução de todas as fontes de financiamento das empresas, incluindo não apenas os empréstimos concedidos por bancos residentes, mas também os empréstimos de instituições financeiras não residentes, emissões de dívida (detidas por residentes e não- residentes), créditos comerciais (por residentes e não residentes) e empréstimos do Tesouro, no caso de empresas públicas (EPs).

O crédito total concedido a empresas privadas não financeiras tem vindo a desacelerar gradualmente desde meados de 2011, registando uma taxa de variação em termos homólogos apenas ligeiramente negativa em agosto (Gráfico 2.2.4). Há uma diferença assinalável entre fontes domésticas e não domésticas no financiamento das empresas privadas não financeiras. Na realidade, apenas os não residentes

Quadro 2.2.2

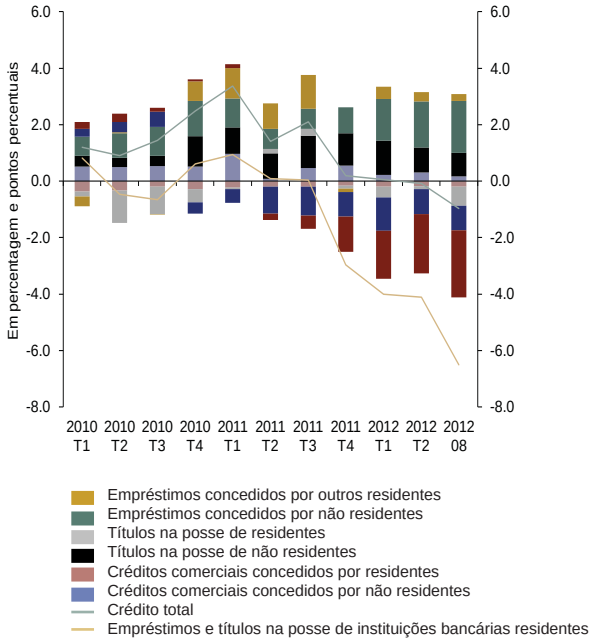
PRINCIPAIS RESULTADOS DO INQUÉRITO TRIMESTRAL AOS BANCOS SOBRE O MERCADO DE CRÉDITO

		2010				2011				2012			
		I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV (E)
Restrividade da oferta a empresas	Global	20	70	60	60	70	70	80	70	20	20	10	10
Fatores de restritividade	Custo de capital	20	40	50	40	50	60	70	60	40	40	40	-
	Condições para o banco no acesso a financiamento de mercado	20	70	60	60	80	70	70	70	20	20	20	-
	Posição de liquidez do banco	20	50	60	60	60	60	60	50	10	0	0	-
	Riscos associados a expetativas quanto à atividade económica em geral	30	50	60	80	70	80	80	70	50	40	70	-
	Riscos associados a perspetivas para setores de atividade ou empresas específicas	40	50	40	50	40	60	80	70	40	40	60	-
	Riscos associados às garantias exigidas	20	30	30	40	20	30	40	60	40	30	30	-
Procura de empresas	Global	0	0	0	-20	-30	-30	-50	-20	0	-20	-10	-10
Finalidade da procura	Financiamento do investimento	-30	-50	-40	-50	-40	-60	-90	-60	-50	-60	-70	-
	Financiamento de existências e de necessidades de fundo de maneio	20	0	30	0	-20	0	-10	30	50	40	30	-
	Financiamento de fusões/aquisições e re-estruturação empresarial	-10	-30	-10	-30	-50	-40	-60	-40	-40	-20	-10	-
	Re-estruturação da dívida	20	20	40	30	20	30	30	60	60	60	70	-

Notas: Nas questões relacionadas com a oferta de crédito, valores superiores a 0 representam critérios mais restritivos face ao trimestre anterior, enquanto que valores inferiores a 0 representam, por sua vez, um alívio dos critérios de concessão de crédito. Nas questões referentes à procura de crédito, valores superiores (inferiores) representam um aumento (uma redução) da procura. O índice de difusão apresentado varia entre -100 e 100, sendo que o valor 0 reflete a ausência de alterações face ao trimestre anterior.
(E) Expetativa dos bancos inquiridos para o último trimestre do ano, formulada no início de outubro.

Gráfico 2.2.4

CRÉDITO CONCEDIDO ÀS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS DO SETOR PRIVADO | CONTRIBUTOS PARA A TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL



Fonte: Banco de Portugal.

têm contribuído positivamente para a dinâmica do crédito total, situação que é visível nas diferentes fontes de financiamento das empresas (empréstimos, títulos de dívida e créditos comerciais).

A evolução mais favorável do crédito total comparativamente ao crédito interno foi principalmente determinada pelo fluxo de crédito às grandes empresas. Com efeito, um conjunto de grandes empresas, com atividade internacional e/ou fazendo parte de grupos internacionais, tem aumentado consistentemente o recurso a financiamento de não-residentes (Gráfico 2.2.5). Adicionalmente, algumas grandes empresas portuguesas também têm emitido títulos de dívida, colocados pelos bancos junto dos seus clientes de retalho.

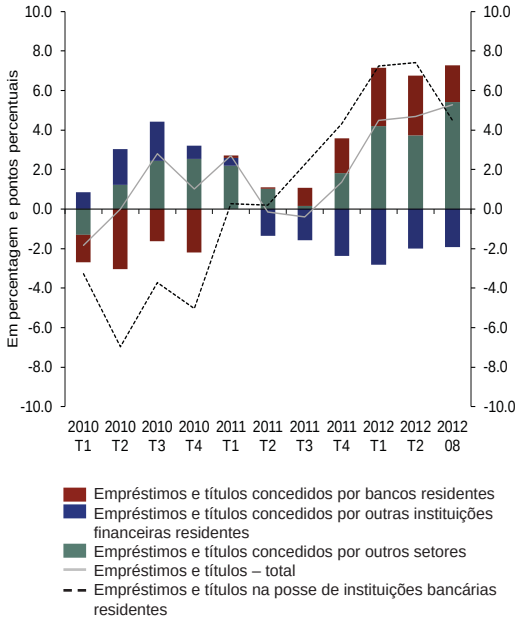
O acesso a fontes de financiamento de natureza não bancária e/ou de não residentes não está ao alcance das pequenas e médias empresas. Esta dificuldade de acesso às diferentes fontes de financiamento está refletida na dinâmica do crédito total por dimensão das empresas (Gráficos 2.2.5 e 2.2.6)[5]. Enquanto o crédito total a grandes empresas cresceu ligeiramente acima de 5 por cento (crescimento de aproximadamente 2 por cento no caso dos empréstimos concedidos por bancos residentes), o crédito total a micro empresas diminuiu cerca de 5 por cento (diminuição de 11 por cento no caso financiamento por bancos residentes). A evolução do crédito total às empresas de média dimensão apresentou uma situação intermédia (queda de cerca de 2 por cento). Esta evolução retrata também a forte dependência das empresas mais pequenas – que são, em média, aquelas com maior risco de crédito – do financiamento bancário.

O caso das empresas públicas que não consolidam nas administrações públicas merece uma especial atenção. O crédito total a empresas públicas tem vindo a desacelerar nos últimos trimestres, apresentando em Agosto uma taxa de crescimento virtualmente nula. Esta evolução reflete, *inter alia*, a implementação, atualmente em curso, de planos de re-estruturação do setor empresarial do estado, o

5 As estatísticas referentes ao crédito total por dimensão da empresa foram revistas de forma a garantir que a globalidade do crédito é alocada a todas as categorias de empresas.

Gráfico 2.2.5

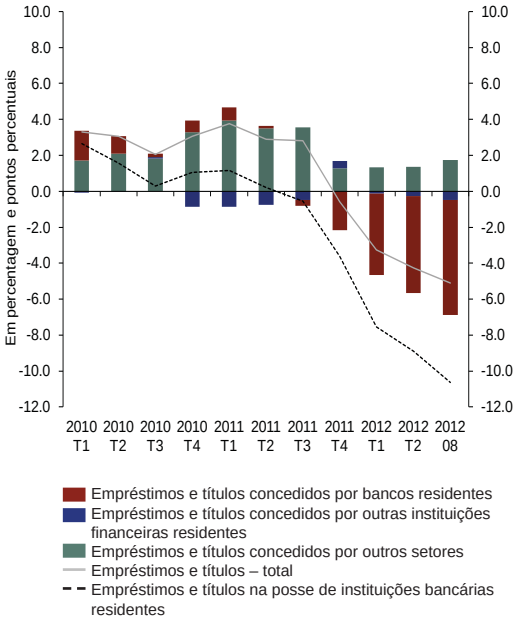
VARIAÇÃO DO CRÉDITO CONCEDIDO A EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS E CONTRIBUTOS – GRANDES EMPRESAS



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 2.2.6

VARIAÇÃO DO CONCEDIDO A EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS E CONTRIBUTOS – MICRO EMPRESAS



Fonte: Banco de Portugal.

que tem contribuído para a diminuição das necessidades de financiamento das empresas. É também importante salientar que os empréstimos bancários a este setor têm crescido a taxas muito altas. No entanto, estes empréstimos têm, essencialmente, colmatado a diminuição do crédito de não residentes a entidades públicas.

Uma análise mais profunda dos empréstimos bancários a sociedades não financeiras – aproveitando as bases de dados micro disponíveis no Banco de Portugal – revela características adicionais da evolução do mercado de crédito doméstico igualmente importantes.

Dada a forte contração económica e o aumento significativo da restritividade das condições de financiamento, os empréstimos bancários a sociedades não financeiras desaceleraram gradualmente a partir de meados de 2011, começando a registar taxas de crescimento negativas no último trimestre do 2011. Uma acentuada tendência de decréscimo é também visível quando se avalia a dimensão da exposição da empresa típica aos bancos, que está atualmente a um nível próximo do observado no início da área do euro[6]. Existem indícios de que a tendência de queda das taxas de variação dos empréstimos bancários está a amortecer (por exemplo, a taxa de variação trimestral anualizada dos empréstimos a empresas não financeiras situou-se em agosto acima da taxa de variação anual). Na ausência de novos choques, esta evolução seria consistente com uma ligeira recuperação da taxa de variação anual. De referir que no caso dos empréstimos a particulares também existe alguma evidência de estabilização do ritmo de queda, na sequência de uma redução muito pronunciada (Gráfico 2.2.7). Adicionalmente, é também importante salientar que, contrariamente ao observado em 2011, os bancos residentes não-domésticos estão a reduzir a sua atividade de crédito em Portugal (queda em termos homólogos de cerca de 10 por cento).

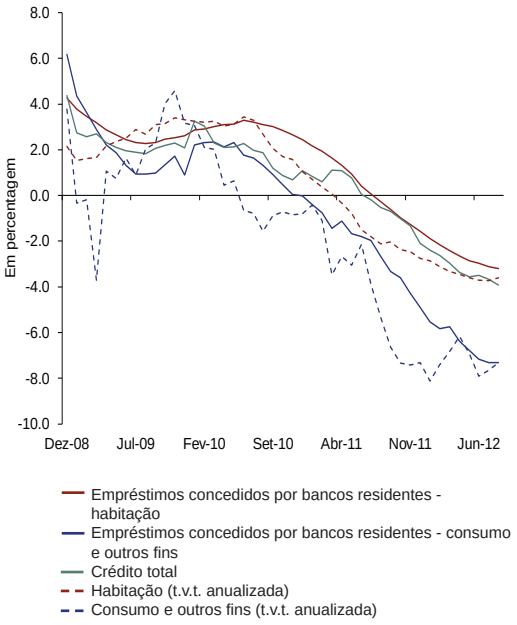
6 Para mais detalhes ver Antunes, A. e Martinho, R. (2012), "Acesso ao crédito por empresas não financeiras", Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira – Maio*.

Será de referir que a evolução dos empréstimos bancários a empresas em Portugal não é diferente no contexto dos países mais afetados pelos efeitos da crise da dívida soberana na área do euro (Gráfico 2.2.8). A dinâmica do crédito é globalmente consistente com a evolução do PIB nominal (Gráfico 2.2.9). Esta conclusão deve, contudo, ser qualificada. Por um lado, uma avaliação da consistência entre o crédito bancário e a evolução macroeconómica requer uma análise abrangente do financiamento total do setor empresarial, incluindo a sua distribuição por diversos segmentos de empresas. Por outro lado, no atual contexto de elevada incerteza, as empresas portuguesas têm de facto reduzido a procura de crédito para financiar investimento[7]. No entanto, houve também um aumento da procura de crédito para fundo de maneio e re-estruturação de dívida. Esta procura resultou de empresas em que os fluxos de caixa de curto prazo ficaram sob pressão dadas as perturbações ao longo das cadeias de fornecimento e/ou de empresas excessivamente endividadas que foram pressionadas dada a evolução negativa da procura quer em termos correntes quer prospetivos.

A evidência micro revela um quadro de situações muito diferenciadas, como seria de esperar tendo em conta a maior perceção de risco dos bancos e a transformação estrutural em curso na economia portuguesa. Em termos gerais – e com exceção do caso das empresas públicas – os empréstimos bancários diminuíram relativamente mais no caso de (i) empresas mais pequenas (Gráfico 2.2.6), (ii) empresas relativamente mais expostas à evolução da procura interna (em particular empresas não exportadoras),

Gráfico 2.2.7

EVOLUÇÃO DO FINANCIAMENTO AOS PARTICULARES | TAXAS DE VARIAÇÃO ANUAL

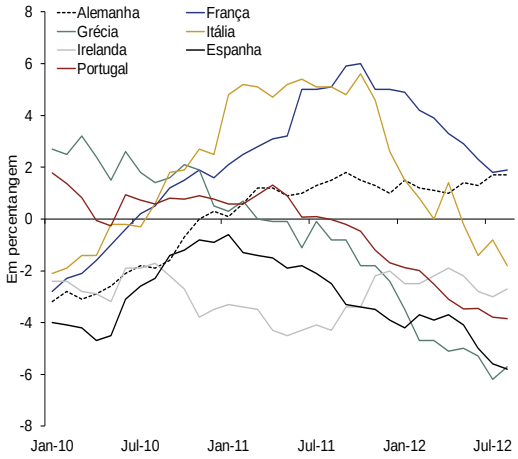


Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Última observação: agosto 2012.

Gráfico 2.2.8

EMPRÉSTIMOS CONCEDIDOS POR BANCOS RESIDENTES A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS | TAXAS DE VARIAÇÃO ANUAL



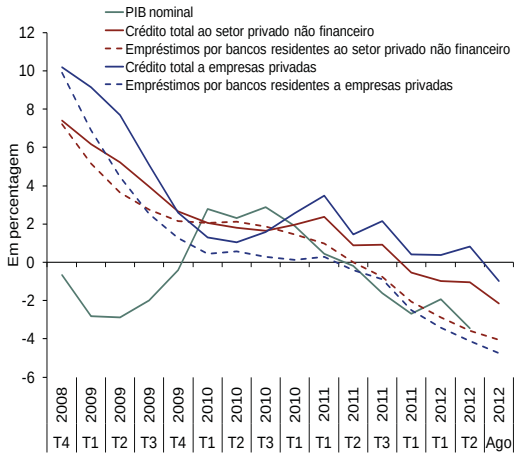
Fontes: BCE e Banco de Portugal.

Notas: As taxas de variação anual são calculadas com base na relação entre saldos de empréstimos a residentes concedidos por bancos residentes, 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 ativo e de reavaliações cambiais e de preço. No que refere a Portugal, quando relevante, os valores são adicionalmente ajustados do efeito de vendas de carteiras de crédito, bem como de outras operações de montante significativo sem impacto no efetivo financiamento das sociedades não financeiras. Última observação: agosto 2012.

7 Esta evolução é consistente com os últimos resultados do Inquérito de Conjuntura ao Investimento, conduzido pelo Instituto Nacional de Estatística (INE), e do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito.

Gráfico 2.2.9

EVOLUÇÃO DO FINANCIAMENTO À ECONOMIA | TAXAS DE VARIAÇÃO ANUAL



Fontes: BCE e Banco de Portugal.
Nota: Última observação: agosto 2012.

nomeadamente nos setores da construção, imobiliário, comércio, indústria transformadora e dos serviços de consultoria, (iii) empresas com maior risco de crédito, avaliado tanto pelos níveis de incumprimento como pelos indicadores de *Z-score*[8], (iv) novas empresas[9]. Essas dimensões refletem fatores do lado da oferta e da procura e estão, obviamente, interligadas. As empresas mais pequenas têm, em média, menores rendibilidades, menores rácios de cobertura de juros, maiores níveis de incumprimento, índices de alavancagem relativamente elevados e têm uma menor probabilidade de serem exportadoras. No que se refere às novas empresas, a maior perceção de risco por parte dos bancos e a ausência de um historial de crédito afeta negativamente as suas condições de financiamento[10]. De qualquer modo, a evidência para estas empresas é um motivo de preocupação, dada a sua importância na criação de empregos e na melhoria das perspetivas da economia no longo prazo, em particular quando são capazes de conseguir financiamento inicial adequado. No geral, esta heterogeneidade está qualitativamente em linha com as expectativas e é consistente com o processo de re-estruturação da economia e com a recomposição dos balanços dos diversos setores institucionais.

O processo de desalavancagem dos bancos e o financiamento da economia

Em 2011, os bancos portugueses procederam a um ajustamento do balanço muito significativo, ajudado pela venda de ativos na primeira metade do ano, envolvendo títulos de dívida e empréstimos quer sobre residentes quer sobre não residentes, e pelo forte crescimento dos depósitos de particulares. Este ajustamento traduziu-se num impacto limitado sobre o fluxo de crédito às empresas e sobre o financiamento dos bancos junto do Eurosistema, o que é particularmente relevante tendo em conta a redução do financiamento obtido junto de instituições de crédito não residentes e o elevado volume de

8 O *Z-score* de uma empresa, calculado com base nos seus rácios financeiros em t, traduz a probabilidade de a empresa vir a entrar em incumprimento nas suas responsabilidades de crédito em $t+1$. Para mais detalhes ver "Caixa 4.4 *Z-scores para empresas não financeiras em Portugal*", Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira – Maio 2012*.

9 A definição de novas empresas corresponde ao conjunto das que procuram crédito pela primeira vez. Em muitos casos, isso corresponde realmente a novas empresas, mas noutros corresponde a empresas já existentes que se relacionam pela primeira vez com o sistema bancário. Para mais detalhes ver Antunes, A. e Martinho, R. (2012), "Acesso ao crédito por empresas não financeiras", Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira – Maio*.

10 Refira-se que, por exemplo, o capital de risco constitui uma fonte de financiamento mais adequada para este tipo de empresas.

vencimentos de títulos da dívida que não foi possível renovar, dado o acesso aos mercados internacionais da dívida por grosso a médio e longo prazo continuar vedado aos bancos portugueses.

No decurso de 2012, o ajustamento do balanço dos bancos prosseguiu, embora com uma diferente composição. Por um lado, assistiu-se a um forte aumento dos fundos próprios, o que constitui um fator muito importante para aumentar a resistência dos bancos a choques negativos e particularmente relevante no contexto do ajustamento dos desequilíbrios da economia. Por outro lado, os depósitos de particulares, embora continuando a crescer de forma significativa relativamente ao ano anterior, evidenciaram um abrandamento importante (Gráfico 2.2.10) e os depósitos de empresas prosseguiram a redução já verificada no ano anterior[11].

A desaceleração dos depósitos de particulares foi, em larga medida, esperada dado que, subjacente ao forte crescimento no ano anterior, estiveram ajustamentos de carteira, traduzidos na substituição de outras aplicações financeiras (unidades de participação em fundos de investimento, seguros de vida, certificados de aforro e outros títulos de dívida pública) por depósitos bancários. De qualquer modo, a evolução dos depósitos de particulares em Portugal continuou a contrastar favoravelmente com a observada em outros países da área do euro (Gráfico 2.2.11).

No entanto, é notória alguma acentuação do perfil de abrandamento dos depósitos de particulares nos meses mais recentes, conforme evidenciado pela respetiva taxa de crescimento trimestral em cadeia anualizada. Diversos fatores concorreram para este desenvolvimento. Por um lado, algumas empresas não financeiras emitiram volumes significativos de obrigações, com maturidades mais longas do que as dos depósitos (em geral três anos), que foram colocadas pelos bancos junto dos seus clientes de retalho. Por outro lado, alguns bancos retomaram também a emissão de obrigações para colocação junto dos seus clientes. Finalmente, parte dos aumentos de capital dos bancos foi também colocada junto de clientes. Desta forma, a evidência disponível continua a apontar para a manutenção da confiança dos

Gráfico 2.2.10

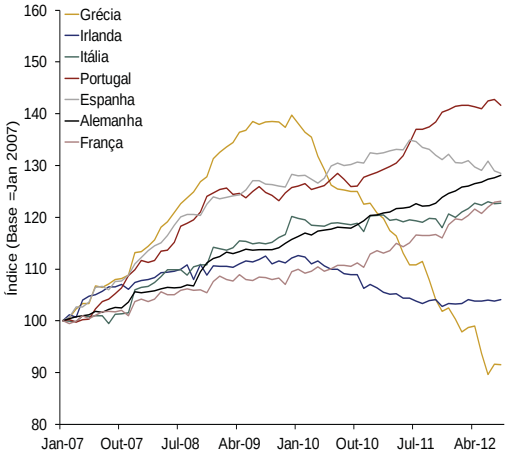
DEPÓSITOS DE PARTICULARES RESIDENTES | TAXAS DE VARIAÇÃO

Fonte: Banco de Portugal.

Notas: A taxa de variação trimestral anualizada é calculada com base em valores ajustados de sazonalidade. Última observação: agosto de 2012.

Gráfico 2.2.11

EVOLUÇÃO DOS DEPÓSITOS DE PARTICULARES EM IFM'S DESDE 2007



Fontes: BCE e cálculos do Banco de Portugal.

Notas: Inclui depósitos com prazo acordado, depósitos transferíveis, depósitos com pré-aviso e acordos de recompra. Última observação: agosto de 2012.

11 De referir que a redução dos depósitos de empresas em 2011 foi muito afetada pelos valores anormalmente elevados registados em 2010, associados a uma operação de investimento direto estrangeiro de uma grande empresa.

particulares residentes na robustez do sistema bancário, o que constitui um fator muito positivo no contexto do processo de ajustamento da economia portuguesa.

Finalmente, conforme referido, em contraste com os depósitos de particulares, os depósitos de empresas registaram uma redução, o que poderá em parte estar relacionado com a sua gestão de liquidez, num quadro de condições de financiamento restritivas. Paralelamente, numa situação caracterizada por grande incerteza e risco de redenominação, algumas grandes empresas não residentes procederam à diversificação da sua carteira de depósitos[12].

Entretanto continuou a forte redução do endividamento externo dos bancos, com um elevado volume de vencimentos e de recompra de obrigações próprias, a par da contínua queda do financiamento por parte de instituições de crédito não residentes. Esta evolução foi parcialmente compensada por um aumento do financiamento junto do Eurosistema, à semelhança do observado em outros países da área do euro, beneficiando de medidas não convencionais de política monetária do BCE. Este aumento do financiamento junto do Eurosistema foi muito dominado pelo comportamento dos bancos estrangeiros residentes em Portugal. Do lado do ativo prosseguiu a redução do crédito sobre não residentes, mas acentuando a diminuição do crédito sobre o setor privado residente, enquanto o financiamento ao setor público (líquido de depósitos) registou um aumento importante. É de salientar que, ao contrário do observado na primeira metade de 2011, a redução do *stock* de crédito ao setor privado refletiu-se no fluxo de financiamento a este setor já que não beneficiou de vendas de créditos, em resultado das tensões nos mercados financeiros internacionais que dificultaram este tipo de operação. De facto, o processo de desalavancagem dos bancos será tanto mais fácil, quanto mais cedo o mercado de vendas de crédito se desanuviar.

12 Observou-se também em termos estatísticos uma redução de depósitos de instituições financeiras não monetárias a mais de 2 anos. Convirá, no entanto, realçar que esta evolução não configura uma queda efetiva de depósitos, dado que esta rubrica corresponde apenas à contrapartida contabilística das titularizações de créditos. Num contexto de alteração do regime dos títulos elegíveis como garantia nas operações de política monetária do Eurosistema, os bancos desfizeram, em larga medida, as operações de titularização de créditos, o que se refletiu numa redução da respetiva contrapartida contabilística.

3. Política Orçamental

No âmbito da quinta avaliação do Programa de Assistência Económica e Financeira, o objetivo para o défice das administrações públicas em 2012 foi revisto de 4.5 para 5.0 por cento do PIB, na ótica da Contabilidade Nacional. O objetivo para o défice em 2013 foi também revisto em alta de 3.0 para 4.5 por cento do PIB. Para 2014, o objetivo situa-se em 2.5 por cento do PIB, abaixo do valor de referência de 3 por cento estabelecido no Pacto de Estabilidade e Crescimento (Gráfico 3.1). De acordo com a declaração conjunta das três instituições internacionais, o ajustamento da trajetória para o défice em 2012 visa permitir o funcionamento parcial dos estabilizadores orçamentais automáticos, num contexto em que se espera um comportamento da despesa melhor que o orçamentado mas uma evolução da receita significativamente inferior à prevista. O Relatório do Orçamento do Estado para 2013 (OE2013) assume o cumprimento deste novo objetivo para o défice em 2012 e prevê que o rácio da dívida ascenda a 119.1 por cento do PIB no final do ano.

Em 2012, a política orçamental deverá continuar a apresentar uma orientação marcadamente restritiva, sendo esperado um ajustamento estrutural de magnitude muito significativa

Segundo as estimativas do Banco de Portugal, a materialização do objetivo para o défice em 2012 traduzir-se-á numa variação do saldo primário estrutural corrigido de fatores especiais em 3.3 p.p. do PIB (após um ajustamento de 3.5 p.p. em 2011). Assim, nos dois primeiros anos de vigência do Programa é esperado um ajustamento estrutural orçamental sem precedentes, de magnitude próxima de 6.5 p.p. do PIB (ver "Caixa 3.1 *Algumas considerações sobre a avaliação da orientação da política orçamental*", deste Boletim). A estimativa do esforço de consolidação é obtida corrigindo o saldo observado dos efeitos cíclicos, particularmente negativos em 2012 (cerca de 2 p.p. do PIB). Adicionalmente, tem ainda subjacente a correção do impacto de um montante significativo de medidas de caráter temporário que afetam positivamente os desenvolvimentos orçamentais de 2011 e 2012 (equivalentes a 4.0 e 1.2 por cento do PIB, respetivamente), bem como de um conjunto de fatores especiais inexistentes em 2012 mas com efeitos pontuais negativos no saldo das administrações públicas em 2011 (cuja magnitude ascendeu a 1.2 por cento do PIB)[1]. Por último, a quantificação do esforço de consolidação exclui, por definição, o impacto do aumento esperado da despesa com juros, que de acordo com o Relatório do OE2013 deverá ascender a 0.2 p.p. do PIB. A estimativa anual para o crescimento da despesa com juros em 2012 cifra-se em 2.3 por cento, tendo subjacente uma significa desaceleração face ao registado no primeiro semestre do ano (13.0 por cento). Note-se que, embora se tenha verificado um aumento do *stock* da dívida pública no decorrer de 2012, o crescimento desta rubrica da despesa deverá ser mitigado pela colocação de Bilhetes do Tesouro no mercado primário a taxas mais favoráveis no período mais recente (Gráfico 3.2) e pelo custo do financiamento pelo Programa, em particular após a eliminação das margens associadas às tranches do Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF) e do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEEF). Com efeito, o IGCP estima que o custo dos empréstimos recebidos até setembro de 2012 no âmbito do Programa corresponda a 3.6 por cento[2], valor inferior à taxa de juro média da dívida pública registada em 2011 (4.0 por cento)[3].

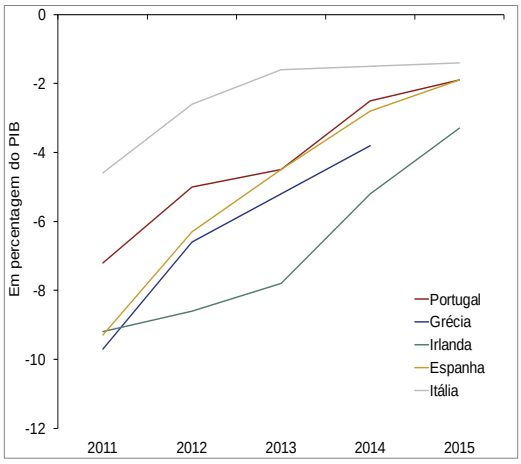
1 Para mais detalhes sobre medidas temporárias e fatores especiais em 2011 e 2012, ver "Caixa 3.1 *Algumas considerações sobre a avaliação da orientação da política orçamental*", deste Boletim.

2 Ver http://www.igcp.pt/fotos/editor2/2012/Boletim_Mensal/10_BolMensal.pdf.

3 A taxa de juro média da dívida pública é calculada em termos nominais como o rácio entre as despesas em juros num determinado ano e o *stock* médio da dívida entre o próprio ano e o ano anterior.

Gráfico 3.1

OBJECTIVOS PARA O SALDO ORÇAMENTAL | EM PERCENTAGEM DO PIB

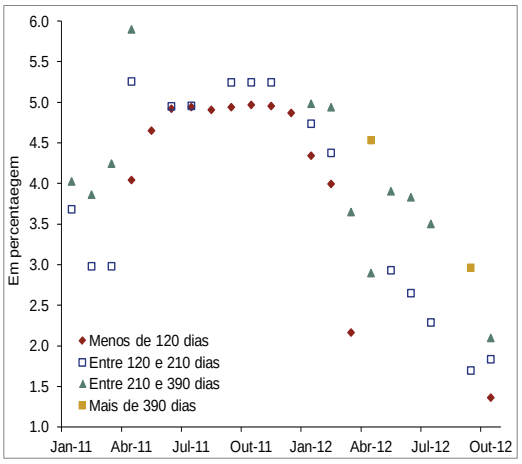


Fontes: Portugal - Relatório da quinta avaliação do Programa; Grécia – Orçamento para 2013; Irlanda – Relatório da sétima avaliação do Programa; Espanha – Orçamento para 2013; Itália – Atualização de 2012 do Documento Económico e Financeiro.

Nota: No caso de Portugal, o valor de 2011 está corrigido dos efeitos de medidas temporárias e fatores especiais de acordo com as estimativas do Banco de Portugal. Os valores de 2011 para os restantes países excluem medidas temporárias de acordo com as quantificações da Comissão Europeia nas Previsões Económicas do Outono de 2012.

Gráfico 3.2

TAXA DE JURO NAS EMISSÕES DE BILHETES DO TESOURO | EM PERCENTAGEM



Fonte: IGCP.

Em termos de composição, o ajustamento estrutural em 2012 resultará predominantemente da redução da despesa primária, apesar de parte deste efeito ser revertido no próximo ano

A consolidação orçamental esperada para 2012 decorre sobretudo da diminuição estimada para a despesa primária e, numa menor medida, de desenvolvimentos do lado da receita estrutural. A receita estrutural deverá registar em 2012 uma variação inferior à observada em 2011. De facto, embora o Orçamento do Estado para 2012 tenha incluído um conjunto de medidas de política fiscal com um impacto esperado na receita muito significativo (predominantemente em sede de IVA, mas também importante nos casos do IRC e IRS), a execução no decorrer do ano sugere que este deverá ser parcialmente anulado por efeitos não lineares de natureza cíclica e/ou efeitos não discricionários, entre os quais se poderão incluir fenómenos de fraude e evasão fiscal. Adicionalmente, terá ocorrido alguma sobreavaliação dos impactos das medidas aquando da sua formulação, em particular no que diz respeito aos impostos indiretos. No que se refere à despesa primária estrutural, não obstante a implementação de medidas de poupança que afetam a generalidade das rubricas, a sua redução reflete essencialmente o impacto nas despesas com pessoal e com o pagamento de prestações sociais em dinheiro da medida de suspensão dos subsídios de férias e de Natal aos trabalhadores do setor público e pensionistas. Esta medida, cujo efeito líquido[4] explica aproximadamente 1.3 p.p. do ajustamento estrutural em 2012, deverá ser parcialmente revertida em 2013, na sequência da declaração da sua inconstitucionalidade pelo Tribunal Constitucional.

4 O efeito líquido da medida de suspensão parcial do pagamento de subsídios de férias e de Natal a funcionários do setor público e pensionistas estimado pelo Banco de Portugal diz respeito ao impacto negativo na despesa primária líquido da diminuição resultante na coleta de impostos sobre o rendimento e património das famílias e de contribuições sociais.

Quadro 3.1

CONTAS DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS: EXECUÇÃO NO PRIMEIRO SEMESTRE E PREVISÃO PARA O CONJUNTO DO ANO | EM PERCENTAGEM DO PIB

	2011		2012		Taxa de variação homóloga (%)	
	Primeiro semestre	Ano	Primeiro semestre	Ano[a]	Primeiro semestre	Ano[a]
Receitas totais	**38.3**	**45.0**	**38.4**	**40.6**	**-2.7**	**-12.2**
Receita corrente	37.6	40.5	37.4	39.3	-3.5	-5.7
Receita fiscal	33.2	35.9	32.6	34.9	-4.6	-5.4
Impostos sobre o rendimento e património	7.9	9.9	8.1	9.3	-0.7	-8.4
Impostos sobre a produção e a importação	13.3	13.7	13.0	13.9	-5.1	-1.5
Contribuições sociais	12.0	12.2	11.5	11.7	-6.7	-7.4
Outras receitas correntes	4.3	4.7	4.7	4.4	5.5	-8.0
Receitas de capital	0.7	4.4	1.0	1.3	38.5	-71.7
Despesas totais	**46.5**	**49.4**	**45.2**	**45.6**	**-5.6**	**-10.2**
Despesa corrente	43.1	45.4	43.0	43.8	-3.0	-6.2
Transferências correntes	23.6	25.3	24.5	24.9	1.1	-4.5
p/a famílias	20.3	22.0	21.4	22.2	2.7	-2.1
p/a empresas	0.6	0.7	0.5	0.8	-19.8	10.6
outras	2.7	2.6	2.6	1.9	-6.0	-29.7
Juros	3.7	4.0	4.3	4.2	13.0	2.3
Despesas com pessoal	11.6	11.4	10.0	10.0	-16.4	-14.2
Consumo intermédio	4.2	4.7	4.2	4.7	-2.8	-3.3
Despesas de capital	3.4	4.0	2.2	1.8	-38.8	-55.3
Formação bruta de capital fixo	2.4	2.6	1.8	2.0	-27.8	-23.3
Outras despesas de capital	1.1	1.4	0.4	-0.2	-63.8	-114.3
Saldo total (PDE)	**-8.2**	**-4.4**	**-6.8**	**-5.0**		

Fontes: INE e Ministério das Finanças.
Nota: (a) Relatório do OE2013.

O défice orçamental no primeiro semestre situou-se num nível ainda elevado

De acordo com as Contas Nacionais trimestrais das administrações públicas, publicadas pelo INE no final de setembro (Quadro 3.1), o défice deste setor institucional situou-se em 6.8 por cento do PIB no primeiro semestre de 2012 (8.2 por cento no período homólogo de 2011).

No primeiro semestre de 2012, a receita fiscal diminuiu 4.6 por cento face ao mesmo período do ano anterior. Esta evolução é explicada essencialmente pela receita de impostos sobre a produção e a importação e de contribuições sociais. Quanto à coleta de impostos sobre o rendimento e o património, a sua evolução beneficiou do impacto da receita da sobretaxa extraordinária sobre o subsídio de natal de 2011, bem como de um atraso no pagamento de re-embolsos face ao padrão observado no ano anterior. Ainda do lado da receita, importa destacar que o significativo crescimento das receitas de capital no primeiro semestre do ano decorre, quase integralmente, da coleta de impostos de capital no âmbito do terceiro Regime Excecional de Regularização Tributária e da transferência do fundo de pensões do BPN.

Por seu turno, a despesa corrente primária das administrações públicas diminuiu 4.5 por cento no primeiro semestre de 2012 face ao período homólogo. A diminuição da despesa corrente primária é

essencialmente explicada pela redução das despesas com pessoal, resultando da suspensão do pagamento de subsídio de férias aos funcionários do setor público e da diminuição do número de efetivos das administrações públicas. Em sentido contrário, a despesa com prestações sociais aumentou no primeiro semestre do ano[5], em larga medida devido ao aumento das despesas com o pagamento de subsídios de desemprego e pensões de velhice (no último caso, refletindo essencialmente os montantes despendidos com as pensões do Regime Substitutivo Bancário). Em termos homólogos, a despesa em juros aumentou 13.0 por cento no primeiro semestre. Quanto à despesa de capital, registou uma diminuição muito significativa no primeiro semestre do ano[6].

A execução orçamental no primeiro semestre evidencia incertezas e riscos relativamente ao cumprimento do objetivo fixado para o défice das administrações públicas em 2012. Com efeito, dada a execução atípica da receita fiscal no decurso de 2012, subsiste alguma incerteza quanto à evolução da receita dos principais impostos até ao final do ano. Do lado da despesa o cumprimento do objetivo oficial para a despesa com prestações sociais exigirá a sua desaceleração no segundo semestre, nomeadamente no que se refere à despesa em prestações sociais em espécie na área da saúde. Destaque-se que os riscos relativos à execução orçamental no segundo semestre de 2012 condicionam não só os resultados orçamentais do ano corrente, mas também o cumprimento do objetivo fixado para o défice das administrações públicas em 2013 (ver "Caixa 3.2 *Perspetivas Orçamentais para 2013*", deste Boletim).

O esforço de consolidação previsto para 2013 assenta predominantemente em medidas do lado da receita

No âmbito da continuação da estratégia de correção do desequilíbrio orçamental, o Relatório do OE2013 inclui um conjunto de medidas que visam a redução da despesa pública. Contudo, o esforço de consolidação, tal como apresentado no Relatório do OE2013, centra-se essencialmente no lado da receita, com destaque para as alterações legislativas em sede fiscal. Em particular, em 2013 assistir-se-á a um agravamento muito substancial da carga fiscal dirigida sobretudo às famílias e, numa menor medida, às empresas. Note-se que os efeitos do aumento da carga fiscal ao longo dos últimos anos fazem notar-se na deterioração do rendimento disponível das famílias e das suas expetativas de rendimento permanente, com reflexos na evolução do consumo privado e nas perspetivas de procura das empresas (ver "Secção 4 *O ajustamento da economia portuguesa*", deste Boletim). A incerteza quanto ao enquadramento fiscal no futuro contribui igualmente para o adiamento de decisões de consumo e investimento. Estes efeitos, bem como potenciais distorções na economia resultantes de um acréscimo excessivo da carga fiscal não devem ser negligenciados e constituem um risco adicional para o sucesso do processo de ajustamento da economia portuguesa. Quanto à despesa, na sequência da quinta avaliação do Programa, o Governo comprometeu-se a realizar uma análise detalhada para identificar fontes potenciais de poupança que permitam alcançar os objetivos orçamentais de médio prazo. Com efeito, para alcançar um défice estrutural inferior a 0.5 por cento do PIB em 2015 será necessário um esforço de consolidação de cerca de 2¼ por cento do PIB, que deverá ser primordialmente gerado por uma redução da despesa, a especificar em meados de fevereiro de 2013. Esta estratégia de consolidação orçamental exige o estabelecimento de prioridades e deverá ser feita evitando cortes transversais e promovendo a eficiência na utilização dos recursos.

---

5 No segundo semestre deverá ocorrer uma significativa desaceleração em resultado do impacto da suspensão dos subsídios de férias e de Natal aos pensionistas.

6 Destaque-se que a evolução da despesa de capital no primeiro semestre de 2012 (-38.8 por cento) se encontra influenciada por um efeito de base resultante do registo no período homólogo de 2011 da totalidade do *stock* de dívida garantida pelo Governo Regional da Madeira à SESARAM e da assunção de imparidades da empresa regional Via Madeira. Corrigindo destes efeitos, a diminuição da despesa de capital no primeiro semestre de 2012 cifrar-se-ia em 23.8 por cento.

CAIXA 3.1| ALGUMAS CONSIDERAÇÕES SOBRE A AVALIAÇÃO DA ORIENTAÇÃO DA POLÍTICA ORÇAMENTAL

A análise dos desenvolvimentos orçamentais não pode basear-se apenas no saldo efetivo em percentagem do PIB. Com efeito, este indicador é muito relevante em termos do cumprimento de compromissos no âmbito do mecanismo de supervisão orçamental europeu e, no caso atual de Portugal, dos objetivos fixados no Programa de Assistência Económica e Financeira. No entanto, está afetado por um conjunto de efeitos de natureza discricionária e não discricionária, em particular de caráter cíclico, que importa distinguir para se poder aferir a orientação da política orçamental.

Em primeiro lugar, o saldo orçamental é afetado pela posição cíclica da economia, pelo que uma análise correta da orientação da política orçamental passa necessariamente pela exclusão deste efeito. As metodologias de ajustamento cíclico atualmente utilizadas pelas instituições internacionais são do tipo "agregado", em que se determina a componente cíclica do saldo orçamental com base no hiato do produto (como, por exemplo, as utilizadas pela Comissão Europeia e o FMI), ou do tipo "desagregado", em que se consideram hiatos de variáveis económicas que aproximam melhor as verdadeiras bases das rubricas orçamentais afetadas pelas condições cíclicas[1] e, como tal, têm em conta os efeitos de composição da atividade económica (como a adotada pelo Eurosistema). Para além desta característica geral, as metodologias diferem ainda em pormenores específicos na sua implementação, nomeadamente nos instrumentos analíticos utilizados para o cálculo das evoluções tendenciais. Importa destacar que todas as metodologias têm uma limitação comum dado que o cálculo dos hiatos assenta na determinação de tendências que, apesar dos diferentes métodos utilizados, se baseiam não só em dados passados, mas também em previsões. Deste modo, mesmo na ausência de revisões dos dados de base, a simples alteração das perspetivas macroeconómicas tem implicações no cálculo da componente cíclica e, como tal, na avaliação do esforço de consolidação orçamental.

O Banco de Portugal utiliza a metodologia do Eurosistema[2] e com base nas suas estimativas para as varáveis orçamentais relevantes e para o cenário macroeconómico estima que a variação da posição cíclica da economia dará um forte contributo negativo (em cerca de 2 p.p. do PIB) para os resultados orçamentais de 2012 (Quadro 1). Dado que em 2012 a evolução das bases macroeconómicas utilizadas na metodologia do Eurosistema (sendo as mais relevantes o consumo privado e a massa salarial do setor privado) face às respetivas tendências foi mais desfavorável que os desenvolvimentos do PIB em relação à sua própria tendência, esta variação da componente cíclica deverá ser mais negativa do que a obtida com recurso a metodologias do tipo "agregado".

Em segundo lugar, importa referir o efeito de medidas temporárias no défice em cada ano. O Banco de Portugal utiliza a definição adotada no Eurosistema, de acordo com a qual são consideradas medidas temporárias as transações que dizem respeito a medidas discricionárias ou outros fatores não recorrentes que afetam, em geral positivamente, o saldo das administrações públicas no mesmo sentido durante um período de tempo limitado (três anos, no máximo). Nesta definição só se incluem fatores com impacto negativo no saldo orçamental que estejam fora do controlo dos responsáveis pelas decisões de política orçamental. Com base na informação disponível, deverão estar subjacentes ao cumprimento do objetivo oficial para o défice em 2012 medidas temporárias que ascendem, no seu conjunto, a 1.2

1 Tipicamente receita de impostos e contribuições sociais e despesa com subsídios de desemprego.

2 Para mais detalhes ver Braz, C. (2006), "O cálculo dos saldos ajustados do ciclo no Banco de Portugal: uma atualização", Banco de Portugal, *Boletim Económico – Inverno*.

Quadro 1

APURAMENTO DO ESFORÇO DE CONSOLIDAÇÃO: UMA ANÁLISE DETALHADA PARA O PERÍODO DE 2008 A 2012 | EM PERCENTAGEM DO PIB

	2008	2009	2010	2011	2012
Saldo total [a]	-3.6	-10.2	-9.8	-4.4	-5.0
Medidas temporárias [b]	1.1	-	1.7	4.0	1.2
Fatores especiais [c]	-	-	-2.9	-1.2	-
Saldo total excluindo medidas temporárias e fatores especiais	-4.7	-10.2	-8.7	-7.2	-6.2
Juros da dívida [d]	3.0	2.8	2.9	4.0	4.2
Saldo primário excluindo medidas temporárias e fatores especiais	-1.7	-7.3	-5.8	-3.2	-2.0
Componente cíclica do saldo [e]	1.4	0.8	1.7	0.7	-1.4
Componente cíclica da receita	1.3	0.8	1.7	0.7	-1.3
Componente cíclica da despesa	-0.2	0.0	0.0	-0.1	0.1
Saldo primário excluindo medidas temporárias, fatores especiais e componente cíclica	-3.1	-8.2	-7.5	-3.9	-0.6
Variação	-1.8	-5.0	0.7	3.5	3.3

Fontes: INE, Ministério das Finanças e Banco de Portugal.
Notas: a) O valor de 2012 corresponde ao objectivo oficial. **b)** De acordo com a definição adoptada no Eurosistema. **c)** São considerados fatores especiais transações que agravam pontualmente o défice das administrações públicas mas que, de acordo com a definição do Eurosistema, não podem ser tratadas como medidas temporárias. **d)** O valor de 2012 corresponde ao incluído no Relatório do OE2013. **e)** A componente cíclica é apurada pelo Banco de Portugal de acordo com a metodologia utilizada no Eurosistema.

por cento do PIB[3] (4.0 por cento do PIB em 2011[4]). Importa destacar que por vezes ocorrem transações que agravam pontualmente o défice das administrações públicas mas que, de acordo com a definição do Eurosistema, não podem ser tratadas como medidas temporárias. Estas operações, designadas como fatores especiais, ascenderam a 1.2 por cento do PIB em 2011[5], não parecendo ser significativas na atual estimativa do défice para 2012. Se se materializar o cumprimento do objetivo para o défice este ano (5.0 por cento do PIB), o défice excluindo medidas temporárias e fatores especiais deverá diminuir de 7.2 por cento do PIB em 2011 para 6.2 por cento do PIB em 2012.

Por último, as despesas com juros da dívida são habitualmente excluídas da avaliação da orientação da política orçamental, uma vez que traduzem essencialmente os encargos de um *stock* de dívida pública que se foi acumulando ao longo dos anos. O saldo primário é o indicador orçamental que exclui este tipo de despesa.

3 Em 2012, o conjunto de medidas temporárias considerado diz respeito: i) à coleta de IRS referente ao efeito remanescente da sobretaxa extraordinária de IRS sobre o subsídio de natal de 2011; ii) à receita de capital decorrente da transferência para o setor das administrações públicas do fundo de pensões do Banco Português de Negócios; iii) à coleta extraordinária de impostos de capital no âmbito do terceiro Regime Excecional de Regularização Tributária; iv) aos resultados da atribuição de licenças de exploração da rede de telefonia móvel de quarta geração; v) à receita proveniente da concessão do serviço público aeroportuário. Note-se que o registo no défice em Contas Nacionais desta última operação dependerá da decisão final das autoridades estatísticas.

4 São consideradas medidas temporárias com impacto no saldo orçamental de 2011: as receitas extraordinárias resultantes da transferência para a Segurança Social da titularidade dos ativos afetos aos fundos de pensões de um conjunto de instituições financeiras (por contrapartida da assunção das responsabilidades associadas aos encargos com as pensões de velhice e de sobrevivência dos reformados e pensionistas do setor bancário abrangidos pelo respetivo regime substitutivo) e da aplicação de uma sobretaxa de IRS sobre a parte do subsídio de natal de 2011 que excedesse o salário mínimo nacional.

5 São considerados como fatores especiais em 2011 as seguintes transações pontuais: a reclassificação na conta das administrações públicas do investimento realizado na Via do Infante no âmbito de uma parceria público-privada, a transferência de capital visando a recapitalização do Banco Português de Negócios, o registo da totalidade do stock de dívida garantida pelo Governo Regional da Madeira à SESARAM, a assunção de imparidades da empresa regional Via Madeira, o registo de dívidas do Governo Regional da Madeira referentes a contratos-programa e a clubes de futebol e o registo nas contas não financeiras de operações relativas ao Fundo de Apoio ao Sistema de Pagamentos do Serviço Nacional de Saúde.

Em resumo, o esforço de consolidação, medido pela variação do saldo primário ajustado do ciclo e excluindo medidas temporárias e fatores especiais, deverá atingir 3.3 p.p. do PIB em 2012 (após 3.5 p.p. do PIB em 2011). Esta estimativa pressupõe: (i) o cumprimento do objetivo para o défice de 2012, (ii) uma situação em que o recurso a medidas temporárias atinja o montante identificado, (iii) a ausência de fatores especiais, (iv) a materialização da estimativa para as despesas em juros incluída no Relatório do OE2013 e (v) a concretização do cenário macroeconómico subjacente às projeções mais recentes do Banco de Portugal.

CAIXA 3.2| PERSPETIVAS ORÇAMENTAIS PARA 2013

Na sequência da quinta avaliação do Programa de Assistência Económica e Financeira a Portugal, o objetivo para o défice das administrações públicas em 2013 foi revisto e fixado em 4.5 por cento do PIB (3.0 por cento do PIB no Memorando de Entendimento inicial). O Orçamento do Estado para 2013 (OE2013) define um conjunto de medidas de consolidação equivalentes a 3.2 por cento do PIB e consideradas necessárias para o cumprimento deste objetivo. De acordo com o Relatório do OE2013, a receita total em rácio do PIB deverá registar um aumento de 1.7 p.p., enquanto a despesa total terá uma variação de 1.2 p.p. do PIB (Quadro 1).

De acordo com o Ministério das Finanças, a magnitude total das medidas de consolidação previstas para 2013 com impacto do lado da receita ascende a 2.6 por cento do PIB, decorrentes sobretudo de alterações legislativas em sede de IRS. De facto, em 2013 deverá ocorrer uma redução do número de escalões de IRS que determinará um aumento significativo das taxas médias deste imposto. Adicionalmente, será introduzida uma sobretaxa de 4 por cento aplicável sobre a parte do rendimento coletável que exceda o salário mínimo nacional, as taxas liberatórias sofrerão um agravamento e as deduções à coleta associadas a benefícios fiscais e personalizantes serão reduzidas. No caso do IRC, as principais medidas dizem respeito ao aumento das taxas dos pagamentos por conta e à introdução de limites à dedutibilidade dos encargos líquidos com juros. Relativamente ao IMI, não são propostas alterações na legislação, mas é esperado um aumento não negligenciável da receita deste imposto em resultado do processo de reavaliação de imóveis levado a cabo ao longo de 2012. Adicionalmente, será introduzida uma nova taxa em sede de Imposto de Selo sobre imóveis de valor patrimonial igual ou superior a 1 milhão de euros que acrescerá à taxa de IMI aplicável. Ainda do lado da receita, é de destacar o aumento da receita de contribuições sociais decorrente do alargamento da base de incidência contributiva à totalidade das remunerações auferidas pelos subscritores da CGA e da cobrança de contribuições sobre os subsídios de desemprego e de doença. Este conjunto de medidas está subjacente ao aumento em 2.1 p.p. do PIB projetado pelo Ministério das Finanças para as receitas fiscais.

Quanto a medidas visando a redução da despesa pública, o Relatório do OE2013 estima que tenham um impacto de 0.6 por cento do PIB. As medidas mais importantes concentram-se nas prestações sociais (quer em dinheiro, quer em espécie) e nas despesas com pessoal (por via da racionalização de custos e da redução do número de efetivos). Ainda assim, estas rubricas deverão registar uma variação positiva em 2013, em larga medida em resultado da reversão parcial da medida de suspensão dos subsídios de

Quadro 1

CONTAS DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS: PRINCIPAIS RUBRICAS | EM PERCENTAGEM DO PIB

	2011	2012	2013	Variação 2013-2012
Receitas totais	**45.0**	**40.6**	**42.3**	**1.7**
das quais:				
Receitas fiscais	35.9	34.9	37.0	2.1
Receitas de capital	4.4	1.3	0.6	-0.7
Despesas totais	**49.4**	**45.6**	**46.8**	**1.2**
das quais:				
Prestações sociais	22.0	22.2	22.6	0.4
Despesas com pessoal	11.4	10.0	10.4	0.4
Consumo intermédio	4.7	4.7	4.5	-0.2
Juros	4.0	4.2	4.3	0.1
Investimento público	2.6	2.0	1.8	-0.2
Saldo total	**-4.4**	**-5.0**	**-4.5**	**0.5**
Saldo total estrutural	-6.2	-4.0	-2.4	1.6

Fonte: Ministério das Finanças.

férias e de natal. Por seu turno, estão previstas poupanças adicionais no que se refere à despesa em consumo intermédio e ao investimento público.

De acordo com o Relatório do OE2013, o rácio da dívida deverá atingir 123.7 por cento do PIB no final de 2013, aumentando 4.6 p.p. face ao valor estimado para o final do ano anterior. Esta estimativa tem subjacente ajustamentos défice-dívida de magnitude igual a 0.4 por cento do PIB.

Importa referir que as estimativas para a evolução das finanças públicas em 2013 apresentadas no Relatório do OE2013 têm associados um elevado nível de incerteza e um conjunto de riscos. Com efeito, a reação das famílias ao elevado montante de medidas com impacto no seu rendimento disponível é particularmente difícil de prever, acentuando a incerteza relativa ao cenário macroeconómico. Adicionalmente, importa referir que, à semelhança do que ocorreu com o OE2012, a estratégia de consolidação para 2013 encontra-se muito focada num imposto em particular. Embora a receita de IRS seja, à partida, mais fácil de projetar do que a receita de IVA (na qual assentava a estratégia do lado da receita para 2012), o risco inerente à quantificação do impacto das medidas não deverá ser descurado. Finalmente, a previsão de diminuição da despesa em rubricas que têm evidenciado quedas desde o início da vigência do Programa comporta igualmente algum risco para a execução do OE2013.

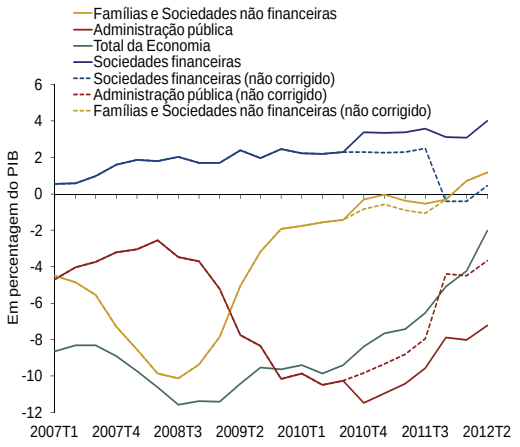
4. O ajustamento da economia portuguesa

O ajustamento da economia portuguesa prosseguiu no ano de 2012, refletindo não apenas a necessidade de ajustamento à situação de elevado endividamento e baixa produtividade, mas também o impacto do ajustamento do setor público e a elevada incerteza decorrente do abrandamento da economia internacional. O setor não transacionável, com destaque para a construção, contraiu-se significativamente, enquanto o setor exportador registou ganhos de quota de mercado muito expressivos. As famílias e as empresas não financeiras ajustaram gradualmente os seus balanços face aos elevados níveis de alavancagem, e, em conjunto, os dois setores apresentam atualmente uma situação de capacidade de financiamento (Gráfico 4.1).

Em conjugação com a orientação restritiva e pro-cíclica da política orçamental, estas dinâmicas implicaram um ajustamento substancial da balança corrente e de capital, que deverá registar excedentes na segunda metade do ano (Gráfico 4.2). Este ajustamento – que traduz elementos cíclicos e estruturais – refletiu-se marcadamente no mercado de trabalho, com a taxa de desemprego a ascender a máximos históricos. O aumento do desemprego de cariz estrutural, reforçado pelo adiamento do início do ciclo de investimento, necessário à criação de novas fontes de riqueza, revela que os processos de destruição criativa, determinantes para o crescimento da economia portuguesa no longo prazo, ainda enfrentam obstáculos. A prossecução de uma agenda alargada de reformas estruturais, tal como definido no programa de assistência económica e financeira, é uma condição necessária para reduzir as distorções que dificultam a realocação dos fatores produtivos para os setores mais dinâmicos e competitivos, conduzindo a uma redução estrutural do desemprego e aumentando o crescimento do produto potencial.

Gráfico 4.1

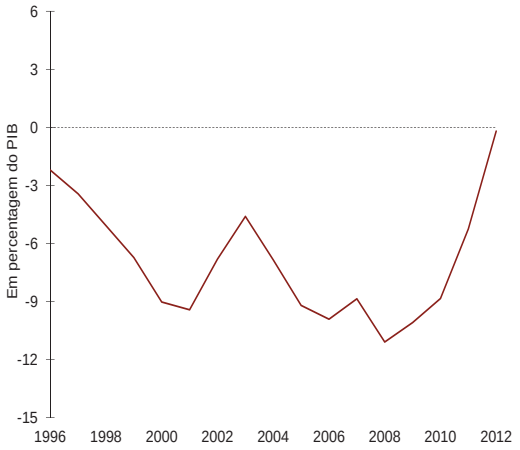
NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO POR SETOR INSTITUCIONAL | ANO TERMINADO EM CADA TRIMESTRE



Fonte: INE (Contas Nacionais Trimestrais por Setor Institucional).
Nota: Valores corrigidos das operações de transferência dos fundos de pensões da Portugal Telecom (4º trimestre de 2010) e dos bancos (4º trimestre de 2011) para as administrações públicas.

Gráfico 4.2

SALDO DA BALANÇA CORRENTE E DE CAPITAL | EM PERCENTAGEM DO PIB



Fonte: Banco de Portugal.

4.1 Atividade económica e mercado de trabalho

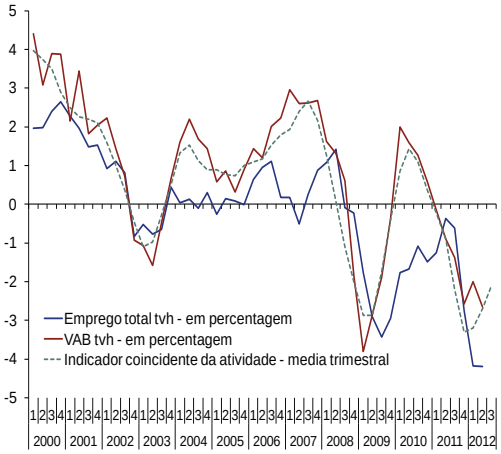
O processo de ajustamento teve um impacto negativo sobre a evolução da atividade económica e do emprego

No primeiro semestre de 2012 o VAB da economia portuguesa reduziu-se 2.3 por cento em termos homólogos, o que compara com taxas de variação de -0.5 e -2.0 por cento no primeiro e segundo semestres de 2011, respetivamente (Gráfico 4.1.1). Por seu turno, o indicador coincidente da atividade económica do Banco de Portugal apresentou uma recuperação moderada no primeiro semestre de 2012 e que se prolonga no terceiro trimestre do ano, após uma queda muito acentuada em 2011.

A dinâmica observada no VAB da economia portuguesa em 2012 reflete a evolução desfavorável dos principais setores, no contexto do programa de ajustamento. Por um lado, no primeiro semestre de 2012, os setores da "Indústria" e dos "Serviços" registaram quedas homólogas de 2.7 e 1.4 por cento, respetivamente (Gráfico 4.1.2). Por outro lado, a atividade na "Construção" reduziu-se 13.8 por cento, após uma queda de 12.2 por cento em 2011. Esta evolução decorre naturalmente da redução do volume de investimento público e da queda na procura de habitação nova por parte dos particulares, num contexto de redução das expetativas quanto à evolução do rendimento futuro. A expetativa de agravamento da tributação sobre a propriedade de imóveis terá contribuído adicionalmente para a contração da procura. No entanto, a evolução marcada que se observa no mercado de habitações novas decorre também da dinâmica observada ao longo da década de noventa. O investimento em habitações novas e requalificação cresceu 45 por cento em termos reais no período 1993-2000, contraindo-se cerca de 50 por cento no período 2000-2011.

Gráfico 4.1.1

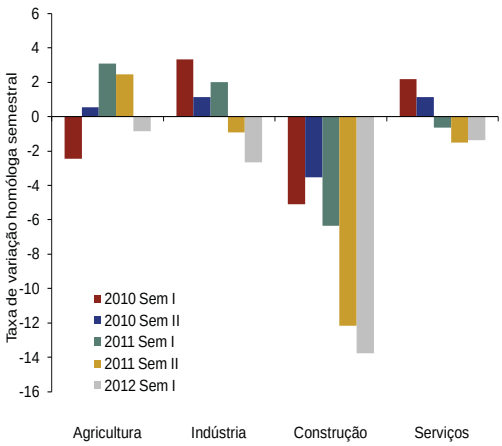
EMPREGO TOTAL, VAB E INDICADOR COINCIDENTE DA ATIVIDADE | TAXA DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA, EM PERCENTAGEM



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

Gráfico 4.1.2

VAB SETORIAL | TAXA DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA SEMESTRAL, EM PERCENTAGEM



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 Actividades 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.

O desempenho recente do VAB na "Indústria" é consistente com a evolução de várias componentes da procura agregada. Com efeito, o comportamento favorável das exportações não foi suficiente para sustentar a atividade industrial devido à queda no mercado interno. As taxas de crescimento do volume de negócios na indústria nos mercados interno e externo apresentam uma tendência decrescente desde 2010, mas bastante menos acentuada neste último caso (Gráfico 4.1.3). A recente evolução negativa da atividade no setor dos "Serviços" está também relacionada com a queda no consumo privado, designadamente nos sub-setores "Comércio e reparação de veículos, alojamento e restauração".

Observou-se uma deterioração acentuada das condições no mercado de trabalho

O mercado de trabalho, à semelhança da atividade económica, tem registado uma significativa deterioração na última década. Esta deterioração traduz-se, nos últimos anos, na forte quebra do nível do emprego, num aumento estrutural da taxa de desemprego e numa diminuição da população ativa. Concomitantemente, regista-se uma elevada rotação do emprego, com especial incidência nos contratos a prazo, mas que se tem vindo a generalizar a todos os segmentos do mercado de trabalho, através de uma redução significativa do emprego de longa duração. Esta rotação tem permitido um grau de flexibilidade salarial que é garantido pela importância dos novos contratos no emprego total, sendo que os salários nestes contratos têm uma reação ao ciclo económico maior do que a dos restantes empregos.

No contexto das tendências que têm marcado a evolução do mercado de trabalho, o emprego registou uma queda acentuada no primeiro semestre de 2012, traduzida numa taxa de variação homóloga de -4.2 por cento. Esta queda foi mais acentuada do que a observada na atividade económica, registando-se um aumento da produtividade aparente do trabalho. O volume de emprego em 2012 está ao nível do observado em 1997. Esta redução do nível do emprego está concentrada no período posterior a 2008 e tem-se caracterizado, ao nível das empresas, por uma forte redução da taxa de criação de emprego e, em menor medida, por um aumento da taxa de destruição de emprego. Em termos setorias, a evolução do emprego está relacionada com o processo de transformação estrutural da economia portuguesa. De facto, a queda do emprego nos setores da "Construção", "Indústria" e "Agricultura", já era visível aquando do início da participação na área do euro, tendo acelerado após 2008 (Gráfico 4.1.4). Por seu turno o emprego no setor dos "Serviços" cresceu até 2008, registando-se posteriormente uma redução.

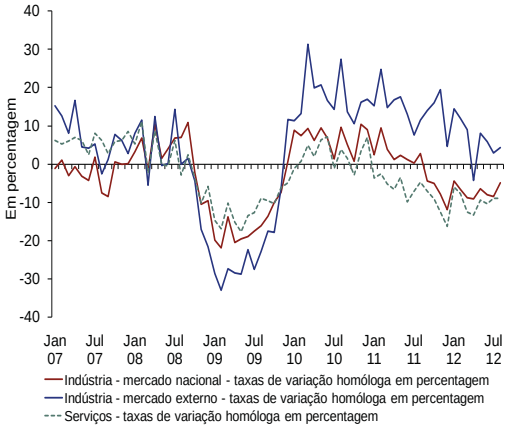
O fenómeno de aumento do desemprego não é novo na economia portuguesa, se bem que se tenha acentuado nos últimos anos. O crescimento do desemprego estrutural ao longo da última década e assenta no deficiente funcionamento das instituições do mercado de trabalho português e no baixo nível do capital humano da população ativa. Com base nas estimativas mais recentes, a taxa natural de desemprego passou de 6.4 por cento em 2000 para 11.5 por cento em 2012. O número de desempregados na economia portuguesa aumentou significativamente no primeiro semestre de 2012 (20.7 por cento), registando-se uma aceleração entre os dois primeiros trimestres do ano (Gráfico 4.1.5). A dinâmica de criação e destruição de emprego contribuiu também para uma subida da taxa de desemprego, que atingiu o nível de 15 por cento no primeiro semestre de 2012 (12.7 por cento em 2011).

Dinâmica recente dos fluxos entre estados no mercado de trabalho

A evolução do emprego e do desemprego é o resultado da dinâmica dos fluxos entre estados no mercado de trabalho português. O gráfico 4.1.6 apresenta os fluxos médios trimestrais entre situações no mercado de trabalho – inatividade, emprego e desemprego. Os valores apresentados correspondem às médias trimestrais para o terceiro e quarto trimestres de 2011 e para o primeiro e segundo trimestes de 2012. O fluxo de indivíduos que abandona o emprego é maior do que o dos que entram nessa categoria, correspondendo em termos líquidos a uma perda de 19.1 milhares de empregos por trimestre. O fluxo para o desemprego é maior do que o que corresponde à saída dessa situação, equivalendo a um aumento líquido de 27.2 milhares de desempregados em cada trimestre.

Gráfico 4.1.3

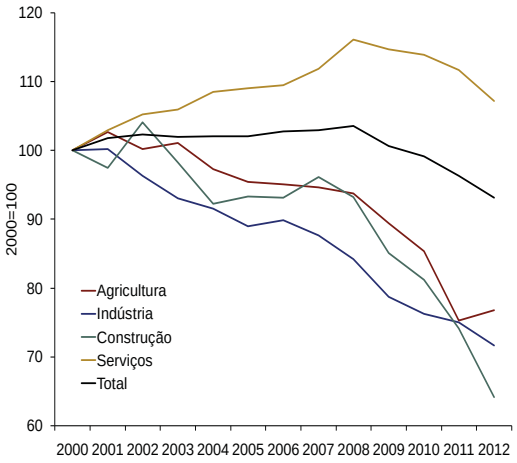
ÍNDICE DE VOLUME DE NEGÓCIOS NA INDÚSTRIA | TAXA DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA, EM PERCENTAGEM



Fonte: INE

Gráfico 4.1.4

EVOLUÇÃO DO EMPREGO POR SETORES 2000=100



Fonte: INE (Inquérito ao Emprego).

Notas: Quebra de série no primeiro trimestre de 2011. Os valores para 2012 são calculados usando a média do emprego nos dois primeiros trimestres do ano

O desemprego de longa duração em percentagem do desemprego total situa-se atualmente acima de 50 por cento, tendendo a registar-se pequenas descidas neste indicador quando os fluxos de novos desempregados aumentam de forma significativa. Por sua vez, o desemprego subsidiado situa-se em torno de 30 por cento, sendo a sua dinâmica afetada pela percentagem dos novos desempregados que recebem subsídio de desemprego e pelo fim do período de atribuição para os desempregados de longa duração.

As fortes quedas do emprego condicionaram a evolução da oferta de trabalho. Nos últimos anos registou-se, pela primeira vez desde os anos 80, uma redução da população ativa em Portugal, ou seja, muitos dos trabalhadores que perderam o emprego passaram diretamente à inatividade ou terão mesmo deixado o país. Esta contração da população ativa, em particular se afetar trabalhadores com qualificações mais elevadas, pode colocar riscos à capacidade de crescimento da economia portuguesa no médio prazo.

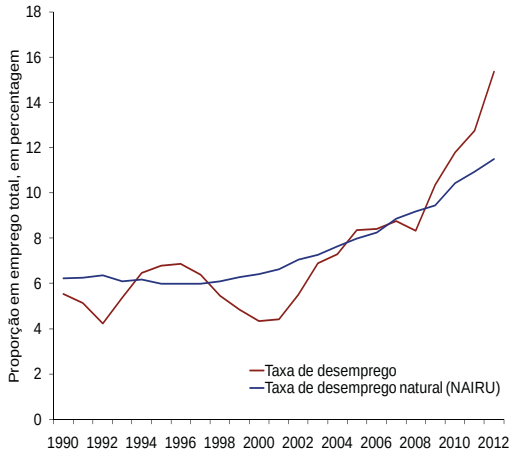
Registou-se uma elevada rotação do emprego e uma forte segmentação do mercado de trabalho

A rotação do emprego em Portugal é elevada, mas também muito segmentada[1]. No entanto, esta realidade tem-se expandido a vários segmentos da população portuguesa anteriormente com taxas de retenção no mesmo emprego elevadas. Um indicador habitual da existência de empregos de longa duração é a percentagem de trabalhadores com mais de 45 anos que está no mesmo emprego há mais de 20 anos. Este número diminuiu de cerca de 38 por cento no início da década de 90, para menos de 24 por cento nos últimos anos. Ao mesmo tempo, a percentagem de trabalhadores da mesma faixa etária que está no emprego há menos de um ano passou de 10 por cento para cerca de 22 por cento. Estas tendências não são exclusivas do mercado de trabalho português, mas têm nele um padrão mais marcado do que

1 Ver Centeno, M. e Novo, A. (2008), "A Anatomia do Crescimento do Emprego nas Empresas Portuguesas", Banco de Portugal, *Boletim Económico – Verão*).

Gráfico 4.1.5

TAXA DE DESEMPREGO E TAXA NATURAL DE DESEMPREGO | EM PERCENTAGEM

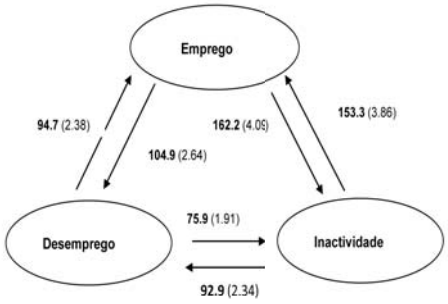


Fontes: INE (Inquérito ao Emprego) e Banco do Portugal.

Nota: Para detalhes sobre a metodologia de cálculo da taxa de desemprego natural ver Departamento de Estudos Económicos, A Economia Portuguesa no Contexto da Integração Económica, Financeira e Monetária, Banco de Portugal, capítulo 4.

Gráfico 4.1.6

FLUXOS MÉDIOS TRIMESTRAIS NO MERCADO DE TRABALHO | VOLUME EM MILHARES E, ENTRE PARÊNTESES, PERCENTAGEM DA POPULAÇÃO ATIVA [(a)]



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (a) Considerando a componente comum da amostra do trimestre *t* e do trimestre *t-1*, e utilizando os ponderadores populacionais do trimestre *t*. Valores médios relativos aos dois últimos trimestres de 2011 e aos dois primeiros de 2012.

noutras economias[2]. O efeito das reformas no mercado de trabalho tenderá a induzir, no curto prazo, uma contenção na criação de emprego, sendo de esperar que no médio prazo prevaleçam os efeitos positivos sobre a procura e oferta de trabalho[3].

2 Ver Farber, H. (2008), "Employment Insecurity: The Decline in Worker-Firm Attachment in the United States", *Working Papers*, Princeton University, Industrial Relations Section; nº530.

3 Exemplos de reformas que conduzem a uma contenção na criação de emprego no curto prazo são o aumento de dias úteis de trabalho e das horas normais trabalhadas.

4.2 Procura

As atuais projeções apontam para uma nova redução da atividade económica em Portugal em 2012, após uma contração em 2011. O PIB deverá registar uma queda de 3.0 por cento em 2012, após uma diminuição de 1.7 por cento no ano anterior, resultado de um contributo muito negativo da procura interna (-7.0 p.p.) e de um assinalável contributo positivo das exportações (Quadro 4.2.1 e Gráfico 4.2.1).

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 2012, o diferencial negativo entre as taxas de crescimento do PIB de Portugal e da área do euro será apenas ligeiramente inferior ao observado no ano anterior (Gráfico 4.2.2), continuando a observar-se um processo de divergência real face aos níveis de rendimento per capita médios da EU.

Queda do consumo privado e do investimento, num contexto de aumento da incerteza e deterioração das perspetivas de rendimento e da procura

O consumo privado registou crescimentos acumulados significativos na sequência do processo de convergência nominal da economia portuguesa e, no contexto da participação na área do euro, num ambiente de baixos custos de financiamento externo. No período mais recente, em particular após o pedido de assistência financeira internacional, iniciou-se um processo de correção, devido *inter alia* à forte revisão de expectativas dos agentes económicos e às dificuldades de financiamento externo da economia, no quadro da crise da dívida soberana na área do euro. Este agregado registou sistematicamente crescimentos superiores aos do PIB desde o início da área do euro, o que se antevia como insustentável num contexto de baixo crescimento da produtividade (Gráfico 4.2.3).

Quadro 4.2.1

PORTUGAL – PIB E PRINCIPAIS COMPONENTES DA DESPESA | TAXAS DE VARIAÇÃO, EM PERCENTAGEM

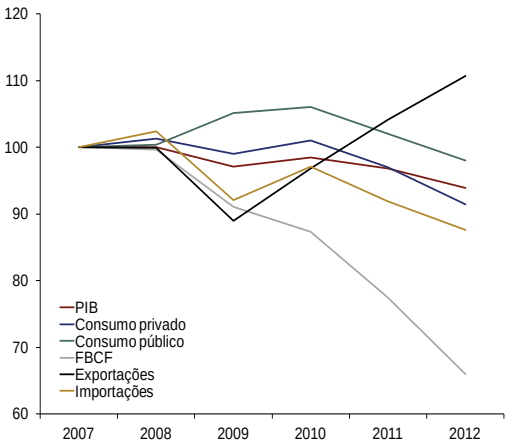
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
PIB	2.4	0.0	-2.9	1.4	-1.7	-3.0
Consumo privado	2.5	1.3	-2.3	2.1	-4.0	-5.8
Consumo de bens duradouros	4.4	0.7	-16.9	10.7	-19.6	-22.9
Consumo corrente	2.3	1.4	-0.6	1.2	-2.2	-4.2
Consumo público	0.5	0.3	4.7	0.9	-3.8	-3.9
Investimento	2.1	-0.1	-13.3	-3.6	-13.9	-14.0
FBCF	2.6	-0.3	-8.6	-4.1	-11.3	-14.9
Máquinas e produtos metálicos	7.9	11.2	-9.9	-6.3	-9.8	-6.3
Material de transporte	8.0	-3.8	-21.8	1.7	-22.8	-31.0
Construção	-0.4	-4.6	-6.6	-4.2	-11.5	-17.9
Outra	5.9	2.9	-2.6	-2.1	-1.6	-5.4
Variação de existências[(a)]	-0.1	0.0	-1.1	0.1	-0.5	0.2
Procura interna	2.0	0.8	-3.3	0.8	-5.7	-6.8
Exportações	7.5	-0.1	-10.9	8.8	7.5	6.3
Importações	5.5	2.3	-10.0	5.4	-5.3	-4.7
Contributo procura interna para PIB[(a)]	2.2	0.9	-3.6	0.9	-6.2	-7.0
Contributo procura externa líquida para PIB[(a)]	0.1	-1.0	0.6	0.5	4.5	4.0

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (a) Contributo para a taxa de variação real do PIB, em pontos percentuais.

Gráfico 4.2.1

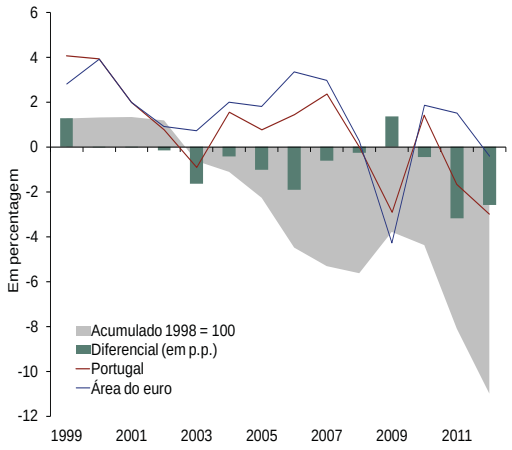
PORTUGAL – PIB E PRINCIPAIS COMPONENTES DA DESPESA | ACUMULADO 2007=100



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 4.2.2

TAXA DE CRESCIMENTO DO PIB EM PORTUGAL E NA ÁREA DO EURO E RESPETIVO DIFERENCIAL | TAXA DE VARIAÇÃO, EM PERCENTAGEM

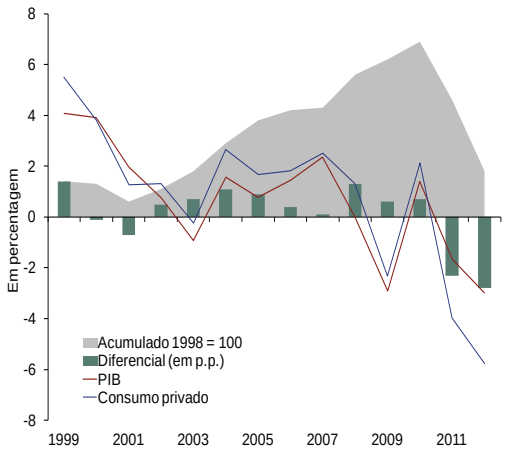


Fontes: *Eurostat*, INE e Banco de Portugal.

O consumo privado, depois de ter registado uma queda de 4.0 por cento em 2011, deverá apresentar uma diminuição ainda mais significativa em 2012 (5.8 por cento). Em relação à composição do consumo privado, as atuais estimativas contemplam uma queda significativa, quer da componente relativa a bens duradouros quer da componente de bens correntes (Gráfico 4.2.4). No caso dos bens duradouros, estes deverão voltar a registar uma queda muito pronunciada em 2012 (-22.9 por cento o que eleva para 38 por cento a diminuição acumulada desde 2011). Por seu lado, o consumo corrente de bens e serviços deverá registar uma queda substancialmente superior à observada no ano anterior (-4.2 por cento face a -2.2 por cento em 2011), sendo particularmente marcada na componente não alimentar. Dado que se trata tradicionalmente de uma componente caracterizada por um perfil intertemporal mais alisado, esta nova redução de magnitude significativa indicia um ajustamento substancial de natureza estrutural do consumo privado.

Gráfico 4.2.3

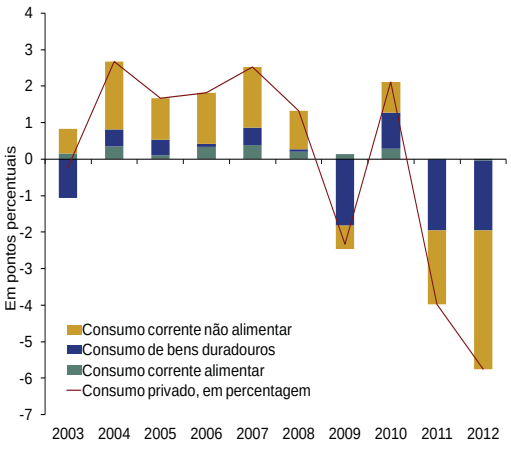
PIB E CONSUMO PRIVADO | TAXA DE VARIAÇÃO REAL E DIFERENCIAL



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 4.2.4

DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO REAL DO CONSUMO PRIVADO | CONTRIBUTO PARA A TAXA DE VARIAÇÃO



Fontes: INE e Banco de Portugal.

A redução muito pronunciada projetada para o consumo privado em 2012 reflete a reação das famílias a um conjunto de circunstâncias ligadas à evolução do rendimento permanente e da incerteza. Em primeiro lugar, o rendimento disponível, fator primordial nas decisões de consumo das famílias, sofreu uma redução em termos reais que foi apercebida, em grande medida, como permanente. A significativa diminuição do rendimento disponível em termos reais reflete em especial o impacto das medidas de consolidação orçamental, em particular a suspensão parcial dos subsídios de férias e de natal dos funcionários públicos, afetando igualmente o setor público empresarial, o agravamento da tributação direta e indireta e o aumento do preço de alguns bens e serviços sujeitos a regulação. Em segundo lugar, num contexto de contínua deterioração estrutural da situação no mercado de trabalho e das expectativas quanto à evolução da situação económica, acentuou-se a incerteza em relação ao rendimento futuro, levando a uma redução dos níveis de consumo e à constituição de poupanças por motivos de precaução por parte de algumas famílias. Em terceiro lugar, o aumento na restritividade no acesso a novo crédito aumenta o contingente de famílias sujeitas a restrições de liquidez. Para este grupo de famílias, a redução dos níveis de consumo é incontornável, nomeadamente para aquelas que têm de cumprir as suas responsabilidades junto do sistema bancário. Será, contudo, de realçar que a descida das taxas de juro do mercado monetário desde o último trimestre de 2011 (cerca de 1.5 p.p.) deverá ter tido um impacto favorável significativo sobre a componente de juros do rendimento disponível das famílias, sendo especialmente relevante para as famílias que apresentam endividamento em termos líquidos (ver "Caixa 4.1 *O impacto das taxas de juro do mercado monetário no rendimento disponível das famílias portuguesas*", deste Boletim). Em síntese, é projetada para 2012 uma queda do consumo privado nominal de magnitude superior à do rendimento disponível das famílias, pelo que se deverá registar um aumento da taxa de poupança das famílias em 2012.

A evolução observada no consumo privado é acompanhada pela contração do consumo público, o que decorre da orientação pró-cíclica da política orçamental e interage com a situação financeira das famílias e das empresas. No quadro da consolidação orçamental, o consumo público em termos reais deverá voltar a registar uma redução em 2012 (-3.9 por cento em 2012 após -3.8 por cento no ano anterior). Refira-se que, à semelhança do observado em 2011, a projeção tem subjacente uma diminuição significativa das despesas em bens e serviços, traduzindo em particular a evolução do consumo intermédio e, em menor grau, das prestações sociais em espécie, bem como uma diminuição das despesas com pessoal. A redução das despesas com pessoal reduz o rendimento dos funcionários públicos, contribuindo para a redução do consumo privado, enquanto a redução das prestações sociais em espécie implica uma queda do rendimento que as famílias dispõem para consumir em bens privados. A redução do consumo de bens e serviços por parte das administrações públicas tem também impacto sobre o universo das empresas que operam nesses mercados, acentuando a contração da atividade.

O processo de consolidação orçamental na economia portuguesa é inadiável e os seus reflexos sobre a dinâmica da atividade económica tendem a ser negativos no curto prazo. No entanto, é importante assegurar que tal processo seja sustentável, o que implica, não só medidas de caráter estrutural, mas também decisões relativamente à definição dos serviços públicos considerados fundamentais. A interação entre as escolhas sociais e a eficiência na gestão dos recursos afetos à produção de bens e serviços nas administrações públicas é uma condição necessária ao sucesso do processo de ajustamento da economia portuguesa.

A FBCF deverá voltar a registar uma evolução muito desfavorável em 2012, o que constitui um fator de preocupação, com especial destaque para o investimento empresarial, dado o papel essencial do investimento para o crescimento potencial da economia. Note-se que a concretização de projetos de investimento é parte integrante de um processo de destruição criativa, conducente a aumentos sustentados no nível de produtividade. A não concretização de novos investimentos implica o adiamento sucessivo do início do ciclo de criação de novas formas de riqueza. Do mesmo modo, é imperiosa uma correta avaliação

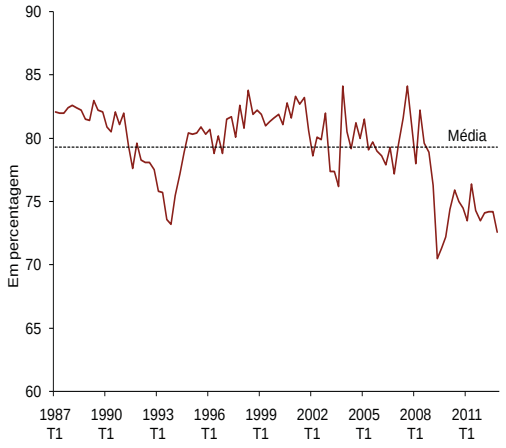
dos benefícios do investimento, designadamente na esfera das administrações públicas, evitando a repetição de investimentos de baixa rendibilidade e com elevados encargos futuros. Tal representa uma má afetação de recursos, numa economia com baixos rácios de capital por trabalhador.

A FBCF deverá apresentar em 2012 uma queda pelo quinto ano consecutivo, acumulando uma diminuição de quase 35 por cento neste período. As atuais estimativas apontam para uma variação negativa de 14.9 por cento em 2012 o que corresponde a uma redução de magnitude superior à observada no ano anterior. À semelhança do observado em 2011, a contração projetada para 2012 é partilhada tanto pela componente pública, associada ao processo de consolidação orçamental, como pela componente privada. Num quadro de ajustamento orçamental, o investimento público deverá registar uma contração acumulada superior a 45 por cento desde 2011 e a sua evolução futura continuará claramente condicionada pelo esforço de consolidação das contas públicas. Depois do significativo dinamismo registado na segunda metade da década de 90, o investimento em habitação deverá prosseguir uma trajetória de correção, com uma queda de quase 20 por cento em 2012, acumulando uma redução superior a 60 por cento desde o início da década de 2000. Por sua vez, a FBCF empresarial deverá registar uma diminuição de cerca de 12 por cento em 2012, após quedas em torno de 9 por cento nos anos anteriores (em termos acumulados, regista-se uma redução superior a 30 por cento desde 2009).

A evolução do investimento empresarial está a ser condicionada por fatores de natureza cíclica e estrutural. Em primeiro lugar, o comportamento do setor empresarial reflete a deterioração das expectativas quanto à evolução da procura interna e a redução da confiança dos empresários, num ambiente de elevada incerteza e de baixa utilização da capacidade produtiva na indústria (Gráfico 4.2.5). De acordo com o Inquérito de Conjuntura ao Investimento do INE, divulgado em julho de 2012, a percentagem de empresas que afirma ter limitações ao investimento voltou a apresentar um aumento, atingindo 59.1 por cento em 2012, após se ter situado em 55.2 no ano anterior. Entre as empresas que consideram ter limitações ao investimento, a deterioração das expectativas em relação à procura continua a ser inequivocamente o principal fator limitativo tendo-se registado em 2012 um reforço da sua importância (Gráfico 4.2.6). Refira-se também que a percentagem de empresas que aponta a obtenção de crédito bancário como sendo o principal fator limitativo registou um ligeiro aumento. Na atual situação caracterizada

Gráfico 4.2.5

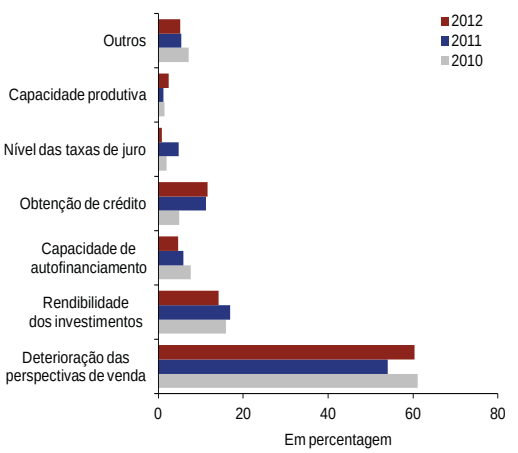
TAXA DE UTILIZAÇÃO DA CAPACIDADE PRODUTIVA NA INDÚSTRIA TRANSFORMADORA



Fonte: Comissão Europeia.

Gráfico 4.2.6

PRINCIPAL FATOR 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.

por um baixo nível de utilização da capacidade produtiva, as condições de financiamento das empresas terão um papel mais reduzido enquanto fator limitativo do investimento[4]. No entanto, poderão vir a revelar-se mais importantes à medida que a subutilização dos fatores produtivos se reduzir, podendo contribuir para mitigar a recuperação do investimento, o mesmo sendo válido para o elevado nível de endividamento das empresas. Entre os outros fatores condicionantes das decisões de investimento por parte das empresas encontram-se também a previsibilidade do sistema fiscal, o nível de qualificação da mão-de-obra, pela sua complementaridade com o investimento em capital físico, e o quadro institucional existente, em particular ao nível da flexibilidade dos mercados.

Assinalável dinamismo das exportações apesar da deterioração do enquadramento externo

A evolução estrutural das exportações está sempre dependente do padrão de vantagens comparativas para o qual concorrem aspetos tecnológicos, geográficos, institucionais, dotações de fatores produtivos e recursos naturais e dinâmicas empresariais. No atual contexto da economia mundial, a interligação entre estes fatores é complexa, levando a frequentes alterações no padrão de vantagens comparativas e potencialmente a deslocalização de empresas. Deste modo, a concretização de uma agenda de reformas estruturais conducente ao aumento da flexibilidade na alocação dos recursos internos e à criação de condições para a inovação, é condição necessária ao crescimento do produto potencial em Portugal. O recente desempenho das exportações portuguesas de bens e serviços revela uma acrescida capacidade das empresas portuguesas em operar num ambiente globalizado, diversificando a sua base de produtos e mercados.

As exportações de bens e serviços deverão registar um abrandamento em 2012, num contexto de deterioração da atividade económica global, nomeadamente nos principais parceiros comerciais de Portugal (ver "Secção 1 *Enquadramento Internacional*", deste Boletim). Contudo, as exportações deverão continuar a registar um crescimento assinalável em 2012. A atual estimativa aponta para um aumento em volume das exportações de bens e serviços de 6.3 por cento[5], após um crescimento de 7.5 por cento no ano anterior, o que se encontra consideravelmente acima do esperado para a área do euro. Não obstante esta desaceleração, as exportações de bens e serviços deverão continuar a crescer substancialmente acima da procura externa dirigida à economia portuguesa (Gráfico 4.2.7). O aumento expressivo da quota de mercado das exportações portuguesas (de 6 por cento em 2012 e cerca de 4 por cento em 2011) reflete *inter alia* um esforço acrescido de procura de novos mercados por parte das empresas portuguesas de bens transacionáveis, num quadro em que o ajustamento da procura interna é percebido pelos agentes residentes como permanente. Neste âmbito, é ainda de referir a continuada diminuição dos custos unitários do trabalho relativos que já corrigiu a apreciação real acumulada desde o início da participação na área do euro (Gráfico 4.2.8)[6].

O crescimento em volume das exportações em 2012 deverá refletir, em grande medida, o aumento das exportações de bens que deverão registar uma taxa de variação ligeiramente superior à observada no ano anterior (8.6 por cento após 8.0 por cento em 2011) (Gráfico 4.2.9). Por sua vez, as exportações de serviços deverão registar uma forte desaceleração em 2012, refletindo em larga medida o comportamento da componente outros serviços. Refira-se que a atual estimativa para 2012 tem subjacente uma

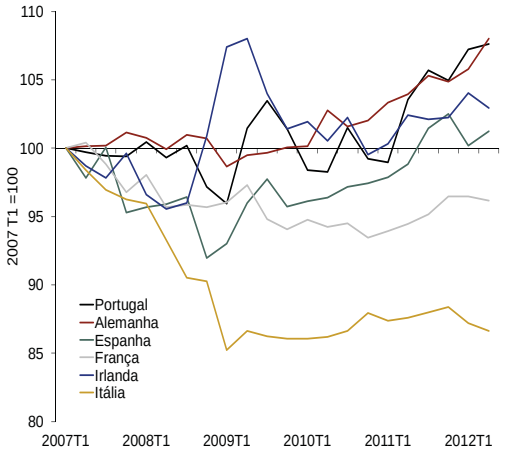
4 A este respeito, refiram-se também os resultados obtidos no âmbito do Inquérito à Justiça Económica divulgado pela primeira vez pelo INE em 29 de outubro de 2012 e que revelam que a dificuldade no acesso ao crédito não se encontra entre os principais obstáculos no desenvolvimento da atividade das empresas, independentemente da sua dimensão, apesar de ser comparativamente mais relevante para as pequenas empresas.

5 Refira-se que esta estimativa não incorpora o impacto das greves no setor portuário, com efeitos a partir de setembro de 2012.

6 A evolução destes indicadores inclui a variação dos salários dos setores público e privado. No caso específico da economia portuguesa, os custos unitários do trabalho do total da economia e do setor privado aumentaram, entre 1999 e 2012, repetivamente 25.5 e 27.0 por cento. Refira-se que não existem estatísticas disponíveis para a evolução dos custos unitários do trabalho do setor privado para os restantes países europeus.

Gráfico 4.2.7

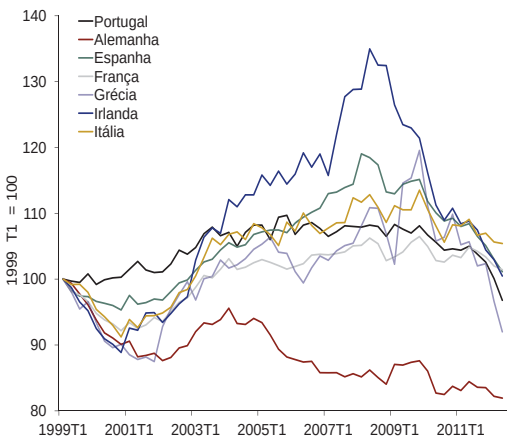
EVOLUÇÃO DA QUOTA DE MERCADO DAS EXPORTAÇÕES DE BENS E SERVIÇOS



Fontes: BCE, *Eurostat* e INE.

Gráfico 4.2.8

CUSTOS UNITÁRIOS DO TRABALHO RELATIVOS | TOTAL DA ECONOMIA



Fontes: BCE e Banco de Portugal.

desaceleração moderada do crescimento das exportações no segundo semestre do ano e a manutenção de significativos ganhos de quota de mercado.

Em termos nominais, as exportações de bens registaram um crescimento homólogo acumulado de 9.6 por cento nos primeiros oito meses de 2012 (15.1 por cento no conjunto do ano de 2011)[7]. No mesmo período, excluindo combustíveis, as exportações cresceram 7.5 por cento (16.5 por cento em 2011). A trajetória de desaceleração das exportações nominais de bens iniciada no final do ano passado foi visível na generalidade dos produtos, com exceção dos produtos de média-baixa tecnologia (Quadro 4.2.2). Neste último caso, assistiu-se a crescimentos muito acentuados no final de 2011 e início de 2012, refletindo em particular as exportações de combustíveis, nomeadamente para os Estados Unidos e Espanha. Refira-se que a desaceleração dos deflatores de comércio externo se encontra em linha com o observado nos mercados internacionais (ver "Secção 4.4 *Preços*").

A análise das exportações nominais de bens por áreas geográficas revela a manutenção do processo de diversificação geográfica das exportações (Gráfico 4.2.10). Por um lado, ao nível intracomunitário, as exportações prosseguiram a tendência de abrandamento observada ao longo de 2011 e que se intensificou no início de 2012, registando um crescimento de 3.8 por cento nos primeiros oito meses do ano (13.7 por cento no conjunto do ano de 2011). Esta desaceleração foi particularmente marcada nos principais parceiros comerciais de Portugal pertencentes à área do euro, com destaque para Espanha, que regista taxas de variação negativas, e a Alemanha, refletindo sobretudo a evolução muito desfavorável das exportações de veículos e outro material de transporte[8]. Por sua vez, as exportações de bens extracomunitárias mantiveram o ritmo de crescimento muito forte que têm vindo a evidenciar nos últimos anos e que se tem traduzido num aumento da sua importância nas exportações portuguesas. De entre os países de destino extracomunitários, saliente-se a aceleração das exportações para os PALOP, nomeadamente para Angola, e referentes a produtos de média-alta tecnologia, bem como o aumento expressivo das

7 Refira-se que, as exportações de produtos referentes a pérolas, pedras e metais preciosos, suas obras, bijutarias e moedas (correspondentes ao capítulo 71 da Nomenclatura Combinada), com destaque para o ouro não monetário, apresentam um contributo para a variação acumulada das exportações nominais de bens nos primeiros oito meses de 2012 de 0.8 p.p. (0.9 p.p. no conjunto de 2011) o que sugere uma desacumulação de ativos desta natureza.

8 Refira-se que antes de outubro de 2011 a exportação de veículos ligeiros de passageiros com destino à China era feita por via indireta através da Alemanha.

Quadro 4.2.2

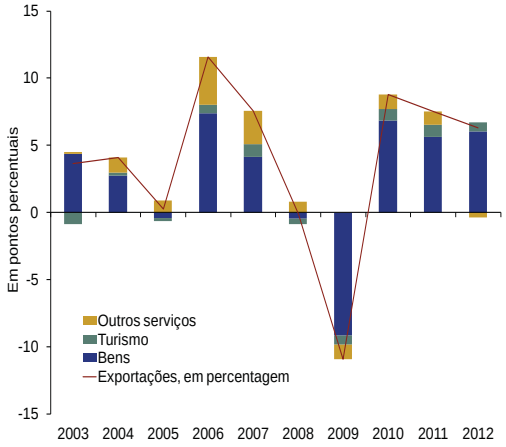
EXPORTAÇÕES NOMINAIS DE MERCADORIAS POR TIPO DE BEM, GRAU DE INTENSIDADE TECNOLÓGICA E POR PAÍS DE DESTINO | TAXAS DE VARIAÇÃO

	Pesos 2011	Taxa de variação homóloga (em percentagem)				
		2010	2011	2012 até agosto	2012 1º trim	2012 2º trim
Total	100.0	16.0	15.1	9.6	11.5	7.3
Total excluindo combustíveis	93.2	11.3	16.5	7.5	8.9	6.1
Por tipo de bem						
Agrícolas	5.3	14.1	13.2	10.7	11.7	5.6
Alimentares	5.1	2.8	12.5	9.1	11.5	4.9
Combustíveis minerais	7.3	59.5	25.7	45.9	77.8	23.0
Químicos	5.7	17.1	29.7	5.4	-6.2	15.6
Plásticos, borracha	6.8	27.7	14.3	7.9	9.4	2.8
Peles, couros	0.4	23.1	32.8	15.7	28.4	13.5
Madeira, cortiça	3.3	7.6	10.9	3.1	4.3	0.8
Pastas celulósicas, papel	5.2	40.7	4.8	-0.4	-1.7	-1.1
Matérias têxteis	4.0	13.0	10.4	-2.8	-2.1	-5.7
Vestuário	5.6	3.0	7.1	2.6	5.7	-0.1
Calçado	3.7	5.1	15.2	2.4	2.6	2.6
Minerais, minérios	5.1	13.0	6.2	9.2	5.4	11.5
Metais comuns	8.1	17.3	17.5	8.7	6.1	5.9
Máquinas, aparelhos	14.5	6.3	11.6	14.1	15.4	12.1
Veículos, outro material de transporte	13.1	22.2	22.2	-0.1	6.9	0.7
Ótica e precisão	1.1	18.3	9.3	19.0	14.6	19.5
Outros produtos	5.8	6.8	19.5	17.0	24.5	16.9
Por grau de intensidade tecnológica[(a)]						
Alta tecnologia	7.3	10.4	15.5	5.6	6.6	7.2
Média-alta tecnologia	29.4	19.8	18.2	6.7	7.2	6.8
Média-baixa tecnologia	23.9	18.9	22.0	25.8	33.9	18.6
Baixa tecnologia	33.0	11.3	14.8	4.9	7.6	2.3
Categoria residual	6.4	20.4	-12.9	-7.6	-15.4	-9.1
Por país de destino						
Intracomunitário	74.1	15.4	13.7	3.8	5.0	3.1
dos quais:						
Espanha	24.9	13.2	7.9	-4.1	-3.2	-5.9
Alemanha	13.5	16.5	19.2	0.0	5.2	1.0
França	12.1	10.3	17.6	5.9	7.8	1.6
Reino Unido	5.1	12.6	7.0	10.4	14.1	10.9
Itália	3.7	17.4	11.2	2.6	2.5	-1.1
Extracomunitário	25.9	17.7	19.5	27.0	32.9	19.6
dos quais:						
PALOP	6.9	-9.1	20.9	33.5	29.5	31.2
Estados Unidos	3.5	31.1	12.9	36.8	50.3	12.0
Brasil	1.4	49.5	33.0	20.3	7.6	10.2
China	0.9	6.0	69.7	164.4	184.1	181.3

Fontes: INE e Banco de Portugal.
Nota: (a) Calculada com base nos dados das estatísticas do Comércio Internacional do INE e na classificação das indústrias transformadoras por grau de intensidade tecnológica (GIT), baseada na intensidade de I&D, divulgada pela OCDE. Para mais detalhes, ver http://www.oecd.org/dataoecd/43/41/48350231.pdf. A categoria residual inclui os produtos que não são passíveis de ser classificados, nomeadamente os produtos agrícolas e da indústria extractiva, assim como as rubricas para as quais os INE não disponibiliza informação suficientemente detalhada, por motivos de confidencialidade, o que impede a aplicação da classificação GTI.

Gráfico 4.2.9

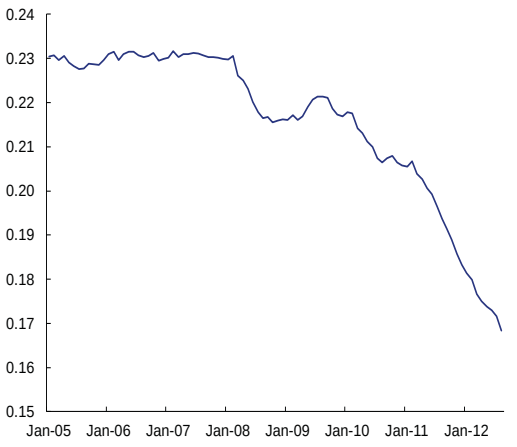
DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO REAL DAS EXPORTAÇÕES DE BENS E SERVIÇOS | CONTRIBUTO PARA A TAXA DE VARIAÇÃO



Fontes: INE e Banco do Portugal.

Gráfico 4.2.10

DIVERSIFICAÇÃO GEOGRÁFICA DAS EXPORTAÇÕES DE MERCADORIAS | ÍNDICE DE HIRSCHMAN-HERFINDAL



Fonte: Banco de Portugal.
Nota: Uma redução do índice indica uma menor concentração.

exportações para os Estados Unidos, refletindo em larga medida a evolução das exportações de combustíveis. Destaque-se também o comportamento das exportações para a China, em particular de veículos e outro material de transporte, com crescimentos muito significativos desde o final de 2011, o que se tem traduzido num aumento assinalável do respetivo contributo para o crescimento das exportações (ver nota de pé de página 7).

No contexto de um enquadramento externo mais desfavorável, as exportações de turismo deverão registar um abrandamento em 2012 (crescimento em volume inferior a 6 por cento após um aumento de 7.3 por cento em 2011). No conjunto dos primeiros oito meses do ano, as dormidas de não residentes em estabelecimentos hoteleiros em Portugal registaram um aumento de 3.8 por cento, após um crescimento de 10.1 por cento no conjunto do ano de 2011. Esta desaceleração reflete em grande medida a evolução desfavorável dos fluxos de turistas provenientes de Espanha e Reino Unido, apenas parcialmente mitigada por um acréscimo de turistas da Alemanha e Dinamarca. Relativamente às exportações de outros serviços, é projetada uma pronunciada desaceleração em 2012 (após uma taxa de variação de 5.6 por cento, em termos reais, em 2011), em linha com o observado na primeira metade do ano. Este comportamento é relativamente transversal em termos de tipo de serviço e de país de destino.

Queda acentuada das importações em linha com a evolução da procura global ponderada

A evolução das componentes da procura interna determina, em larga medida, a evolução das importações de bens e serviços. Em 2012, o volume de importações de bens e serviços deverá registar uma queda de 4.7 por cento, após uma diminuição de 5.3 por cento em 2011. Esta evolução está em linha com a queda 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. Em relação aos serviços, as importações nominais registaram uma diminuição, em termos homólogos, de 8.0 por cento nos primeiros oito meses do ano, após um aumento de 5.0 por cento em 2011. À semelhança do observado no ano anterior, deverá registar-se uma redução da taxa de penetração das importações na procura global em 2012, em linha com a evolução habitual em períodos de contração da atividade económica.

4.3 Preços

A evolução dos preços foi condicionada por diversas medidas associadas ao processo de consolidação orçamental

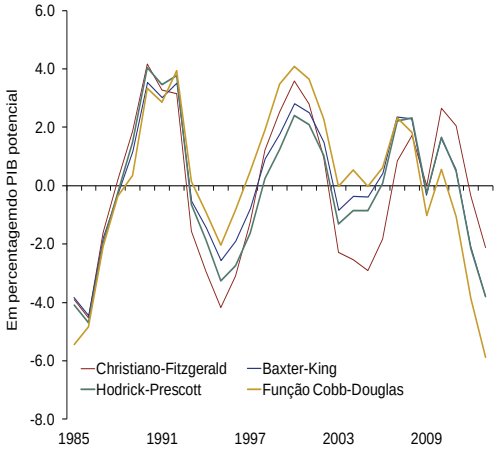
Em termos estruturais, a evolução dos preços na economia portuguesa está ancorada na política monetária do BCE, orientada pelo princípio da estabilidade de preços no médio prazo. Esta situação contrasta fortemente com a realidade vivida no contexto de anteriores processos de ajustamento a desequilíbrios externos, designadamente nas décadas de setenta e oitenta, onde o recurso à desvalorização da taxa de câmbio nominal, como forma de obter ganhos na competitividade externa, se traduzia em elevadas taxas de inflação. Nesse contexto, o custo do ajustamento fazia-se sentir essencialmente numa redução da capacidade aquisitiva dos salários das famílias e na perda de valor dos ativos expressos em moeda nacional.

No atual contexto, a deterioração da posição cíclica da economia portuguesa (Gráfico 4.3.1) manifesta-se na sub-utilização dos fatores produtivos, introduzindo pressões descendentes nos preços dos bens e nos custos do trabalho. Este processo constitui um dos canais de melhoria da competitividade-preço da economia portuguesa no curto prazo, em paralelo com a continuação do processo de reestruturação de longo prazo, mais assente em outras dimensões da competitividade.

Em 2012, a taxa de inflação em Portugal, medida pela variação média do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), deverá situar-se em 2.8 por cento, representando um decréscimo de 0.8 pontos percentuais (p.p.) em relação ao valor observado em 2011 (Gráfico 4.3.2). A projeção para a taxa de inflação em 2012 encontra-se largamente condicionada pelo impacto de diversas medidas associadas ao processo de consolidação orçamental que entraram em vigor, quer 2011, quer em 2012, com destaque para o aumento das taxas do Imposto sobre o Valor Acrescentado (IVA) aplicáveis a alguns produtos, o agravamento do imposto sobre o tabaco e o aumento do preço de alguns bens e serviços sujeitos a regulação. As atuais projeções apontam para um crescimento dos preços dos bens e serviços administrados em 2012 de 4.2 por cento, após 5.4 por cento em 2011.

Gráfico 4.3.1

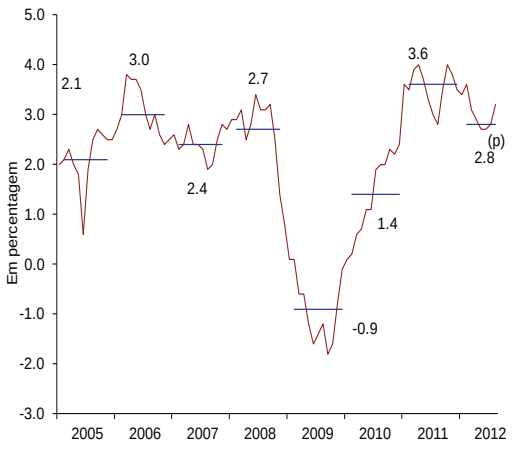
POSIÇÃO CÍCLICA DA ECONOMIA PORTUGUESA | HIATO DO PRODUTO EM PERCENTAGEM DO PIB POTENCIAL



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 4.3.2

ÍNDICE HARMONIZADO DE PREÇOS NO CONSUMIDOR | VARIAÇÃO HOMÓLOGA E MÉDIA ANUAL, EM PERCENTAGEM



Fontes: *Eurostat* e Banco de Portugal.
Nota: (p) - Projeção.

A projeção para a taxa de inflação em 2012 tem subjacente uma trajetória de desaceleração dos preços ao longo do ano, em particular no último trimestre, decorrente em grande medida da dissipação gradual dos efeitos acima referidos. Esta evolução será comum tanto à componente não energética dos preços no consumidor, que deverá apresentar uma variação no conjunto do ano de 1.7 por cento, após 2.3 por cento em 2011, como à componente energética, que deverá desacelerar de 12.8 por cento, em 2011, para 9.9 por cento, em linha com a evolução dos preços do petróleo nos mercados internacionais (Quadro 4.3.1). Deste modo, num quadro de contração significativa da atividade económica em Portugal, a taxa de inflação a partir do final do ano já deverá apresentar valores próximos daqueles que seriam esperados tendo em conta a evolução dos seus habituais determinantes, num contexto em que é projetada uma forte desaceleração dos preços de importação de bens não energéticos, um menor crescimento dos preços do petróleo nos mercados internacionais (ver "Secção 1 *Enquadramento Internacional*", deste Boletim) e uma queda acentuada dos custos unitários do trabalho no conjunto da economia, refletindo a deterioração das condições no mercado de trabalho.

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 2012, o diferencial de inflação em relação à área do euro será de 0.3 p.p., sendo no entanto inferior ao registado em 2011 (0.9 p.p.). Assim, pelo segundo ano consecutivo, o diferencial da taxa de inflação entre Portugal e a média da área do euro será positivo, depois do valor negativo registado em 2010 (-0.2 p.p.) e do mínimo histórico de -1.2 p.p. observado em 2009.

A análise da evolução dos preços no consumidor com base nos principais agregados do IHPC durante os primeiros nove meses de 2012 permite observar que a trajetória descendente registada desde o início do ano reflete largamente as variações homólogas negativas dos preços dos bens industriais não energéticos (Quadro 4.3.2). Em sentido contrário, os preços dos serviços e, em menor grau, os preços dos bens alimentares, com destaque para o preço do tabaco, têm apresentado uma trajetória ascendente.

Os preços dos bens alimentares, depois de terem registado um perfil de desaceleração nos primeiros meses de 2012, voltaram a apresentar crescimentos mais significativos a partir de junho. Esta evolução tem refletido largamente os preços das matérias-primas alimentares, em particular dos cereais, que têm apresentado crescimentos significativos na segunda metade do ano (ver "Secção 1 *Enquadramento Internacional*", deste Boletim). No conjunto de 2012, os preços dos bens alimentares deverão apresentar um crescimento superior ao registado no ano anterior, sendo esta evolução particularmente evidente na componente relativa aos bens alimentares transformados.

Por seu turno, as atuais estimativas apontam para uma aceleração significativa dos preços dos serviços em 2012. Esta evolução reflete em grande parte o aumento do preço de alguns serviços sujeitos a regulação,

Quadro 4.3.1

PORTUGAL - PRINCIPAIS INDICADORES DE PREÇOS INTERNACIONAIS | TAXAS DE VARIAÇÃO, EM PERCENTAGEM

	2008	2009	2010	2011	2012	
					1º trim.	2º trim.
Preços de importação de mercadorias						
Total	4.7	-9.8	5.3	8.9	2.5	1.6
Total excluindo combustíveis	0.4	-5.2	1.5	5.3	-0.4	0.4
Bens de consumo	-0.2	-3.8	-1.8	5.4	-1.0	1.4
Bens de consumo alimentar	5.9	-4.6	-0.2	12.7	-1.7	0.2
Bens de consumo não alimentar	-3.0	-3.4	-2.5	0.3	-0.4	2.7
Preço internacional de matérias-primas						
Preço do petróleo (*Brent Blend*), EUR	26.6	-33.2	35.4	31.7	17.1	5.1
Preço das matérias-primas não energéticas, EUR	4.8	-18.8	34.0	13.8	-9.0	-5.3
Preço das matérias-primas alimentares, EUR	24.3	-10.4	15.0	20.9	-9.5	0.5
Índice cambial efetivo nominal para Portugal	0.9	0.4	-1.5	-0.1	-0.8	-1.7

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

Quadro 4.3.2

IHPC - PRINCIPAIS AGREGADOS | TAXAS DE VARIAÇÃO MÉDIA ANUAL E HOMÓLOGA, EM PERCENTAGEM

	Pesos 2011	Taxa de variação média					Taxa de variação homóloga			
		2008	2009	2010	2011	2012	2011		2012	
		Dez	Dez	Dez	Dez	Set	Dez	Mar	Jun	Set
Total	100.0	2.7	-0.9	1.4	3.6	3.2	3.5	3.1	2.7	2.9
Total excluindo energéticos	87.3	2.2	-0.2	0.3	2.3	1.9	2.2	1.9	1.7	1.4
Total excl.alimentares não transf. e energéticos	77.7	2.5	0.3	0.3	2.2	1.8	2.2	1.9	1.6	1.2
Bens	58.9	2.4	-2.4	1.7	4.4	3.4	4.3	3.1	2.3	2.5
Alimentares	20.9	4.2	-2.5	0.4	3.0	3.3	2.7	3.2	3.6	3.3
Não Transformados	9.6	0.6	-4.3	0.7	2.9	2.7	2.4	1.8	2.8	3.0
Transformados	11.4	8.1	-0.9	0.2	3.1	3.8	3.0	4.3	4.2	3.5
Industriais	38.0	1.4	-2.3	2.4	5.2	3.5	5.2	3.1	1.7	2.1
Não Energéticos	25.2	-0.2	-0.8	-0.7	1.4	-1.0	1.5	-1.2	-2.4	-3.5
Energéticos	12.7	6.6	-8.0	9.5	12.8	11.9	12.5	11.1	9.2	12.7
Serviços	41.1	3.1	1.3	1.0	2.4	2.9	2.3	3.2	3.3	3.5
Por memória:										
IPC	-	2.6	-0.8	1.4	3.7	3.3	3.6	3.1	2.7	2.9
IHPC - Área do euro	-	3.3	0.3	1.6	2.7	2.7	2.7	2.7	2.4	2.6

Fontes: *Eurostat* e INE.

assim como o impacto do agravamento das taxas do IVA aplicáveis a alguns serviços. No primeiro caso, é de destacar o aumento significativo dos preços dos transportes, assim como dos preços dos serviços hospitalares, refletindo o aumento das taxas moderadoras e a redução das comparticipações do Estado em serviços de saúde; no segundo caso, destaca-se o aumento dos preços dos "cafés e restaurantes" e dos "serviços culturais", que passaram a estar sujeitos à taxa de IVA de 23 por cento.

Diminuição significativa dos custos unitários do trabalho, no contexto de uma queda acentuada das remunerações por trabalhador no conjunto da economia

De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, os custos unitários do trabalho em Portugal deverão apresentar uma queda de 4.0 por cento em 2012, depois da redução de 0.7 por cento observada em 2011 (Gráfico 4.3.3). Esta evolução traduz em larga medida a diminuição significativa das remunerações por trabalhador no total da economia, em particular no setor público administrativo, após uma redução média de 0.9 por cento em 2011. A evolução das remunerações por trabalhador no conjunto da economia reflete as medidas relativas aos salários no setor público, nomeadamente o congelamento das remunerações e a suspensão parcial dos subsídios de férias e de natal dos funcionários públicos. 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 redução (0.6 por cento, após um aumento de 0.9 por cento em 2011)[9]. 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.

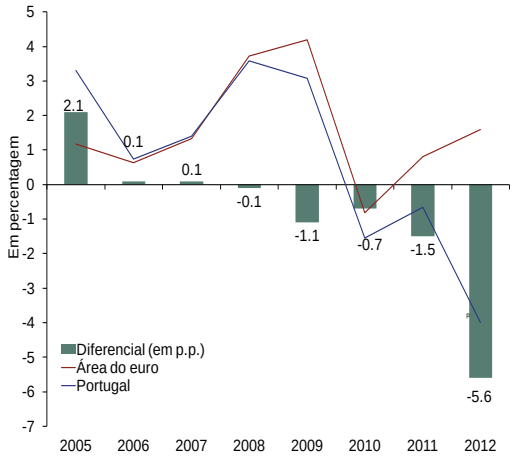
Ao contrário do registado em Portugal, na área do euro deverá observar-se um aumento dos custos unitários do trabalho em 2012, de acordo com as projeções da Comissão Europeia[10]. Deste modo, o

9 É importante referir que algumas empresas públicas de grande dimensão são consideradas do ponto de vista estatístico como pertencendo ao setor privado. Estas empresas foram também afetadas pelas medidas tomadas ao nível dos salários no setor público. Deste modo, as remunerações por trabalhador no setor privado em 2012 deverão refletir igualmente e de forma direta as reduções salariais no setor público.

10 Comissão Europeia, *"European Economic Forecast – Spring 2012"*.

Gráfico 4.3.3

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



Fontes: Comissão Europeia, INE e Banco de Portugal.

diferencial entre o crescimento dos custos unitários do trabalho em Portugal e na área do euro, para além de se manter negativo, tal como nos quatro anos anteriores, atingirá em 2012 um valor historicamente baixo. A projeção para o crescimento dos custos unitários na área do euro tem subjacente um crescimento das remunerações por trabalhador ligeiramente inferior ao registado em 2011 e uma variação da produtividade por trabalhador próxima de zero.

4.4 Balança de pagamentos

As necessidades de financiamento externo deverão reduzir-se de forma significativa no conjunto de 2012

A redução significativa do défice externo em 2012 é um dos aspetos que traduz o processo de ajustamento da economia portuguesa. A evolução observada reflete a conjugação da posição cíclica da economia com uma alteração estrutural na relação entre poupança e investimento. Dado o elevado nível da posição devedora de investimento internacional, este ajustamento deverá manter-se ao longo de vários anos.

Em 2012, as necessidades líquidas de financiamento externo da economia portuguesa em percentagem do PIB, que correspondem grosso modo ao défice conjunto das balanças corrente e de capital, deverão reduzir-se de forma bastante acentuada (Quadro 4.4.1). Deste modo, a trajetória de correção dos desequilíbrios externos da economia portuguesa deverá intensificar-se de forma significativa em 2012, com o saldo conjunto das balanças corrente e de capital a apresentar um valor próximo de zero no final do ano. De acordo com as atuais projeções, a melhoria do défice externo em 2012 deverá resultar, quer de uma nova redução do investimento, quer de um aumento significativo da poupança interna (Gráfico 4.4.1).

A redução projetada das necessidades líquidas de financiamento externo em 2012 resultará em larga medida de uma melhoria significativa da balança de bens e serviços (cerca de 4.0 pontos percentuais do PIB).

Redução significativa do défice conjunto das balanças corrente e de capital no primeiro semestre de 2012

Na primeira metade de 2012, o défice conjunto das balanças corrente e de capital situou-se em 1.8 por cento do PIB, o que representa uma redução de 6.5 pontos percentuais face ao mesmo período de 2011. Esta melhoria significativa ficou a dever-se em larga medida à evolução da balança de bens e serviços, refletindo o aumento do excedente da balança de serviços e, sobretudo, a redução acentuada do défice da balança de mercadorias (Gráfico 4.4.2), em particular da componente de bens não energéticos. A redução do défice da balança de mercadorias traduz um efeito de volume positivo significativo associado à manutenção do crescimento elevado das exportações, embora em desaceleração, e à diminuição muito acentuada do volume das importações (Gráfico 4.4.3; ver "Caixa 4.2 *Variação do saldo da balança de*

Quadro 4.4.1

BALANÇA CORRENTE E DE CAPITAL | SALDOS EM PERCENTAGEM DO PIB

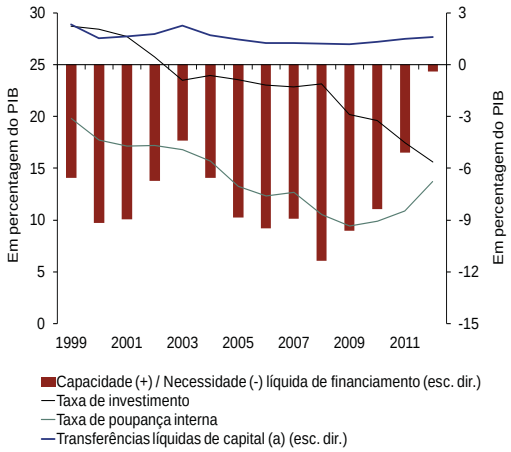
				1º Semestre[a]		
	2010	2011	2012[b]	2010	2011	2012
Balança corrente e balança de capital	-8.9	-5.3	-0.2	-11.0	-8.3	-1.8
Balança corrente	-10.0	-6.5	-	-11.6	-9.1	-3.5
Balança de bens e serviços	-6.7	-3.3	0.8	-7.7	-5.4	-0.9
Bens	-10.5	-7.8	-	-10.6	-8.8	-5.0
Serviços	3.9	4.5	-	2.8	3.4	4.1
dos quais:						
Viagens e turismo	2.7	3.0	-	1.8	2.0	2.3
Balança de rendimentos	-4.6	-5.0	-	-4.9	-5.8	-4.4
Transferências correntes	1.3	1.8	-	1.0	2.1	1.9
das quais:						
Remessas de emigrantes/imigrantes	1.1	1.1	-	1.0	1.0	1.2
Balança de capital	1.1	1.2	-	0.6	0.8	1.7

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (a) Para o cálculo dos rácios das diversas componentes da Balança de Pagamentos em percentagem do PIB, no primeiro semestre de cada ano, utilizaram-se estimativas semestrais do PIB nominal, calculadas pelo Banco de Portugal. **(b)** Projecção do Banco de Portugal.

Gráfico 4.4.1

FINANCIAMENTO DA ECONOMIA | EM PERCENTAGEM DO PIB

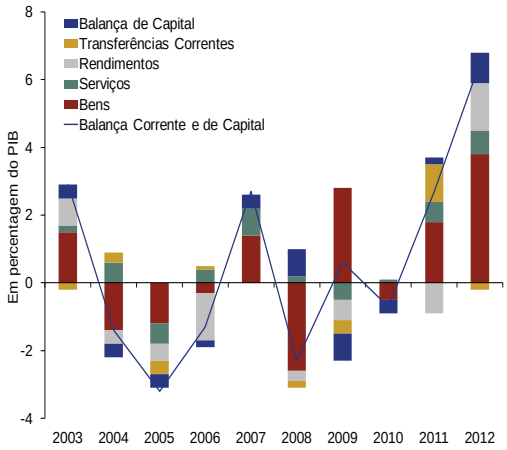


Fontes: INE e Banco de Portugal.

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

Gráfico 4.4.2

DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO DO SALDO DA BALANÇA CORRENTE E DE CAPITAL (1º SEMESTRE) | EM PERCENTAGEM DO PIB

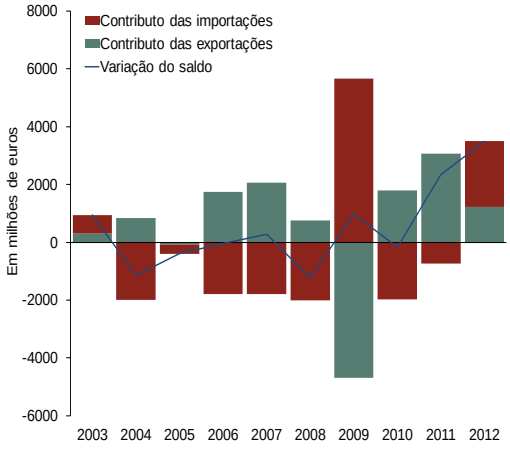


Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: Para o cálculo dos rácios das diversas componentes da Balança de Pagamentos em percentagem do PIB, no primeiro semestre de cada ano, utilizaram-se estimativas semestrais do PIB nominal, calculadas pelo Banco de Portugal.

Gráfico 4.4.3

VARIAÇÃO DO SALDO DA BALANÇA DE MERCADORIAS | CONTRIBUTO DAS EXPORTAÇÕES E DAS IMPORTAÇÕES, ANO TERMINADO EM JUNHO, EM PERCENTAGEM DO PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: O contributo das importações corresponde ao simétrico da respetiva variação

bens no primeiro semestre de 2012", deste Boletim). Apesar do crescimento significativo das exportações de combustíveis na primeira metade do ano, resultando num efeito de volume positivo, a componente energética continuou a contribuir negativamente para a variação do saldo da balança de bens e serviços, refletindo em larga medida um efeito negativo de preço.

Para a melhoria do saldo conjunto das balanças corrente e de capital contribuíram igualmente a redução do défice da balança de rendimentos, invertendo a tendência de agravamento que se tem observado

nos últimos anos e, em menor grau, o aumento do excedente da balança de capital[11]. Por seu turno, o excedente das transferências correntes apresentou uma ligeira diminuição em relação ao primeiro semestre de 2011, o que resultou essencialmente de uma redução de transferências públicas recebidas da União Europeia.

O financiamento da economia decorreu ainda quase exclusivamente fora dos mercados financeiros internacionais

Apesar da existência de sinais de progressiva melhoria da perceção de risco dos investidores internacionais, a evolução da balança financeira no primeiro semestre de 2012 continuou a refletir a dificuldade de acesso dos agentes económicos residentes ao financiamento nos mercados internacionais de dívida por grosso, em particular nas maturidades médias e longas. Em particular, refira-se que os passivos líquidos de investimento de carteira registaram uma significativa redução na primeira metade do ano (Gráfico 4.4.4). Neste contexto, o financiamento da economia portuguesa foi assegurado em parte pelo recurso dos bancos portugueses às operações de política monetária do BCE, que do ponto de vista do registo na balança financeira se tem traduzido num aumento significativo do passivo do outro investimento das autoridades monetárias associado à posição *Target*. De facto, à semelhança do observado em outros países da área do euro, assistiu-se a uma concentração do vencimento das obrigações dos bancos garantidas pelo Estado no primeiro trimestre de 2012 que foram substituídas por financiamento junto do Eurosistema. Observou-se, também, uma forte entrada líquida de fundos nas administrações públicas associada aos desembolsos do empréstimo obtido ao abrigo do programa de assistência económica e financeira. De referir, também, a entrada líquida de fundos associada à aquisição por não residentes de participações de capital em grandes empresas portuguesas (refletida na rubrica de investimento direto do exterior).

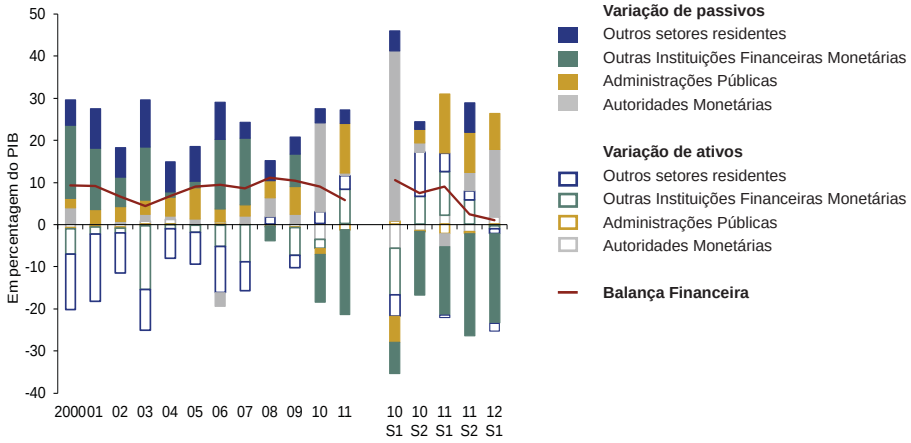
Ligeiro agravamento da posição devedora de investimento internacional da economia portuguesa na primeira metade de 2012

A significativa moderação no agravamento da posição devedora da economia portuguesa face ao resto do mundo observada nos últimos anos é também uma dimensão do progresso do processo de ajustamento. Contudo, a posição devedora (líquida) da economia portuguesa face ao resto do mundo registou um ligeiro aumento, situando-se em 108.6 por cento do PIB no final do primeiro semestre de 2012 (Gráfico 4.4.5). Este aumento em 3.6 por cento do PIB foi superior ao saldo da balança financeira (1.0 por cento do PIB), em resultado essencialmente de uma significativa valorização dos passivos de investimento de carteira, em linha com a redução das taxas de rendibilidade dos títulos de dívida de médio e longo prazo de emitentes portugueses, com destaque para o aumento do valor dos títulos de dívida pública portuguesa.

11 A evolução da balança de rendimentos reflete a alteração da estrutura de financiamento da economia portuguesa, com aumento das fontes de financiamento oficiais em detrimento do financiamento nos mercados internacionais, com reflexo na redução do défice dos rendimentos de investimento de carteira. No primeiro semestre de 2012, todas as principais componentes da balança de rendimentos (rendimentos de investimento direto, de investimento de carteira e do trabalho) registaram uma redução dos respetivos défices, com exceção dos rendimentos de outro investimento, que refletiram o aumento do financiamento oficial. Neste período, foi particularmente significativa a redução do défice dos rendimentos de investimento direto em percentagem do PIB.

Gráfico 4.4.4

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

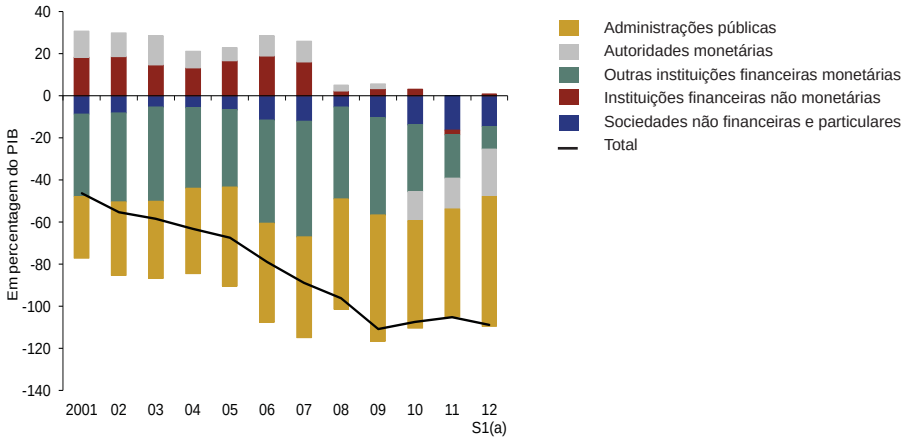


Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: Um sinal (+) significa um aumento de passivos externos ou uma diminuição de activos externos, isto é uma entrada de fundos. Um sinal (-) significa uma diminuição de passivos externos ou um aumento de activos externos, isto é uma saída de fundos. 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 sectores. A variação de activos inclui os derivados financeiros líquidos de passivos.

Gráfico 4.4.5

POSIÇÃO DE INVESTIMENTO INTERNACIONAL | POR SETOR INSTITUCIONAL



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (a) Para 2012, foi utilizado o PIB para o ano que termina no segundo semestre de 2012.

CAIXA 4.1 | O IMPACTO DAS TAXAS DE JURO DO MERCADO MONETÁRIO NO RENDIMENTO DISPONÍVEL DAS FAMÍLIAS PORTUGUESAS

Esta caixa avalia o impacto de uma redução das taxas de juro do mercado monetário sobre o rendimento disponível das famílias, tendo em conta um conjunto de hipóteses simplificadoras. A avaliação apresentada cinge-se ao efeito direto das taxas de juro sobre o rendimento disponível, não considerando o seu impacto sobre as decisões de poupança, a estrutura da carteira de ativos e os impactos indiretos sobre as decisões de investimento que afetam indiretamente o rendimento disponível das famílias. A avaliação apresentada nesta caixa envolve dois passos: (i) a análise da estrutura de ativos e passivos das famílias portuguesas e da respetiva remuneração; (ii) a simulação da transmissão das taxas de juro do mercado monetário às taxas de juro de aplicações e recursos.

Os ativos e passivos financeiros das famílias: composição e remuneração

A transmissão de alterações das taxas de juro do mercado monetário ao rendimento disponível das famílias depende da estrutura da carteira de ativos e, em particular, da relação entre o montante de ativos e passivos que vencem juros. No período 1999-2011, a carteira de ativos financeiros das famílias apresenta uma estrutura relativamente estável, embora no período mais recente se tenha assistido a um aumento das aplicações que vencem juros, por contrapartida de títulos cotados. Esta alteração traduz um aumento da aversão ao risco por parte das famílias, num quadro de elevada volatilidade dos preços de mercado dos títulos[1].

Os passivos financeiros das famílias são constituídos essencialmente por empréstimos bancários e registaram ao longo do período em análise um aumento de cerca de 70 para 130 por cento do rendimento disponível. O aumento do endividamento das famílias contrasta com uma relativa estabilidade do peso das aplicações financeiras no rendimento disponível das famílias (Gráfico 1). Neste contexto, o rendimento disponível das famílias tornou-se progressivamente mais sensível à evolução das taxas de juro bancárias.

A estrutura da carteira de ativos e o aumento do endividamento acima descritos, assim como a evolução das taxas de juro bancárias determinaram, em termos agregados, que as famílias tenham voltado a ser recebedoras líquidas de juros em 2011, situação que não se verificava desde o final dos anos 90 (Gráfico 2). Esta alteração ocorre num contexto de (i) redução das taxas de juro ativas, em linha com os principais indexantes, não obstante o aumento do prémio de risco nas novas operações; e (ii) aumento das taxas de juro passivas.

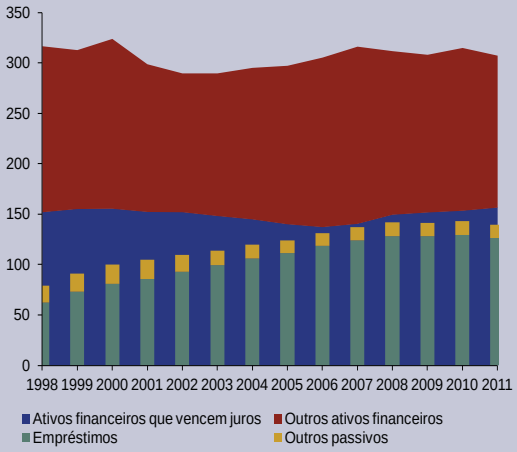
No período em análise o diferencial das taxas de juro de depósitos a prazo e das taxas de juro dos Certificados de Aforro/Tesouro face à taxa de referência se manteve estável, enquanto a taxa de rendibilidade nos outros títulos que pagam juros não revelou uma relação clara com a taxa de referência. No entanto, desde 2009, a taxa de juro dos depósitos a prazo registou um comportamento distinto, não tendo acompanhado a descida das taxas do mercado monetário e tornando-se, pela primeira vez, superior a esta taxa. Esta evolução traduz uma política ativa de captação de recursos junto de clientes por parte dos bancos portugueses, num contexto de persistência de dificuldades de acesso aos mercados internacionais de financiamento por grosso.

A evolução das taxas de juro das várias aplicações financeiras sugere que o impacto de alterações nas taxas do mercado monetário pode ser um determinante importante da evolução da componente de juros do rendimento disponível das famílias. A transmissão das taxas do mercado monetário às taxas de juro ativas tende a ser relativamente rápida e total, traduzindo a natureza das condições contratuais de fixação

1 A estrutura apresentada no Gráfico 1 considera os dados das Contas Financeiras, sendo afetada pelas alterações do valor de mercado dos títulos. No entanto, quando se analisa o valor das transações, o qual permite expurgar a informação das alterações de valor dos títulos, a conclusão é semelhante.

Gráfico 1

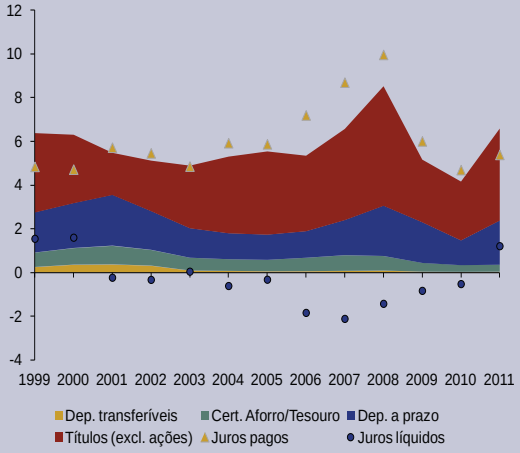
ATIVOS E PASSIVOS FINANCEIROS DAS FAMÍLIAS | EM PERCENTAGEM DO RENDIMENTO DISPONÍVEL



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 2

JUROS RECEBIDOS E PAGOS PELAS FAMÍLIAS | EM PERCENTAGEM DO RENDIMENTO DISPONÍVEL



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Notas: Calculado com base nos juros das Contas Nacionais Trimestrais por Setor Institucional publicadas pelo INE; a decomposição dos juros recebidos corresponde a uma estimativa do Banco de Portugal.

das taxas juro em Portugal. No que respeita às taxas de juro passivas, a transmissão tende a ser parcial e mais lenta no caso dos depósitos a prazo. As taxas das aplicações financeiras disponibilizadas pelo setor público no mercado de retalho (certificados de Aforro/Tesouro) apresentam características semelhantes aos depósitos a prazo, contrastando com os outros títulos que vencem juros, cuja taxa de remuneração implícita tem características dificilmente associáveis à evolução das taxas de juro do mercado monetário.

Da análise anterior decorre que o impacto de alterações das taxas de política monetária no rendimento disponível das famílias depende não apenas do nível dos seus ativos e passivos financeiros que vencem juros, mas também da estrutura das suas aplicações que vencem juros, uma vez que a sensibilidade da sua remuneração à evolução das taxas de juro de referência é heterogénea.

O impacto de choques nas taxas de política monetária no rendimento disponível dos particulares

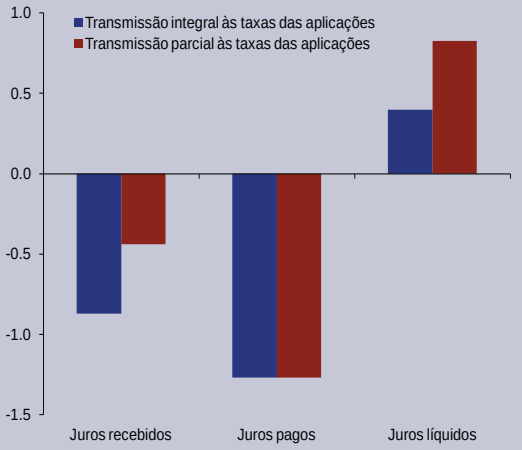
A estimação apresentada nesta caixa considera o impacto de uma descida de 100 pontos base das taxas de juro do mercado monetário sobre o rendimento disponível dos particulares. Considerou-se a estrutura da carteira de aplicações e dos recursos em 2011 e admitiu-se uma transmissão imediata. De forma a avaliar a sensibilidade dos resultados a diferentes graus de transmissão, consideraram-se dois cenários alternativos: um primeiro em que a redução das taxas do mercado monetário se transmite integralmente às taxas de juro dos depósitos a prazo e dos certificados de Aforro/Tesouro; um segundo em que a descida da taxa de juro se transmite apenas em 50 por cento à remuneração destas aplicações.

Os resultados obtidos apontam para impactos significativos de uma descida das taxas de juro de referência sobre o rendimento disponível das famílias. A redução dos juros recebidos depende do grau de transmissão admitido, variando entre 0.4 e 0.8 por cento do rendimento disponível (Gráfico 3). Refira-se que a recente alteração da carteira de ativos das famílias no sentido de aplicações que rendem juros aumenta a sua sensibilidade à taxa de juro. No que respeita aos juros pagos, o impacto é de -1.3 por cento do rendimento disponível, refletindo o elevado nível de endividamento das famílias. O impacto sobre os juros líquidos é de +0.8 por cento do rendimento disponível no caso de uma transmissão parcial aos juros das aplicações e de +0.4 por cento quando se admite uma transmissão integral.

Em suma, a descida de taxas de juro do mercado monetário no último trimestre de 2011 e no decurso de 2012 (cerca de 150 pontos base) e a sua subsequente transmissão às taxas de juro bancárias tem um impacto não negligenciável sobre o rendimento disponível das famílias, dado o seu elevado nível de endividamento e os mecanismos contratuais de fixação das taxas de juro ativas. Numa ótica desagregada, a descida das taxas de juro do mercado monetário tem um impacto muito significativo sobre o rendimento disponível das famílias com uma posição devedora líquida, contribuindo para aliviar o respectivo grau de esforço. Esta conclusão aplica-se, em particular, às famílias com empréstimos à habitação, os quais são tipicamente indexados à taxa Euribor a 3 ou a 6 meses e caracterizados por maturidades longas e *spreads* fixos.

Gráfico 3

IMPACTO SOBRE O RENDIMENTO DISPONÍVEL DE UMA DESCIDA DA TAXA DE REFERÊNCIA DE 100 PONTOS BASE | EM PERCENTAGEM DO RENDIMENTO DISPONÍVEL



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal.

CAIXA 4.2| VARIAÇÃO DO SALDO DA BALANÇA DE BENS NO PRIMEIRO SEMESTRE DE 2012

Decomposição entre os efeitos volume, preço e termos de troca

No primeiro semestre de 2012, o défice da balança de bens registou uma redução muito significativa, intensificando o processo de ajustamento encetado em 2011. Uma forma sugestiva de analisar a evolução do saldo da balança de bens consiste na decomposição da respetiva variação em quatro efeitos: um *efeito de volume*, um efeito de preço, um efeito de termos de troca e um efeito cruzado. O efeito de volume resulta do impacto sobre o saldo resultante da variação das quantidades de bens exportadas e importadas:

$$X_{t-1}.vx_t - M_{t-1}.vm_t$$

em que X_{t-1} e M_{t-1} representam as exportações e as importações nominais de bens no período $t-1$, respetivamente, enquanto vx_t e vm_t representam as taxas de variação em volume das exportações e das importações no período t. O efeito de termos de troca, por seu turno, traduz o impacto da variação relativa dos preços de exportação (px_t) e de importação (pm_t):

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

em que p_t representa a taxa de variação média dos preços do comércio externo no período t $(px_t + pm_t)/2$. O *efeito de preço* mede o impacto sobre o saldo decorrente do crescimento médio dos preços do comércio internacional no período t:

$$X_{t-1}.p_t - M_{t-1}.p_t$$

Finalmente, o *efeito cruzado* reflete o impacto residual resultante da interação entre a variação das quantidades e a variação dos preços, tanto das exportações, como das importações:

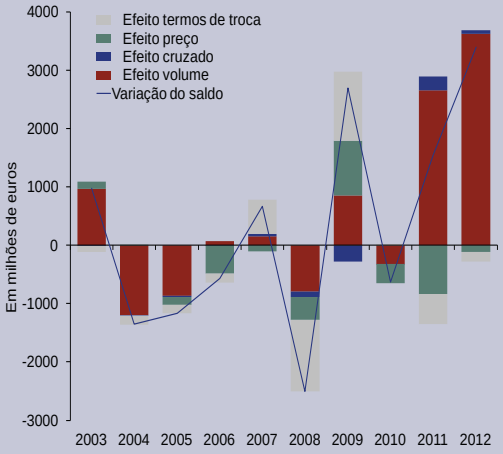
$$[X_{t-1}.vx_t.px_t] - [M_{t-1}.vm_t.pm_t]$$

A redução expressiva do défice da balança de bens no primeiro semestre de 2012 face a idêntico período do ano anterior reflete em larga medida um efeito de volume muito significativo (Gráfico 1), em particular na componente não energética, associado à manutenção do crescimento elevado das exportações, embora em desaceleração, e à diminuição muito acentuada do volume de importações. Em relação à componente não energética, é de destacar, para além do efeito de volume significativo, um efeito de termos de troca superior ao do período homólogo de 2011, refletindo em grande medida a queda dos preços das importações nacionais de bens excluindo combustíveis (Gráfico 2). Por seu turno, a queda dos preços médios do comércio internacional excluindo combustíveis traduziu-se num efeito de preço virtualmente nulo nesta componente na primeira metade de 2012, depois do impacto negativo significativo em 2011.

Em contraste, a componente energética contribuiu negativamente para a variação do saldo da balança de bens e serviços, refletindo fundamentalmente o efeito de preço negativo, não obstante a desaceleração dos preços dos combustíveis na primeira metade do ano (Gráfico 3). Este impacto foi, no entanto, mitigado por um efeito de volume positivo.

Gráfico 1

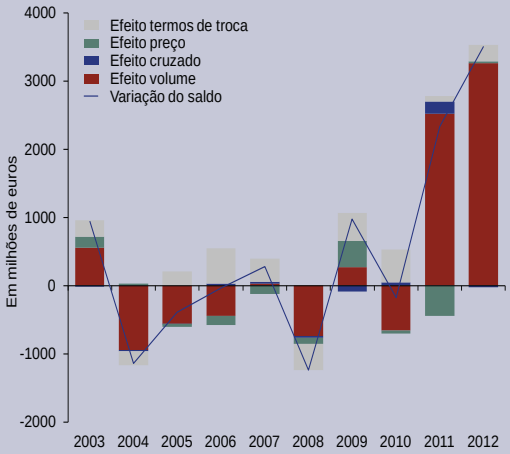
DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO DO SALDO DA BALANÇA DE BENS – 1º SEMESTRE | DECOMPOSIÇÃO EM EFEITOS DE VOLUME, PREÇO E TERMOS DE TROCA (EM MILHÕES DE EUROS)



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 2

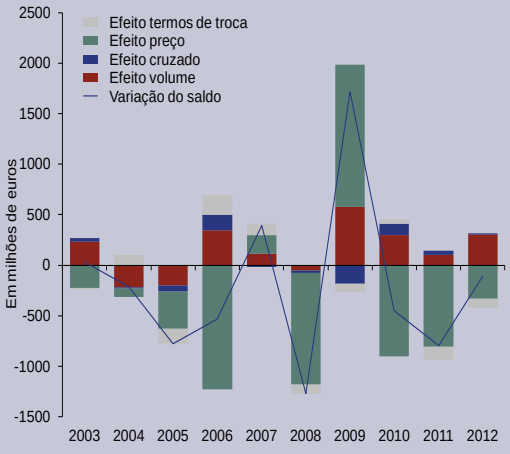
DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO DO SALDO DA BALANÇA DE BENS EXCLUINDO COMBUSTÍVEIS – 1º SEMESTRE | DECOMPOSIÇÃO EM EFEITOS DE VOLUME, PREÇO E TERMOS DE TROCA (EM MILHÕES DE EUROS)



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 3

DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO DO SALDO DA BALANÇA DE COMBUSTÍVEIS – 1º SEMESTRE | DECOMPOSIÇÃO EM EFEITOS DE VOLUME, PREÇO E TERMOS DE TROCA (EM MILHÕES DE EUROS)



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Projeções para a economia portuguesa: 2012-2013

De acordo com as atuais projeções, a atividade económica deverá apresentar uma nova contração em 2013 (1.6 por cento), embora menos significativa do que a projetada para 2012 (3 por cento) (Quadro 1). Trata-se de uma projeção que está condicionada pelo grau de incerteza quanto à evolução da envolvente externa – em particular no que se refere à implementação das medidas de resolução da crise da dívida soberana na área do euro –, quanto ao impacto das medidas de política económica interna – com destaque para as medidas orçamentais recentemente anunciadas –, quanto à resposta dos agentes económicos – dada a ordem de grandeza das medidas – e quanto à natureza e à rapidez do processo de ajustamento de médio e longo prazo da economia. Esta conjugação de fatores determina uma amplitude substancial do intervalo de confiança das projeções em torno da projeção pontual.

A contração do Produto Interno Bruto (PIB) pelo terceiro ano consecutivo ocorre no contexto do processo de ajustamento dos desequilíbrios estruturais enquadrado pelo Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF). Este processo tem-se traduzido numa redução significativa da procura interna pública e privada, que deverá ascender a cerca de 17 por cento em termos acumulados no período 2011-2013. Não obstante a elevada incerteza que caracteriza o enquadramento internacional, as exportações têm registado um crescimento significativamente superior ao da procura externa dirigida à economia portuguesa, o que se deverá manter em 2013. A evolução das exportações deverá continuar a mitigar o impacto da evolução da procura interna sobre a atividade económica, projetando-se um crescimento significativo desta componente em 2013, que deverá contribuir para o excedente da balança corrente e de capital projetado para este ano.

Quadro 1

PROJEÇÕES DO BANCO DE PORTUGAL: 2012-2013 | TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL, EM PERCENTAGEM

	Pesos 2011	BE Outono 2012			BE Verão 2012		
		2011	2012(p)	2013(p)	2011	2012(p)	2013(p)
Produto interno bruto	100.0	-1.7	-3.0	-1.6	-1.6	-3.0	0.0
Consumo privado	66.3	-4.0	-5.8	-3.6	-4.0	-5.6	-1.3
Consumo público	20.1	-3.8	-3.9	-2.4	-3.8	-3.8	-1.6
Formação bruta de capital fixo	18.1	-11.3	-14.9	-10.0	-11.3	-12.7	-2.6
Procura interna	103.8	-5.7	-6.8	-4.5	-5.7	-6.4	-1.4
Exportações	35.5	7.5	6.3	5.0	7.6	3.5	5.2
Importações	39.3	-5.3	-4.7	-2.3	-5.3	-6.2	1.5
Contributo para o crescimento do PIB (em p.p.)							
Exportações líquidas		4.5	4.0	2.8	4.6	3.6	1.4
Procura interna		-6.2	-7.0	-4.5	-6.2	-6.6	-1.4
da qual: Variação de existências		-0.5	0.2	-0.1	-0.5	0.1	0.2
Balança corrente e de capital (% PIB)		-5.3	-0.2	4.0	-5.2	-1.7	0.8
Balança de bens e serviços (% PIB)		-3.3	0.8	4.5	-3.2	0.4	2.5
Índice harmonizado de preços no consumidor		3.6	2.8	0.9	3.6	2.6	1.0

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (p) – projetado. Para cada agregado apresenta-se a projeção correspondente ao valor mais provável condicional ao conjunto de hipóteses consideradas, que se baseiam na informação disponível até meados de outubro de 2012.

Recuperação moderada da procura externa em 2013 após virtual estagnação em 2012 e manutenção das taxas de juro do mercado monetário em níveis muito reduzidos

A atual projeção tem subjacente um conjunto de hipóteses relativas ao enquadramento externo da economia portuguesa, à evolução das finanças públicas e às condições de financiamento internas, baseadas na informação disponível até meados de outubro (Quadro 2).

De acordo com as projeções elaboradas por especialistas do Banco Central Europeu (BCE) e divulgadas no Boletim Mensal de setembro desta instituição, a atividade a nível mundial deverá apresentar uma ligeira aceleração em 2013. Esta evolução reflete a manutenção de um crescimento robusto da atividade nas economias de mercado emergentes, não obstante a desaceleração observada recentemente. O crescimento em algumas economias avançadas deverá continuar a ser limitado pela dinâmica do mercado de trabalho e pelo ajustamento no setor da construção, bem como pela necessidade de desalavancagem dos setores público e privado. Neste contexto, a atividade económica na área do euro deverá voltar a crescer, embora moderadamente, em 2013, após uma queda ligeira em 2012. As projeções divulgadas no Boletim Mensal de setembro do BCE apontam para uma redução do PIB na área do euro entre 0.2 e 0.6 por cento em 2012, seguida de uma variação entre -0.4 e 1.4 por cento em 2013. A evolução projetada para a área do euro deverá dar um contributo importante para a desaceleração da procura externa dirigida à economia portuguesa em 2012 para 0.3 por cento, dado o elevado peso do comércio com os países da área do euro nas exportações totais. Em 2013, no entanto, a procura externa deverá recuperar moderadamente, apresentando um crescimento de 2.5 por cento. Estas hipóteses implicam uma revisão do crescimento da procura externa dirigida à economia portuguesa em alta em 2012 (0.5 pontos percentuais (p.p.)) e em baixa em 2013 (-1 p.p.) face ao anterior Boletim Económico.

As hipóteses técnicas para as taxas de câmbio, que consideram a manutenção dos valores médios observados nas duas semanas que antecederam a data de fecho dos dados, implicam uma depreciação nominal do euro tanto em termos nominais efetivos como face ao dólar em 2012. Para 2013, estas hipóteses traduzem-se numa virtual estabilização da taxa de câmbio do euro em termos efetivos e uma ligeira apreciação face ao dólar. Estas hipóteses implicam uma menor depreciação do euro face ao dólar e em termos nominais efetivos no período 2012-2013 do que a considerada no Boletim Económico do verão.

De acordo com a informação disponível no mercado de futuros, o preço do petróleo em dólares deverá reduzir-se cerca de 4 por cento em 2013, após uma virtual estabilização em 2012, o que representa uma revisão em alta do preço desta matéria-prima face às hipóteses consideradas no anterior Boletim Económico.

Quadro 2

HIPÓTESES DO EXERCÍCIO DE PROJEÇÃO

		BE Outono 2012			BE Verão 2012		
		2011	2012	2013	2011	2012	2013
Procura externa	tva	3.4	0.3	2.5	3.7	-0.2	3.5
Taxa de juro							
EURIBOR a 3 meses	%	1.4	0.6	0.2	1.4	0.7	0.6
Custo de financiamento do Estado[(a)]	%	4.3	2.2	2.7	4.3	2.3	2.5
Taxa de câmbio do euro							
Efetiva do euro	tva	-0.2	-5.4	-0.2	-0.2	-5.2	-0.8
Euro-dólar	vma	1.39	1.28	1.29	1.39	1.27	1.25
Preço do petróleo							
em dólares	vma	111.0	112.4	107.8	111.0	107.4	96.6
em euros	vma	79.7	87.5	83.4	79.7	84.3	77.4

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)** Esta hipótese reflete o custo das fontes de financiamento relevantes para o Estado Português neste período, entre as quais se inclui o custo estimado do financiamento associado ao PAEF.

As condições de financiamento da economia portuguesa deverão ser condicionadas ao longo do horizonte de projeção por um conjunto de medidas não convencionais adotadas pelo BCE recentemente, no sentido de apoiar a liquidez no sistema bancário, bem como pelo programa de transações monetárias definitivas de títulos nos mercados secundários de obrigações soberanas visando corrigir distorções na formação do preço destes ativos (ver *"Caixa 1.2: Política monetária não convencional nas principais economias avançadas"*, deste Boletim). De acordo com a informação disponível no mercado de futuros, as taxas de juro EURIBOR a 3 meses deverão apresentar níveis muito reduzidos ao longo do horizonte de projeção (0.6 por cento em 2012 e 0.2 por cento em 2013). Estas hipóteses traduzem-se numa revisão em baixa face às consideradas no anterior Boletim Económico. No que diz respeito às condições de financiamento internas, os diferenciais das taxas de juro ativas dos bancos face à taxa de referência do mercado monetário deverão apresentar uma trajetória de ligeiro aumento até ao início de 2013, reduzindo-se progressivamente ao longo desse ano. As hipóteses para os custos de financiamento do Estado Português relevantes no horizonte de projeção refletem uma estimativa da taxa média do custo de financiamento externo no âmbito do PAEF, bem como uma estimativa da taxa de juro subjacente às emissões de títulos antecipadas para 2013. De acordo com estas hipóteses, após uma redução significativa em 2012, os custos de financiamento do Estado deverão aumentar moderadamente em 2013. As hipóteses técnicas de finanças públicas seguem as regras utilizadas no âmbito dos exercícios de projeção do Eurosistema, pelo que apenas são consideradas as medidas de política orçamental já aprovadas ou com elevada probabilidade de aprovação no âmbito do processo legislativo e especificadas com suficiente detalhe. Como tal, estas hipóteses refletem as medidas subjacentes à Proposta de Orçamento de Estado para 2013. Desta forma, as atuais projeções incluem uma redução do consumo e do investimento públicos em 2013, embora de magnitude inferior à antecipada para o corrente ano.

Nova contração do PIB em 2013, embora com tendência de recuperação ao longo do ano

De acordo com as atuais projeções, o PIB deverá apresentar uma redução de 3 por cento em 2012 (ver "Secção 4 *O Ajustamento da Economia Portuguesa*", deste Boletim). Esta acentuada contração da atividade reflete a evolução da procura interna, destacando-se a redução do consumo privado e da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF). Em particular, a evolução destas componentes no final do ano deverá ser parcialmente condicionada por uma deterioração da confiança dos agentes económicos, no contexto da divulgação de medidas adicionais de consolidação orçamental para 2013 não incluídas nas projeções do anterior Boletim Económico. No entanto, as exportações deverão continuar a apresentar uma trajetória de aceleração em termos homólogos na segunda metade de 2012, em linha com a informação relativa ao comércio de mercadorias nos meses mais recentes. Esta evolução contribui para uma alteração da composição da despesa em 2012 face à publicada no Boletim Económico do Verão, não obstante o facto da projeção para o PIB se manter inalterada, já que a revisão em alta do crescimento das exportações foi compensada por uma evolução mais desfavorável da procura interna.

As atuais projeções apontam para uma contração adicional da atividade económica em 2013, de 1.6 por cento. A procura interna, em particular o consumo privado e a FBCF, deverão voltar a apresentar reduções significativas em 2013, embora de magnitude inferior às projetadas para este ano, enquanto as exportações deverão manter um crescimento robusto, apresentando um contributo médio para a evolução da atividade de cerca de 2 pontos percentuais em 2012-2013. Esta dinâmica deverá conduzir à continuação da recomposição do PIB no sentido de um aumento do peso das exportações (Gráfico 1). Esta evolução em termos médios anuais tem subjacente uma trajetória de recuperação ao longo do ano, que traduz em larga medida a evolução projetada para a procura interna, implicando taxas de variação em cadeia positivas do PIB na segunda metade de 2013.

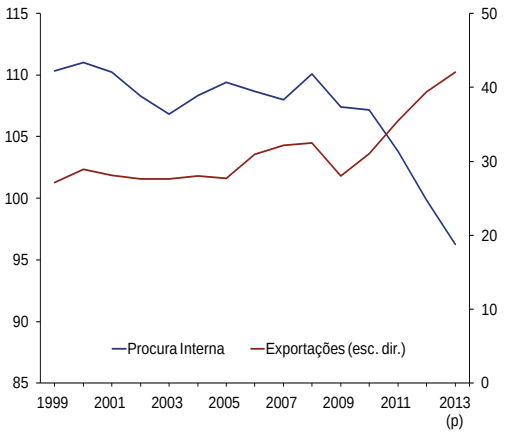
Em particular, o consumo privado deverá reduzir-se 3.6 por cento em 2013, o que implica uma queda acumulada de cerca de 13 por cento no período 2011-2013, ligeiramente mais acentuada do que a projetada para o rendimento disponível real no mesmo período, o que implica que a taxa de poupança

em 2013 deverá situar-se num nível superior ao observado em 2010, e ligeiramente abaixo do projetado para 2012 (Gráfico 2). A evolução do rendimento disponível real em 2013, que se deverá caracterizar por uma redução próxima da projetada para 2012, reflete em larga medida o impacto das medidas de consolidação orçamental a adotar neste período, destacando-se as alterações de tributação direta. A redução da massa salarial no setor privado, num contexto de contínua deterioração das condições no mercado de trabalho e virtual estagnação dos salários neste setor deverão igualmente condicionar o perfil projetado para o rendimento disponível. A dificuldade em alisar o consumo privado face à evolução do rendimento disponível no período 2011-2013 é o reflexo de algumas características específicas deste período recessivo, nomeadamente a natureza das medidas de consolidação orçamental adotadas, que poderão ser percebidas pelos agentes como assumindo um caráter prolongado no tempo, como tal condicionando a sua avaliação do rendimento permanente. O elevado grau de incerteza associado à dinâmica do processo de ajustamento da economia e à situação no mercado de trabalho deverá também contribuir para o adiamento de despesas de consumo, em particular em bens duradouros, num contexto de condições de financiamento restritivas.

A FBCF deverá apresentar uma redução de 10 por cento em 2013, após uma queda de cerca de 15 por cento em 2012. Esta redução, que é extensível a todos os setores institucionais, deverá no entanto ser mais expressiva no caso do setor público, no quadro do processo de consolidação orçamental em curso (Gráfico 3). A evolução projetada para a FBCF representa a manutenção de uma tendência de acentuada redução do peso desta componente no PIB desde 2009, que traduz uma combinação de fatores cíclicos e estruturais. De facto, as baixas expectativas de procura ao nível interno e o contexto de elevada incerteza à escala global deverão continuar a condicionar as decisões de investimento das empresas, no contexto de um processo estrutural de desalavancagem do setor privado, incluindo o setor financeiro, com consequências ao nível das condições de financiamento das empresas. Adicionalmente, no caso particular da FBCF em habitação, esta evolução, que traduz em larga medida a dinâmica projetada para o rendimento disponível, insere-se numa trajetória de correção do acentuado crescimento desta componente observado ao longo da década de 90. Não obstante a redução projetada em termos médios anuais, a FBCF deverá apresentar ao longo de 2013 uma trajetória de recuperação, uma vez que a FBCF privada deverá beneficiar de condições de financiamento progressivamente menos desfavoráveis e, no caso da componente empresarial, da manutenção de um crescimento dinâmico das exportações.

Gráfico 1

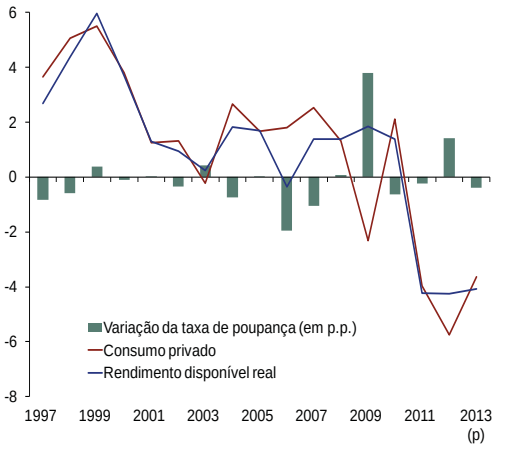
PROCURA INTERNA E EXPORTAÇÕES | EM PERCENTAGEM DO PIB NOMINAL



Fontes: INE e Banco de Portugal.
Nota: (p) – projetado.

Gráfico 2

CONSUMO, RENDIMENTO DISPONÍVEL E TAXA DE POUPANÇA | TAXA DE VARIAÇÃO MÉDIA ANUAL



Fontes: INE e Banco de Portugal.
Notas: (p) – projetado. A taxa de poupança é expressa em percentagem do rendimento disponível.

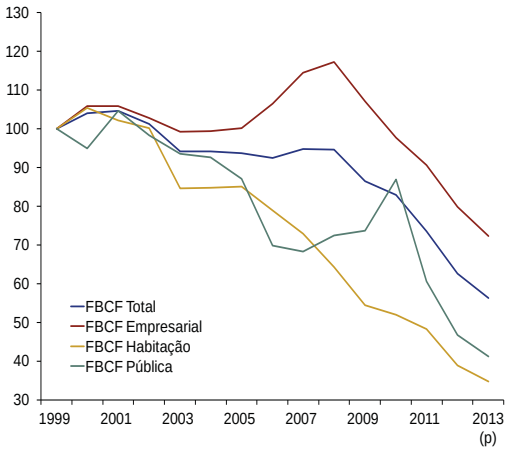
As exportações deverão crescer 5 por cento em 2013, o que compara com um crescimento de 6.3 por cento em 2012. O perfil projetado para as exportações, que contrasta com a hipótese de aceleração da procura externa em 2013, traduz em larga medida a trajetória assumida para a evolução da quota de mercado. De facto, o crescimento das exportações em 2012 deverá traduzir-se num ganho de quota de 6 por cento, cujos efeitos dinâmicos deverão contribuir em larga medida para um ganho de quota de 2.5 por cento em 2013. Esta evolução implica a recuperação da perda de quota acumulada desde meados dos anos 90 (Gráfico 4). O ganho de quota em 2012, que deverá ser extensível aos mercados intra e extra-comunitário, reflete em alguma medida uma tendência de diversificação dos destinos geográficos das exportações portuguesas, em particular para mercados fora da União Europeia. Em particular, ao longo dos últimos meses, a evolução da quota nominal de mercadorias no mercado extra comunitário tem mantido um elevado dinamismo (não obstante associado a uma significativa volatilidade), o que contrasta com alguma desaceleração da quota intra-comunitária. Ao longo do horizonte de projeção antecipa-se alguma dissipação deste efeito de diversificação e como tal uma moderação dos ganhos de quota de mercado. No entanto, as atuais projeções configuram uma revisão em alta do crescimento da quota de mercado, à semelhança do que se tem registado em anteriores edições do Boletim Económico (Gráfico 5). Como tal, a evolução das exportações em 2013 deverá refletir, para além dos efeitos dinâmicos resultantes dos ganhos de quota de mercado em 2012, alguns pequenos ganhos adicionais de quota de mercado ao longo do ano, bem como o perfil assumido para a procura externa.

De acordo com as atuais projeções, após uma contração de 4.7 por cento em 2012, as importações deverão reduzir-se 2.3 por cento em 2013, embora recuperando ao longo do ano, em linha com o perfil da procura global ponderada por conteúdos importados. Esta evolução corresponde a uma redução da penetração de importações, que deverá atingir cerca de 5 por cento em termos acumulados no período 2011-2013. Este perfil encontra-se no entanto aproximadamente em linha com a elasticidade habitual das importações face à evolução da procura global ponderada por conteúdos importados, e como tal traduz o efeito cíclico habitual numa fase recessiva.

O processo de correção do desequilíbrio externo da economia portuguesa deverá continuar em 2013, projetando-se um saldo positivo da balança corrente e de capital de 4 por cento do PIB neste ano, após um défice em percentagem do PIB próximo de zero em 2012 (Gráfico 6). Esta evolução traduz em larga medida a dinâmica projetada para a balança de bens e serviços, que deverá apresentar um excedente de 4.5 por cento do PIB em 2013. A melhoria do saldo da balança comercial reflete um aumento das

Gráfico 3

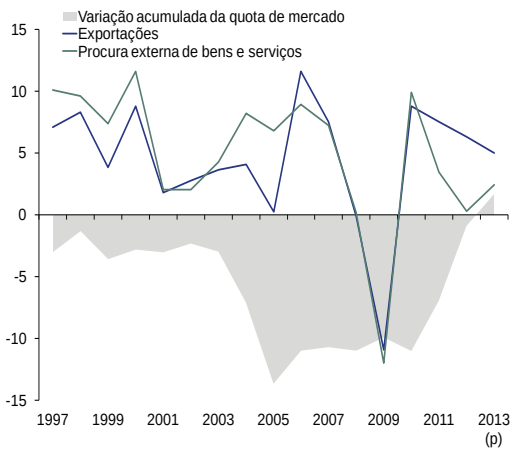
FBCF POR SECTOR INSTITUCIONAL | ÍNDICE 1999=100



Fontes: INE e Banco de Portugal.
Nota: (p) – projetado.

Gráfico 4

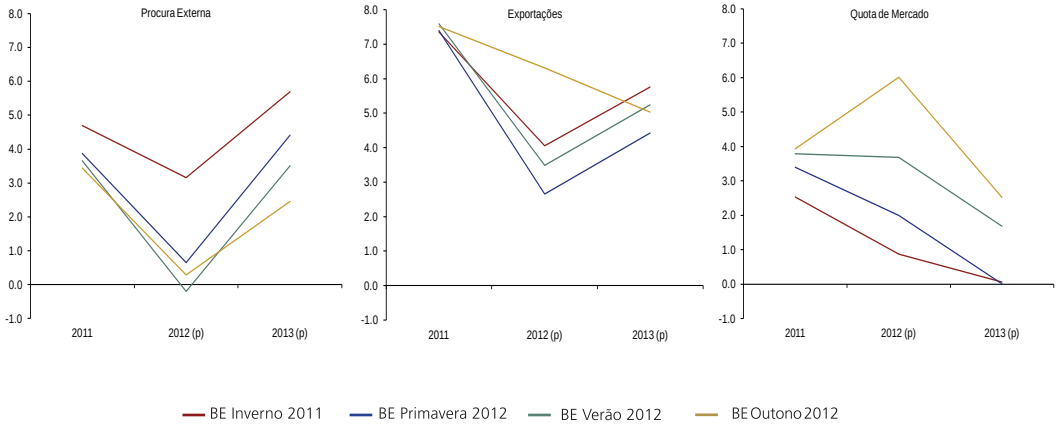
EXPORTAÇÕES, PROCURA EXTERNA E QUOTA DE MERCADO | TAXA DE VARIAÇÃO MÉDIA ANUAL



Fontes: BCE, INE e Banco de Portugal.
Nota: (p) – projetado.

Gráfico 5

EVOLUÇÃO DA PROCURA EXTERNA, EXPORTAÇÕES E QUOTA DE MERCADO | TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL EM PERCENTAGEM

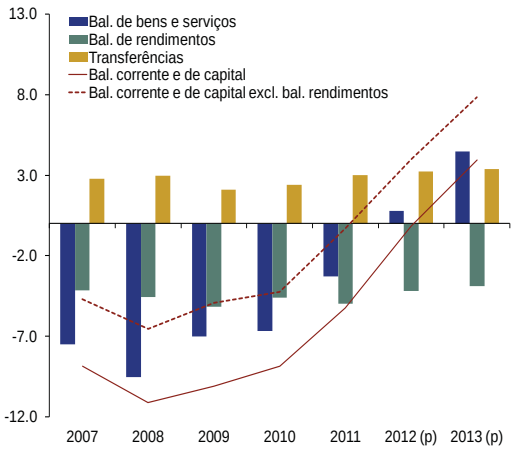


Fontes: BCE, INE e Banco de Portugal.
Nota: (p) - projetado.

exportações nominais em percentagem do PIB, a par de uma virtual estabilização das importações nominais em percentagem do PIB em 2012 e uma redução em 2013, no contexto de um efeito de termos de troca muito favorável neste ano. O défice da balança de rendimentos deverá apresentar uma redução no horizonte de projeção, de 4.2 por cento do PIB em 2012 para 3.9 por cento do PIB em 2013 (5 por cento do PIB em 2011), beneficiando do perfil de redução das taxas de juro de curto prazo assumido na atual projeção. O saldo conjunto da balança de transferências correntes e de capital em percentagem do PIB deverá manter-se relativamente estável no horizonte de projeção em cerca de 3 por cento do PIB, próximo do registado em 2011, refletindo em parte o perfil assumido para as transferências da União Europeia. A evolução projetada para as necessidades de financiamento externo implica uma trajetória idêntica à observada no contexto dos acordos de estabilização económica realizados com o Fundo Monetário Internacional (FMI) nos anos 70 e 80 (Gráfico 7). As atuais projeções apontam para uma melhoria

Gráfico 6

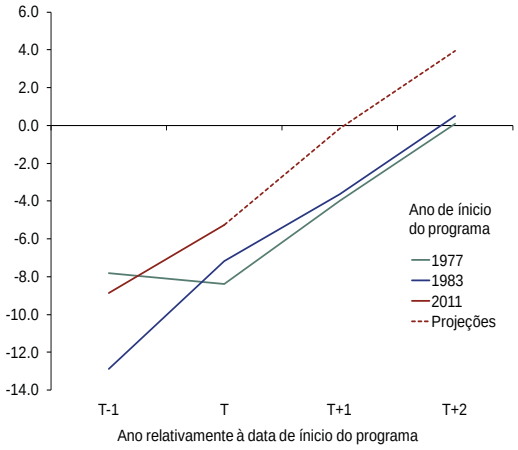
NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO EXTERNO | EM PERCENTAGEM DO PIB



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

Gráfico 7

EVOLUÇÃO DAS NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO EXTERNO DURANTE OS PROGRAMAS DE ASSISTÊNCIA FINANCEIRA | EM PERCENTAGEM DO PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.
Nota: No caso dos programas de 1977 e 1983, os dados referem-se à Balança de Transações Correntes.

do saldo da balança corrente e de capital em percentagem do PIB mais acentuada do que a considerada no anterior Boletim Económico.

No que diz respeito ao mercado de trabalho, as atuais projeções apontam para uma redução acumulada do emprego no período 2012-2013 mais acentuada do que a atividade económica, traduzindo uma contração de 3.8 por cento em 2012 e 1.8 por cento em 2013. A redução do emprego no horizonte de projeção é extensível aos setores público e privado, refletindo no primeiro caso as hipóteses assumidas quanto à evolução do número de funcionários das Administrações Públicas.

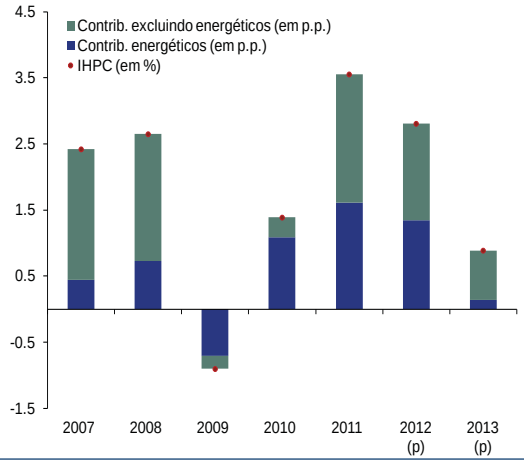
As atuais projeções configuram uma evolução mais desfavorável da atividade económica em 2013 do que a incluída no Boletim Económico do verão (revisão do crescimento do PIB em -1.6 p.p.), que resulta de uma revisão em baixa do crescimento de todas as componentes da despesa, em particular do consumo privado e da FBCF. Esta revisão traduz em larga medida o impacto das medidas de consolidação orçamental anunciadas para 2013, cujo impacto nas expectativas dos agentes económicos deverá condicionar as suas decisões de despesa já a partir do final de 2012. A projeção para as exportações em 2013 implica uma ligeira revisão em baixa face ao anterior Boletim Económico, num quadro de hipóteses menos favoráveis para o crescimento da procura externa neste ano.

Redução da inflação para cerca de 1 por cento num contexto de dissipação de medidas de natureza orçamental e crescimento reduzido dos custos unitários do trabalho e preços de importação

A inflação, medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) deverá reduzir-se de 2.8 por cento em 2012 para 0.9 por cento em 2013 (3.6 por cento em 2011) (Gráfico 8). A desaceleração projetada para o IHPC é extensível às componentes energética (de 9.9 por cento em 2012 para 1 por cento em 2013) e não energética (de 1.7 por cento em 2012 para 0.9 por cento em 2013). Enquanto no caso da componente energética este perfil traduz as hipóteses assumidas para o preço do petróleo, no caso da componente não energética reflete em larga medida a dissipação de medidas de consolidação orçamental introduzidas no início de 2012, destacando-se em particular a alteração às tabelas do IVA. Desta forma, o contributo da tributação indireta para esta componente deverá reduzir-se de cerca de 2 p.p. em 2012 para um valor aproximadamente nulo em 2013. Como tal, em 2013, os preços no consumidor excluindo bens energéticos deverão apresentar uma evolução mais em linha com os seus determinantes macroeconómicos habituais. Em particular, num quadro de agravamento da situação no

Gráfico 8

INFLAÇÃO | CONTRIBUTO PARA A TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL DO IHPC



Fontes: *Eurostat* e Banco de Portugal.
Nota: (p) – projetado.

mercado de trabalho, deverá manter-se uma significativa moderação salarial, traduzida numa virtual estagnação dos custos unitários do trabalho do setor privado nesse ano. Adicionalmente, o crescimento dos preços de importação de bens não energéticos em 2013 também deverá ser relativamente limitado (1.1 por cento, após uma redução de 0.8 por cento em 2012), num contexto de aumento moderado dos preços de exportação dos principais fornecedores da economia portuguesa e das matérias-primas não energéticas.

Em comparação com o Boletim Económico do Verão, as atuais projeções para a inflação implicam uma revisão em alta em 2012 de 0.2 p.p., traduzindo em larga medida a incorporação da informação relativa ao terceiro trimestre deste ano, que refletiu em parte uma evolução do preço do petróleo em euros mais desfavorável do que a assumida nas anteriores projeções. Para 2013, a projeção para o crescimento dos preços no consumidor permanece virtualmente inalterada.

Riscos de evolução mais desfavorável da atividade económica e ligeiramente em baixa para a inflação

Ao longo do horizonte de projeção persistem riscos associados quer a fatores externos quer internos, que se poderão traduzir numa evolução mais desfavorável da atividade económica. Em particular, no que diz respeito ao enquadramento internacional, o contexto de elevada incerteza associado aos processos de ajustamento de desequilíbrios estruturais em algumas economias, em particular na área do euro, num quadro de dificuldades de resolução da crise da dívida soberana, deverá continuar a condicionar as decisões de investimento dos agentes económicos e os fluxos de comércio internacional, com potencial impacto nas exportações portuguesas. Neste contexto, a possibilidade de menor persistência ou de não materialização dos ganhos de quota assumidos ao longo do horizonte de projeção constitui igualmente um risco para as atuais projeções. Ao nível interno, o aumento do número de agentes sujeitos a restrições de liquidez, num quadro de redução do rendimento disponível e de agravamento das condições no mercado de trabalho, bem como a incerteza quanto ao enquadramento interno e externo, que poderão incentivar a poupança por motivos de precaução, poderá limitar de forma mais acentuada a capacidade das famílias em alisar o consumo. Desta forma, o consumo privado poderá apresentar uma redução mais acentuada do que a considerada no cenário central.

No que diz respeito à inflação, os riscos consideram-se ligeiramente em baixa, refletindo a pressão descendente sobre os preços de uma eventual evolução mais desfavorável da atividade económica, parcialmente compensada pela possibilidade de uma depreciação mais acentuada do euro em termos nominais efetivos, dados os riscos de origem externa já mencionados.

A IMPORTÂNCIA DA COOPERAÇÃO INSTITUCIONAL E DO CAPITAL SOCIAL EM PROCESSOS DE AJUSTAMENTO ECONÓMICO

O enquadramento social e institucional tem um lugar central no desenvolvimento económico ao potenciar o impacto produtivo do capital físico, da qualificação da população ativa e da acumulação de conhecimento técnico e organizacional. Todavia, a mera transposição para uma determinada economia de quadros institucionais bem-sucedidos noutras economias não é, em si, uma garantia de sucesso (Rodrik 2008). As inovações institucionais têm de ser sempre adequadas ao capital social existente de forma a induzir a sua efetiva apropriação pelos agentes económicos e sociais.

O capital social designa todos os aspetos institucionais da organização social (*e.g.* a confiança entre os agentes, as normas vigentes e a rede de relações sociais) que permitem aumentar a eficiência, através da coordenação e partilha dos processos de tomada de decisão (Putnam, 1993). Os quadros institucionais estabelecem limites aos comportamentos e padrões de relacionamento entre os agentes, definindo assim o equilíbrio da economia. Estes quadros incluem as leis que sustentam o estado de direito e garantem os direitos de propriedade, mas também as que definem as instituições políticas e a interação entre os parceiros sociais. No seu conjunto, as instituições consubstanciam o modelo de governação democrática da sociedade e da sua eficácia depende a acumulação de capital social, o principal fator catalisador de uma forte cooperação institucional.

No entanto, estes quadros institucionais podem-se revelar sub-óptimos sempre que os equilíbrios económicos estabelecidos sejam postos em causa. A razão mais frequente para esta rutura é o progresso tecnológico, que se traduz na introdução de novos produtos e de novas formas de organização do trabalho, desencadeando processos de destruição criativa. Os choques tecnológicos que puseram fim à organização taylorista do trabalho constituem um exemplo destas transformações. Mas há outras razões que podem levar a mudanças no funcionamento das economias, tais como alterações dos paradigmas sociais, de que é exemplo o aumento da participação das mulheres no mercado de trabalho, ou de natureza geopolítica, como a globalização da economia mundial ou o incremento dos fluxos migratórios. Se as instituições, outrora adequadas, não se reformarem e adaptarem à evolução política e social podemos assistir a uma forte deterioração das condições económicas e ao declínio económico permanente dos países ou regiões. O sucesso das sociedades em responder a esta constante mutação depende da sua capacidade de transformar estruturalmente as suas instituições.

Os processos de reforma são eles mesmos momentos de criação de um novo capital social. Nestes momentos, em que o capital social está desajustado, deve-se procurar um novo consenso institucional. Este consenso deve ser legitimado e apropriado pelos agentes económicos e sociais no contexto das instituições vigentes e utilizando o capital social existente. Se a confiança entre os agentes, as normas vigentes e a rede de relações sociais forem suficientemente flexíveis, as instituições gerarão endogenamente a sua própria reforma. É o que acontece quando estamos perante relações de poder horizontais, em que os parceiros sociais interagem ao mesmo nível de responsabilidade e em que as instituições são um fator de promoção do capital social e de uma participação alargada nas tomadas de decisão (Putnam, 1993). Num quadro conceptual distinto, podemos designar estas instituições como inclusivas, tal como definidas por Acemoglu e Robinson (2012). Estas instituições promovem a adaptação das sociedades aos choques tecnológicos, através da promoção de processos de destruição criativa. As leis que estabelecem a escolaridade obrigatória são o melhor exemplo de uma instituição inclusiva, que promove a adaptabilidade do fator trabalho às mutações tecnológicas e que inclui nesse processo toda a sociedade em pé de igualdade. Pelo contrário, as sociedades caracterizadas por instituições extrativas, que se opõem ao processo de auto-regeneração, estão assentes em estruturas de poder vertical e tendem a empobrecer em consequência da sua dificuldade em responder aos choques a que são sujeitas.

A resposta aos desafios das reformas estruturais depende assim de forma crucial da qualidade do capital social e da capacidade que este demonstre de gerar níveis adequados de cooperação institucional. Esta cooperação é essencial nos processos de ajustamento económico e a dimensão do capital social mais importante nestes períodos é a relação de confiança que se estabelece entre os agentes. Tal como foi referido por Kenneth Arrow em 1972: "Virtualmente todas as transações comerciais têm em si mesmas um elemento de confiança, certamente todas as que se repetem no tempo. É possível argumentar que os exemplos de fraco desenvolvimento económico no mundo são em grande parte explicados pela ausência de confiança mútua".

Ao longo dos processos de reforma estrutural o capital social necessita de ser revitalizado e a melhor forma de o fazer é utilizá-lo. O capital social aumenta através da sua utilização (ao contrário do que acontece com a generalidade dos bens privados). Assim, a utilização das regras e normas que constituem o quadro institucional de um país gera ciclos virtuosos de revitalização do capital social. Pelo contrário, a sua passagem para um estado inerte, destrói-o e gera ciclos viciosos de depreciação permanente.

As reformas estruturais surgem de forma natural e quase permanente quando estamos em presença de um capital social revitalizado e assente em instituições inclusivas. Pelo contrário, nas sociedades caracterizadas por instituições extrativas as reformas tendem a desencadear processos de implosão económica e de rutura, sempre significativamente abrupta, com o paradigma vigente. Na realidade, uma sociedade eficaz a enfrentar a mudança está em constante monitorização da optimalidade do seu quadro institucional. Estes processos de reforma devem gerar duas dinâmicas. Por um lado, uma dinâmica de produção do capital social que coloque os agentes económicos e sociais no centro do processo legislativo. A segunda dinâmica, que está intimamente ligada à produção de capital social, diz respeito à sua apropriação. Esta dinâmica é essencial para que se gere um consenso em torno das reformas a adotar e para que os destinatários das reformas, compreendendo a sua utilidade, se tornem parte ativa na implementação das mesmas (Rodrik 2008).

Umas das mais importantes consequências desta visão da organização das sociedades é a de que o sucesso dos processos de ajustamento estrutural depende das condições internas e do reconhecimento da natureza sistémica das instituições. A rede de relações que se estabelece entre os diversos agentes é bastante densa, pelo que alterações ao quadro institucional com impacto nessas relações devem ser realizadas num contexto de intensa cooperação institucional, criando novas instituições sempre que tal seja necessário para o reforço do modelo de governação (Rodrik, 2000). Neste sentido, assumem relevância as interações entre as diversas reformas. Por vezes, estas reformas reforçam-se mutuamente, mas noutros contextos podem ser contraditórias entre si. Uma implementação coerente e sistemática das medidas torna-se assim crucial (Rodrik, 2008).

A dificuldade de obter soluções cooperativas está longe de ser um sinal de irracionalidade dos agentes e traduz, necessariamente, distorções dos incentivos, instituições ineficientes ou baixos níveis de capital social. Por exemplo, elevados níveis de participação cívica e de interação determinam elevados níveis de capital social. A cooperação voluntária é sempre mais simples numa sociedade que assenta num conjunto de normas de relacionamento e reciprocidade entre os agentes e na criação de mecanismos de envolvimento social e de preservação das instituições em que estes interagem (Putnam, 1993 e Fukuyama, 1995).

A visão dinâmica que decorre destas características do capital social é a de que este não é uma realidade estática. As escolhas dos agentes face à utilização do capital social geram *per se* duas tendências opostas. Uma utilização ativa do capital existente tende a ser progressiva, contribuindo para a sua acumulação e regeneração; pelo contrário, se o capital social não for um veículo de reforma do quadro institucional existente, determina uma tendência regressiva que deprecia o capital existente podendo mesmo torná-lo ineficaz.

A gestão dos processos de ajustamento: o papel do capital social

A qualidade do capital social foi decisiva para o sucesso dos processos de ajustamento em inúmeros países europeus. A experiência europeia na implementação e gestão de processos de ajustamento de natureza estrutural são exemplos do relevante papel desempenhado pelo capital social. Nestes casos, tornou-se claro como o capital social - as normas e regras sociais - e o elevado grau de utilização dos mecanismos institucionais disponíveis permitem obter consensos que são definidos e apropriados pelos agentes. Os casos que são descritos a seguir constituem exemplos da auto-regeneração do capital social em momentos de crise económica e de como o caráter horizontal e inclusivo das instituições é a melhor condição para o sucesso da reforma dessas instituições.

A importância da gestão dos processos de ajustamento decorre da natureza sistémica e da necessidade de conciliar vontades de agentes com interesses muitas vezes conflituantes (Freeman *et al.*, 1997). Nos países europeus que enfrentaram com maior sucesso processos de ajustamento é possível identificar a presença de diferentes formas de capital social. Constituem exemplos, a Holanda no início da década de 80 (Jong, 1999, Visser e Hemerijck, 1997, Wellink, 1997), a Suécia no início dos anos 90 (Freeman *et al.*, 1997, Gylfason *et al.*, 2010) e a Alemanha no início deste século (Jacobi e Kluwe, 2007). A ausência de capital social é também a razão do insucesso do desenvolvimento do sul de Itália, quando comparado com o sucesso económico do norte e centro do país (Putnam, 1993).

Durante a década de 70, a Holanda experimentou uma situação de desequilíbrio macroeconómico decorrente da descoberta de recursos naturais que ficou conhecida na literatura como "Dutch disease"[1] (Jong, 1999). O impacto da descoberta de recursos energéticos sobre o crescimento dos salários determinou uma apreciação real e a consequente deterioração da competitividade e das condições de rendibilidade das empresas. Simultaneamente, a adoção de uma política orçamental expansionista culminou num desequilíbrio orçamental estrutural, pondo em causa o sistema de proteção social num contexto de aumento do desemprego. Neste período, as características não-cooperativas do quadro negocial foram sustentadas por uma política económica que acomodou os impasses negociais, o que determinou a destruição de emprego e a deterioração irreversível da situação económica. A perceção destas dificuldades foi crucial para que se criassem os incentivos a uma alteração das formas de interação entre os agentes (Visser e Hemerijck, 1997, Wellink, 1997). A metamorfose sofrida por estas instituições teve por base o acordo de Wassenaar, assente num modelo de cooperação institucional ("Polder model"), e que serviu de referencial para os acordos sociais estabelecidos posteriormente noutros países europeus. Este acordo é um exemplo de um processo de consensualização – legitimação – apropriação, que deve caracterizar uma mutação sustentável do capital social de um país.

O acordo de Wassenaar, assinado entre os representantes patronais e sindicais em 1982, teve como objetivo por fim à espiral inflacionista, decorrente do aumento excessivo dos salários que colocava em causa o emprego. Este acordo beneficiou de uma forte presença de capital social adquirido pela sociedade holandesa, em particular no período posterior à Segunda Guerra Mundial, quando o esforço de reconstrução implicou um trabalho conjunto dos agentes sociais. O "Polder model" assenta numa forte consensualização das medidas entre os parceiros sociais e o Governo no seio do Conselho Económico e Social e permitiu empreender um conjunto de reformas muito abrangente num clima de consenso social. O quadro parlamentar holandês, em que é virtualmente impossível a formação de maiorias de um só partido, força coligações parlamentares, implicando uma cooperação sistemática entre as forças políticas e evitando bloqueios de natureza puramente ideológica. Adicionalmente, a participação de instituições com forte capacidade de análise e aconselhamento técnico desempenhou também um papel muito relevante (*e.g.* o Central Planning Bureau).

---

1 O termo foi criado em 1977 pela revista The Economist para descrever o declínio do setor de bens transacionáveis na Holanda após a descoberta de um campo de gás natural de grandes dimensões em 1959. As consequências estruturais de um "aumento da riqueza" de um país foram estudadas em Corden e Neary (1982).

A Holanda empreendeu um conjunto de reformas abrangente, num contexto de ampla cooperação institucional, que permitiu manter os pilares fundamentais do Estado Social e, em simultâneo, reformar o funcionamento dos mercados e relançar o crescimento da economia e do emprego. Foram adotadas reformas no mercado de trabalho, marcadas pela redução dos horários de trabalho e das remunerações e pela descentralização das negociações salariais, que favoreceram a criação de emprego. Adicionalmente, foi adotado um plano de privatizações e de redução da despesa do Estado, acompanhado por uma redução da carga fiscal e das contribuições sociais. Estas reformas permitiram um re-equilíbrio das contas públicas e a recuperação das condições de competitividade sem, no entanto, implicarem a destruição do sistema de proteção social.

Outro exemplo de ajustamento em que a cooperação institucional desempenhou um papel fundamental diz respeito à crise dos países nórdicos no início da década de 90, desencadeada pelo processo de liberalização financeira, cujo impacto não foi mitigado por uma política de estabilização adequada (Gylfason *et al.*, 2010). As características da crise foram distintas na Suécia e na Finlândia, no entanto a resposta à crise assentou em ambos os casos numa forte concertação entre os parceiros sociais.

Os países nórdicos possuem modelos institucionais muito semelhantes, inspirados pelo "Polder model" holandês e assentes numa forte base de cooperação tripartida entre associações patronais, sindicatos e o Governo. Este quadro institucional serviu de base à formação do modelo social nórdico, com uma relevante partilha de risco e mecanismos de solidariedade social. O modelo nórdico combina um Estado Social abrangente, com uma regulação minimalista dos mercados e um forte papel da concertação social, por oposição a restrições de natureza legal no que respeita à regulação do mercado de trabalho. Assim, não obstante as diferenças no que respeita às características da crise, o processo de ajustamento assentou tanto na Suécia como na Finlândia num forte compromisso entre os agentes em presença, atinente a manter os mecanismos de partilha de risco que estão na génese do contrato social nos países nórdicos e que conferem robustez ao seu Estado Social (Freeman, 1995).

No caso da economia sueca, a eclosão da crise resultou de um ajustamento abrupto dos preços dos ativos (com destaque para o imobiliário, que tinha registado um forte aumento ao longo da década de 80). A crise orçamental subsequente levou a um colapso das instituições em que assentava a economia de Estado Social, as quais tinham sido desenhadas para um enquadramento económico distinto (Freeman *et al.* 1997). A Suécia viu-se confrontada com a necessidade de redimensionar o seu Estado Social.

O contrato social sueco assenta na eliminação da pobreza e numa elevada taxa de emprego, sustentado num Estado Social capaz de oferecer serviços públicos efetivamente valorizados pela sociedade de forma eficiente. À semelhança da Holanda, foram adotadas reformas ao nível da tributação, com vista a reduzir a complexidade do sistema fiscal e a promover uma maior uniformidade da tributação, a alargar a base de incidência da carga fiscal e a alterar os incentivos no que respeita à oferta de trabalho e à poupança. Adicionalmente, foram adotadas medidas de consolidação orçamental, com vista a reduzir a despesa social e a aumentar a ligação entre o direito a benefícios e a obrigatoriedade de participação no mercado de trabalho.

O terceiro exemplo de ajustamento analisado corresponde à experiência alemã. A sua relevância decorre, não apenas do sucesso do processo de ajustamento do mercado de trabalho, mas principalmente porque fornece um excelente exemplo do papel do relacionamento direto entre empresas e trabalhadores – através das comissões de trabalhadores. O processo de definição das funções das comissões de trabalhadores merece uma atenção especial. Tal como demonstram Freeman e Lazear (1995), os empregadores atribuem às comissões de trabalhadores menos poder do que aquele que é socialmente desejável. Por outro lado, os trabalhadores têm incentivo a conferir às comissões de trabalhadores um nível de poder demasiado elevado. Desta forma, o conjunto de atribuições adequado deverá ser regulamentado de forma exógena. Mas como Freeman e Lazear (1995) apontam, as comissões de trabalhadores enfrentam ainda a oposição dos sindicatos, que vêm nelas um competidor na representatividade no diálogo social e empresarial. Esta situação apenas é passível de alteração por meio de legislação adequada e através

da obtenção de soluções que promovam a cooperação entre os diferentes agentes no sentido de compreenderem as virtudes que decorrem de um modelo de representação social descentralizado. As comissões de trabalhadores permitem o aumento da confiança entre os parceiros sociais ao nível da empresa, facilitando o ajustamento a choques específicos.

A Alemanha implementou nos últimos anos um vasto conjunto de reformas económicas com incidência no mercado de trabalho, com o objetivo de tornar mais coerentes a interligação entre as políticas ativas e passivas de emprego e tornar mais eficiente a utilização de contratos temporários de trabalho. Este processo não teria tido um sucesso tão significativo se não existisse uma vasta rede de ligações sociais. A existência das comissões de trabalhadores cimentou, ao longo de várias décadas, uma experiência de confiança e reciprocidade dentro das empresas que permitiu a implementação de mecanismos de partilha de riscos sobre o emprego e salários que, caso não existissem, teriam inviabilizado as alterações introduzidas através das sucessivas reformas Hartz entre janeiro de 2003 e janeiro de 2005. O mercado de trabalho alemão é caracterizado por uma enorme flexibilidade no número de horas, por oposição a uma forte flexibilidade no número de postos de trabalho, mais característico dos EUA (Houseman e Abraham, 1995). Esta característica do mercado de trabalho alemão é suportada por uma legislação do subsídio de desemprego que privilegia a manutenção dos vínculos laborais com as empresas, e portanto a existência de forte ligação laboral, por oposição a uma exteriorização dos fenómenos de desemprego. As reformas de 2003-2005 acentuaram esta característica do mercado de trabalho alemão e reforçaram as ligações do modelo empresarial e de formação profissional alemão que são um fator de sucesso e tem contribuído para a manutenção da liderança tecnológica em alguns setores industriais.

A experiência europeia demonstra dois fatores essenciais na gestão dos processos de ajustamento económico: as condições de partida em termos de capital social são importantes, mas o sucesso desses processos assenta essencialmente numa revisitação permanente dos equilíbrios existentes. Perante os desafios que enfrentam, esses países criam novas respostas institucionais, utilizando o capital social existente e gerando ciclos virtuosos de revitalização. Os processos de rutura institucional são característicos de sociedades com relações de poder verticais e com uma organização cívica que não promove a participação de todos os agentes na procura de soluções. O reforço da confiança e da utilização das normas e relações sociais existentes é, pelo contrário, o caminho a seguir no quadro de definição das reformas estruturais em Portugal.

Referências

Acemoglu, Daron, and James Robinson, 2012, Why nations fail: The origins of power, prosperity, and poverty. Crown Business.

Arrow, Kenneth, 1972 "Gifts and Exchanges", Philosophy and Public Affairs 1 (Summer): 357.

Corden, W. Max e Neary, J. Peter, 1982, "Booming Sector and De-Industrialisation in a Small Open Economy", *The Economic Journal*, 92,368, pp. 825-848.

Freeman, Richard B., 1995. "The Large Welfare State as a System", *American Economic Review*, vol. 85(2), 16-21, May.

Freeman, Richard B. e Lazear, Edward P., 1995, "An Economic Analysis of Works Councils", *in: Works Councils: Consultation, Representation, and Cooperation in Industrial Relations*, 27-52, National Bureau of Economic Research, Inc.

Freeman, Richard B., Topel, Robert e Swedenborg, Birgitta, 1997, *The Welfare State in Transition: Reforming the Swedish Model, National Bureau of Economic Research*, Inc, 97-1, Fall.

Fukuyama, Francis, 1995, *Trust: The Social Virtues and the Creation of Prosperity*, New York: The Free Press.

Gylfason, Thorvaldur, Holmström, Bengt, Korkman, Sixten, Söderström, Hans Tson, Vihriälä, Vesa, 2010, *Nordics in global crisis: Vulnerability and resilience*, The Research Institute of the Finnish Economy (ETLA)

Houseman, Susan e Abraham, Katherine, 1995, *Institutional Frameworks and Labour Market Performance: Comparative Views on the US and German Economies*, London, Routledge.

Jacobi, L. e Kluve, J., 2007. "Before and After the Hartz Reforms: The Performance of Active Labour Market Policy in Germany", *Journal for Labour Market Research*, 40 (1), 45-64.

Jong, Philip R. de, 1999. "Reforming social policy: learning from the Dutch experience", *1999 meeting of the Swiss Society of Statistics and Economics*, Fribourg, 25-26 March 1999

Putnam, R., Leonardi, R. e Nanetti, R. 1993. *Making democracy work*, Princeton University Press.

Rodrik, Dani, 2000. "Participatory Politics, Social Cooperation, and Economic Stability," *American Economic Review*, vol. 90(2), 140-144, May.

Rodrik, Dani, 2008. "Second-Best Institutions" *American Economic Review*, vol. 98(2), 100-104, May.

Visser, Jelle e Hemerijck, Anton, 1997. *A Dutch Miracle: Job growth, Welfare Reform and Corporatism in the Netherlands*, Amsterdam University Press, Amsterdam.

Wellink, A.H.E.M., 1997. "Mr. Wellink discusses recent developments in the Dutch economy", *address given by the President of the Netherlands Bank*, Dr. A.H.E.M. Wellink, *at the XXIst European meeting of the Trilateral Commission in The Hague on 25/10/97*, *BIS Review* 100/1997.

TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA NA ÁREA DO EURO

Este artigo desenvolve-se em três vertentes diferentes. Primeiro, explica-se o mecanismo de transmissão da política monetária na área do euro quando os mercados financeiros se encontram a funcionar normalmente. Depois, é feita uma caraterização dos problemas ocorridos na transmissão da política monetária no período mais recente, muito afetado pela crise financeira de 2008 e pela crise de dívida soberana na área do euro. Finalmente, apresentam-se alguns dos mecanismos de política monetária não convencional utilizados pelo Banco Central Europeu (BCE) para minimizar os problemas de transmissão da política monetária.

1. Funcionamento normal dos mercados financeiros

Antes de mais, é importante ter presente que a política monetária e o respetivo mecanismo de transmissão à economia real foram e continuam a ser assuntos de debate académico e institucional, existindo visões por vezes bastante diferentes sobre o impacto no nível de preços e na economia das decisões de política monetária. O mandato principal do BCE consiste em garantir a estabilidade de preços na área do euro no médio prazo. Para isso, dispõe de diversos instrumentos de política monetária, como sejam as taxas de juro de curto prazo nas operações com os bancos e a aquisição de títulos de dívida em mercado aberto. O BCE tem, subsidiariamente, a responsabilidade de apoiar as políticas económicas gerais da União Europeia.

Em tempos normais, a política monetária opera quer através das transações entre o BCE e os bancos nos leilões de liquidez periódicos promovidos pelo BCE, quer nas operações entre bancos durante o período entre os leilões. As Operações Principais de Refinanciamento (OPR) são leilões semanais em que o BCE concede empréstimos aos bancos (que terão de ser reembolsados na semana seguinte) a uma taxa de juro definida pelo Conselho do BCE, mediante a apresentação de ativos como garantia. Esta liquidez entra no balanço dos bancos, que depois negoceiam entre si novos empréstimos de curta maturidade consoante necessitem ou tenham excesso de liquidez. Estas flutuações de liquidez em cada banco dependem de operações idiossincráticas: por exemplo, reembolsos de empréstimos mais volumosos do que o esperado gerarão excesso de liquidez; pedidos de empréstimos maiores do que o esperado levarão a necessidades de liquidez. Para além disso, há bancos que não recorrem diretamente às OPR, preferindo financiar-se junto de bancos que o façam.

Para além destas operações de curto prazo, o BCE dispõe também das Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado (ORPA), que tipicamente são levadas a cabo mensalmente e têm maturidade de três meses. Estas operações, no entanto, diferem das anteriores na medida em que o BCE atua no mercado passivamente em relação ao preço (ou seja, fornece liquidez tentando não afetar as taxas praticadas no mercado), exceto em circunstâncias excecionais.

O mercado monetário interbancário de curto prazo descrito acima é especialmente importante na medida em que representa o primeiro elemento do mecanismo de transmissão de política monetária. As taxas de juro neste mercado dependem quer das taxas de juro das OPR anteriores, quer das expectativas relativamente à taxa das OPR futuras, quer ainda das perspetivas relativas à atividade económica. Enquanto negoceiam estas operações de muito curto prazo, os intermediários financeiros também fazem transações de prazo mais longo e com âmbito mais alargado, nomeadamente com contrapartes que não sejam bancos. Em particular, os bancos concedem empréstimos a particulares e a empresas; aceitam

depósitos; participam em sindicatos bancários para financiamento de projetos a longo prazo; negoceiam com outros intermediários financeiros (*hedge funds,* bancos de investimento). Nesta atividade os bancos tomam não só em conta os riscos inerentes às operações em si, mas também as expetativas de mais longo prazo sinalizadas através das OPR e de outras operações de refinanciamento de maturidades um pouco mais longas. Em resumo, os intervenientes no mercado vão progressivamente incorporando nas suas ações a orientação de política monetária pretendida pelo BCE. Fazem-no através de operações de refinanciamento de curto prazo e da propagação dos preços praticados nessas operações (ajustados por considerações de risco e de duração do negócio) a outras classes de operações e maturidades, bem como a outros intermediários financeiros e agentes económicos.

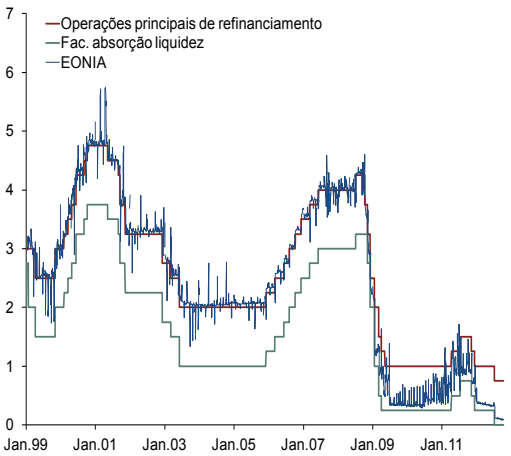
O gráfico 1 apresenta a evolução da taxa de juro das OPR para o período de janeiro de 1999 a setembro de 2007. Apresenta-se também a EONIA (*Euro OverNight Index Average*)[1], uma taxa de juro média de operações não colateralizadas com maturidade de um dia entre bancos da área do euro. Deixando para já de parte o período posterior a outubro de 2008, constata-se que a taxa EONIA flutuava em torno da taxa de juro das OPR, que constitui a taxa de juro diretora. Durante este período, a liquidez foi cedida pelo BCE através de leilões com montantes de liquidez pré-anunciados e calculados de tal forma que a liquidez no mercado estivesse equilibrada e, consequentemente, as taxas de juro praticadas no leilão estivessem próximas da taxa de juro diretora.

Quando os prémios de liquidez e de maturidade destes mercados permanecem estáveis, os instrumentos da política monetária têm uma influência poderosa na economia. O nível de preços é influenciado quer por via das taxas de juro transmitidas pelo sistema financeiro à economia quer pelas expetativas induzidas nos mercados de produto e de trabalho[2].

Uma questão que se põe é se é possível prever quais os efeitos macroeconómicos de uma determinada decisão de política monetária. O Gráfico 2 apresenta um resumo desses efeitos usando um modelo

Gráfico 1

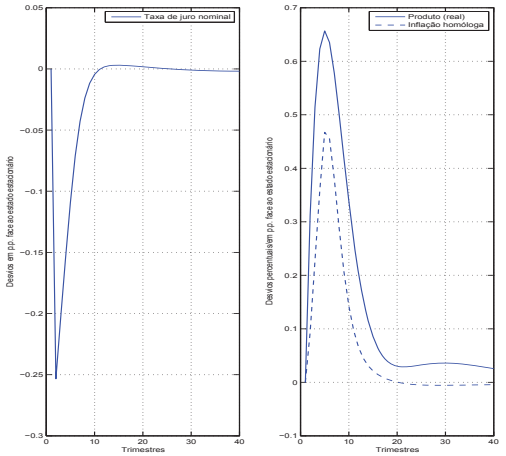
EVOLUÇÃO DAS TAXAS DE JURO OFICIAIS E DA TAXA EONIA | POR CENTO



Fontes: BCE e *Bloomberg.*

Gráfico 2

RESPOSTA DO PRODUTO REAL E DA INFLAÇÃO A UM CHOQUE DE POLÍTICA MONETÁRIA NUM MODELO DINÂMICO DE EQUILÍBRIO GERAL.



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal.

1 A este respeito, ver Rodrigues, P. e Soares, C. (2011) "Determinants of the EONIA and the financial crisis", Banco de Portugal, *Working Paper 12*.

2 Existem ainda outros canais, como as alterações nas taxas de câmbio, que podem afetar diretamente o nível de preços. Para mais detalhes sobre o funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária na área do euro, ver http://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html.

dinâmico de equilíbrio geral da área do euro e do resto do mundo[3]. No painel da esquerda apresenta-se a evolução da taxa de juro a três meses em resultado direto de um choque temporário sobre as taxas de juro do banco central e através do mecanismo de transmissão descrito. Inicialmente a taxa de juro de curto prazo cai 25 pontos base, regressando lentamente ao valor inicial. No painel da direita apresenta-se o resultado previsto pelo modelo decorrente desse movimento da política monetária. O produto real aumenta inicialmente, até atingir um máximo de 0.65 por cento acima do nível inicial, decrescendo em seguida. A inflação tem um comportamento semelhante, subindo cerca de 47 pontos base alguns trimestres depois da alteração da taxa de juro, e caindo em seguida para o nível inicial. Esta política tem, portanto, um efeito expansionista no produto, mas ao mesmo tempo faz aumentar a inflação, em ambos os casos temporariamente.

O que poderá acontecer se, por alguma razão, a confiança no mercado monetário interbancário se degradar, ou seja, se os bancos recearem que as suas contrapartes não consigam reembolsar os empréstimos concedidos, como aconteceu sobretudo apartir de outubro de 2008?

2. Mau funcionamento dos mercados financeiros

2.1. Liquidez no mercado monetário interbancário

Tratando-se em geral de um mercado não colateralizado de curto prazo, o mercado monetário interbancário é especialmente sensível a fenómenos que possam afetar a credibilidade dos bancos. Qualquer desenvolvimento nos mercados financeiros que mine a confiança entre bancos pode ter consequências nefastas para o mecanismo de transmissão da política monetária e, em particular, pode paralisar os mercados monetários interbancários. Nestas circunstâncias, os mercados monetários interbancários deixam de funcionar e muitos bancos são obrigados a financiar-se diretamente junto do banco central, que se pode tornar o único fornecedor de liquidez na economia. O mecanismo que se descreveu de transmissão da política monetária do banco central fica severamente afetado porque os bancos não fazem a arbitragem intertemporal necessária para a liquidez chegar aos diversos intermediários financeiros. Pelo contrário, em consequência do aumento da aversão ao risco, tendem a reter quantidades elevadas de liquidez como forma de acorrer a solicitações súbitas. Em casos mais graves terão mesmo que ajustar os seus balanços, através da venda de ativos e de restrições na concessão do crédito.

O BCE respondeu aos problemas gerados pela crise financeira internacional através de diversos instrumentos[4]. Logo a partir de meados de outubro de 2008, na sequência da falência do banco de investimento *Lehman Brothers*, passou a ceder liquidez de forma ilimitada a taxa fixa, isto é, quaisquer pedidos de liquidez nas OPR passaram a ser satisfeitos, desde que devidamente colateralizados. Paralelamente, também optou por alargar os critérios relativos ao colateral exigível para operações de refinanciamento, o que permitiu o acesso direto a estas operações por parte de mais instituições e em maiores volumes. No Gráfico 1 é possível observar as consequências destas decisões. Como referido, os bancos com acesso às OPR acumularam grandes reservas de liquidez por motivos de precaução, que acabaram em parte a ser depositadas no BCE à taxa da facilidade de depósito *overnight*, também representada no Gráfico 1. Qualquer necessidade de liquidez de curto prazo de um banco que, pela sua reputação, continuou a ter acesso ao mercado monetário interbancário, passou a ser financiada à taxa da facilidade de depósito do BCE adicionada dos prémios relacionados com risco de crédito e de liquidez.

---

3 Mais concretamente, trata-se de um modelo keynesiano dinâmico de equilíbrio geral de larga escala. O modelo permite caraterizar de forma realista o ajustamento macroeconómico de curto prazo a choques monetários (entre outros), e inclui custos de ajustamento no investimento e rigidez de preços e salários, entre outras características. Para mais pormenores ver Gomes, S., Jacquinot, P. e Pisani, M. (2010) "The EAGLE: A model for policy analysis of macroeconomic interdependence in the euro area", BCE, *Working Paper n.º 1195*, bem como as referências contidas neste trabalho.

4 Para mais detalhes sobre estas e outras políticas não convencionais, ver *"Caixa 1.2: Política monetária não convencional nas principais economias avançadas"*, deste Boletim.

Adicionalmente, o BCE alargou a sua atuação a operações de maturidade mais longa através das ORPA, por meio da cedência de liquidez, devidamente colateralizada, a prazos de seis meses, um ano ou, mais recentemente, três anos. Este mecanismo permite aliviar as restrições de liquidez do sistema bancário e evitar um reajustamento abrupto do balanço, mas não implica que os bancos disseminem a liquidez na economia.

Em junho de 2009 foi lançado um programa de compra de *covered bonds*, e em maio de 2010 iniciou-se um programa adicional de compra de instrumentos de dívida, o Programa dos Mercados de Títulos de Dívida (PMTD). O objetivo de ambos os programas foi assegurar a correta transmissão da política monetária através da normalização do mercado de dívida. No caso do PMTD, tratou-se de um programa de compra de títulos de dívida pública ou privada, em geral mantidos até à maturidade, como forma de ativar certos segmentos do mercado e fornecer liquidez à economia. Este programa foi descontinuado em setembro de 2012, em simultâneo com o anúncio do programa de Transações Monetárias Definitivas (TMD), descrito mais adiante.

2.2. Dívidas soberanas

No caso de uma união monetária com diversos países emissores de dívida soberana, como a área do euro, pode ocorrer ainda um outro tipo de mau funcionamento dos mercados. Para além da perda de confiança entre bancos, é possível que as dúvidas digam também respeito à solvência dos próprios soberanos. Neste caso, ao risco idiossincrático do banco soma-se o risco inerente ao país em que o banco opera. Na prática, a ligação entre o risco do país e do banco é muito forte e por várias razões. Em primeiro lugar, a garantia implícita do soberano ao sistema financeiro, quer em termos de seguro de depósito, quer em termos da eventual necessidade de *bail out* de bancos de importância sistémica, constitui uma poderosa ligação entre o soberano e o sistema financeiro. Em segundo lugar, a maior parte dos bancos opera prioritariamente no país de origem, pelo que as expetativas económicas desse país, influenciadas *inter alia* pela política orçamental, afetam diretamente as perspetivas de rendibilidade dos bancos através da sua atividade de concessão de crédito. Em terceiro lugar, os investidores tendem a exibir o chamado *home bias*, uma preferência por títulos do país de origem, incluindo soberanos; isto gera uma correlação entre o valor dos bancos e o desempenho dos títulos detidos. Uma quarta razão tem a ver com o facto de, num contexto de grande incerteza, os investidores internacionais preferirem liquidar posições em países com algum tipo de instabilidade que possa afetar as suas instituições financeiras. Uma vez que afeta diversas instituições financeiras ao mesmo tempo, o risco do país tem uma natureza sistémica, e apresenta caraterísticas ainda mais destrutivas do que o risco idiossincrático porque o seu âmbito é mais alargado. Se existem dúvidas sobre a capacidade de um país continuar a fazer parte da área do euro, os bancos desse país terão muita dificuldade em se financiar junto de bancos internacionais, afetando igualmente a sua capacidade de financiamento junto do Eurosistema, uma vez que o colateral de que dispõem é muitas vezes constituído por títulos de dívida soberana. Isto agrava a situação económica do país visto que os bancos têm dificuldade em cumprir a sua função de prestadores de liquidez à economia. O que fazer nestas situações?

3. Equilíbrios alternativos e operações não convencionais de política monetária

Como se viu, os movimentos de pânico no mercado de títulos de dívida soberana numa união monetária podem, sob certas circunstâncias, reforçar-se positivamente. A questão que se coloca é se é possível ou desejável intervir nesses mercados de forma a corrigir algum fenómeno que tenha origem em receios não fundados em dados objetivos sobre a economia em questão. Há uma literatura recente que sugere que os mercados são muito sensíveis a diferenças nos parâmetros fundamentais das economias. Por exemplo, Catão, Fostel e Rancière (2012) mostram que, num modelo teórico com expetativas racionais constantemente revistas, em que o mercado de dívida soberana é modelado como um jogo entre deve-

dores com informação privilegiada sobre o estado do país e investidores internacionais neutros em relação ao risco, podem existir dois tipos de equilíbrio[5]. No primeiro caso, o mercado não penaliza os países com fundamentos económicos piores, antes tratando os diversos países da mesma forma. Trata-se de um "equilíbrio agregador", em que os países em dificuldades tomam as decisões necessárias para não entrarem em incumprimento na maturidade da dívida. No outro caso, o mercado penaliza fortemente qualquer indício de, por exemplo, quebra de receitas fiscais, tornando no final mais provável o próprio incumprimento do país. Este é um "equilíbrio separador". O aspeto mais interessante do resultado é que isto pode acontecer para diferenças triviais entre os países (e, teoricamente, até para países exatamente iguais), tudo dependendo das expetativas e estratégias iniciais (por hipótese racionais) quer dos credores, quer dos devedores.

No caso de um equilíbrio separador, o mecanismo de transmissão da política monetária torna-se inoperante. O gráfico 3 representa os efeitos fixos temporais de uma regressão de um painel de 11 países da área do euro, com ponderação pelo PIB de cada economia, em que a variável dependente é a taxa de juro média de cada país nos empréstimos a empresas não financeiras[6]. Para além dos efeitos fixos temporais, a regressão também inclui algumas variáveis que podem ajudar a explicar essa taxa de juro, tais como os custos de financiamento dos bancos e indicadores da evolução macroeconómica de cada país. Em particular, as variáveis explicativas, ao nível do país, são o prémio médio dos *Credit Default Swaps* (CDS) de alguns bancos nacionais, a taxa de crescimento esperada do PIB no ano seguinte, e o logaritmo do montante da liquidez utilizada pelos bancos no contexto das ORPA. Para eliminar diferenças sistemáticas entre países, consideraram-se também efeitos fixos por país.

Os efeitos fixos temporais podem ser interpretados como o nível médio de taxas de juro a empresas não financeiras para toda a área do euro, normalizado a zero em janeiro de 2008 e expurgado dos efeitos de variáveis que razoavelmente poderão afetar estas taxas de juro e de diferenças persistentes entre países. Observa-se que, desde o início de 2008 até ao final da amostra, as taxas juro praticadas junto de empresas na área do euro acompanharam a evolução da taxa das OPR. No entanto, constata-se que o comportamento destas taxas variou de forma substancial entre países, mesmo quando são descontados os efeitos nessas taxas de juro das variáveis mencionadas acima. De facto, no gráfico 4 representa-se também a diferença entre a média dos resíduos estimados para Grécia, Irlanda, Itália, Portugal e Espanha, e a média dos resíduos dos restantes países, todos com notações de crédito elevadas. Num contexto de correto funcionamento do mecanismo de transmissão de política monetária, seria de esperar uma flutuação destes resíduos em torno de zero. Em vez disso, o que se observa é um aumento da diferença nestas operações entre países com notação elevada e os países com pressão na dívida soberana. Este resultado sugere o início de um equilíbrio separador, quando anteriormente o equilíbrio era agregador.

No entanto, os bancos centrais podem influenciar as expetativas e estratégias dos agentes e tentar reparar o mecanismo de transmissão da política monetária quando prevalece um equilíbrio separador. O gráfico 4 mostra um exemplo de como o BCE tem o poder de alterar os equilíbrios nos mercados financeiros ao afetar as expetativas e estratégias dos agentes económicos. Nele estão representadas as curvas de rendimento para títulos de dívida soberana de três países da área do euro, Portugal, Espanha e Alemanha, em dois momentos diferentes, 25 de julho e 18 de outubro de 2012. As curvas de rendimento a pontilhado referem-se a 25 de julho de 2012, véspera do dia em que o presidente do BCE declarou em Londres que "no quadro do nosso mandato, o BCE está pronto a fazer o que for necessário para salvar o euro"[7]. Após este discurso, observou-se um movimento de descida das taxas de rendibilidade de títulos de dívida soberana dos países sob pressão, sem que houvesse uma alteração comparável nos fundamentos dessas economias; em particular, a curva de rendimentos das dívidas portuguesa e

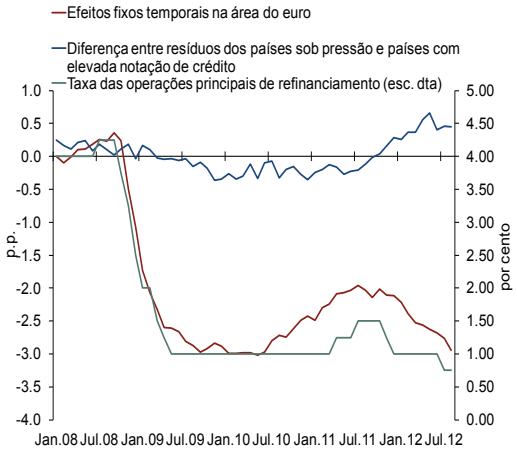
5 Catão, Fostel e Rancière (2012) "Fiscal Discoveries, Stops and Defaults", IMF, *Working Paper*.

6 Foi utilizado o estimador de efeitos fixos de painel.

7 Ver discurso do president Draghi no dia 26 de julho de 2012 em http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html.

Gráfico 3

RESULTADOS DA REGRESSÃO DE PAINEL PARA A TAXA DE JURO DOS EMPRÉSTIMOS ÀS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS

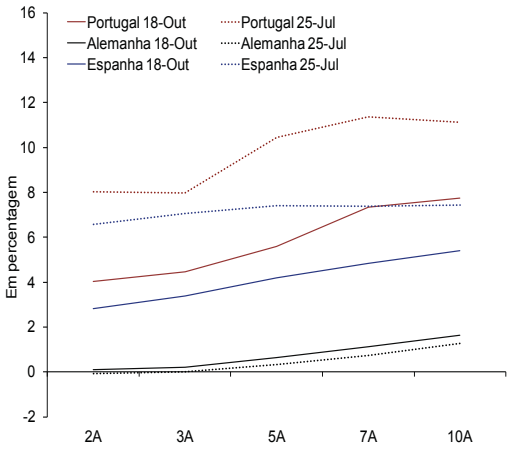


Fontes: BCE, *Thomson Reuters, Consensus Forecasts* e cálculos do Banco de Portugal.

Notas: Países sob pressão: Grécia, Itália, Irlanda, Portugal e Espanha; Países com elevada notação de crédito: Áustria, Bélgica, Alemanha, França, Finlândia, Holanda.

Gráfico 4

CURVA DE RENDIMENTO DE TÍTULOS DE DÍVIDA SOBERANA



Fonte: *Thomson Reuters.*

espanhola, representadas a cheio no gráfico, deslocar-se-iam cerca de 4 p.p. para baixo no período até 18 de outubro de 2012. Embora possam existir outros fatores envolvidos, estas palavras,materializadas posteriormente no anúncio das TMD, podem ter reduzido substancialmente a perceção dos mercados sobre o risco de redenominação.

Uma forma de o BCE promover expetativas e estratégias por parte de investidores que suportem equilíbrios sem realimentação de pânico é intervir diretamente nos mercados relevantes. Algumas iniciativas nesse sentido ocorreram já em 2008, 2009 e 2010, como referido. Com o agravamento da crise da dívida soberana de alguns países da área do euro e o possível contágio a outros países, tornou-se necessário desenhar um programa de intervenção nos mercados suficientemente poderoso para influenciar as expetativas e estratégias dos investidores. Esta foi a motivação para o aparecimento das Transações Monetárias Definitivas (TMD), que consistem na compra de títulos de dívida soberana dirigida a determinadas maturidades (tipicamente entre 1 e 3 anos) e países. Neste caso, no entanto, a questão envolve um problema de risco moral ("*moral hazard*"): uma vez que o BCE intervenha no mercado de dívida de determinado país para restabelecer o mecanismo de transmissão da política monetária, os incentivos para que os decisores do país atuem de acordo com o esperado num equilíbrio agregador, isto é, suportando os constrangimentos necessários para reembolsar a dívida, reduzem-se. Para eliminar este problema, torna-se necessário que o país em questão satisfaça determinadas condições – mais precisamente que concorde em seguir um programa de ajustamento macroeconómico supervisionado externamente – para poder beneficiar das intervenções de mercado do BCE, e que o programa de ajustamento seja cumprido de forma satisfatória (ver "*Caixa 1.2: Política monetária não convencional nas principais economias avançadas",* deste Boletim). Se os investidores acreditarem que o equilíbrio agregador pode ser sustentado incluindo os países sob pressão, os preços de mercado dessas dívidas apenas refletirão o estado global dessas economias, e não estarão contaminados pelo pânico ou pelo receio de redenominação.

A questão das TMD como mecanismo de seleção de equilíbrios e consequente restauração do mecanismo de transmissão da política monetária coloca o problema adicional de determinação da taxa de rendibilidade da dívida soberana ajustada aos fundamentos económicos de cada país, e que influenciará o nível de

intervenção do BCE. O problema de determinação dessa taxa é complexo e deverá envolver um conjunto de metodologias alternativas. A título de exemplo, poder-se-ia estimar um modelo estatístico que tivesse em conta não só as expetativas quando à evolução de algumas variáveis macroeconómicas importantes, mas também contemplando explicitamente o facto de se poder estar sob um equilíbrio agregador ou separador. Isso tornaria possível simular, em cada momento em que o equilíbrio é separador, qual seria o valor da taxa de rendibilidade da dívida soberana se o equilíbrio fosse agregador.

Como ilustração desta metodologia, utilizou-se um painel não balanceado de periodicidade mensal com 10 países da área do euro entre janeiro de 1999 e julho de 2012. A variável dependente é a taxa de rendibilidade da dívida soberana a 2 anos, explicada no modelo por algumas grandezas relevantes, incluindo a variação do índice de preços no consumidor por país, a volatilidade dos mercados acionistas na área do euro, a taxa de juro real de curto prazo na área do euro, e as expetativas do nível da dívida pública no horizonte de um ano, por país. Incluem-se efeitos fixos por país e uma variável identificando os períodos em que se considera tratar-se de um equilíbrio separador. Esta variável foi obtida considerando a diferença máxima entre as taxas de rendibilidade de bilhetes do Tesouro na área do euro, uma vez que historicamente este tipo de título raramente é afetado por episódios de incumprimento do soberano. Acima de determinado valor,[8] considera-se que há separação efetiva entre países, tratando-se de um equilíbrio separador; caso contrário, considera-se que o equilíbrio é agregador. A média simples observada nas taxas de rendibilidade em toda a amostra é 3.36 por cento para os países sob pressão relativamente à dívida soberana (neste caso, Portugal, Irlanda, Itália e Espanha) e 2.74 por cento para os países com elevada notação de crédito (Alemanha, Áustria, Bélgica, Finlândia, França e Holanda). Nos períodos com equilíbrio agregador, a diferença entre as taxas de rendibilidade destes dois grupos de países foi de apenas 18 b.p. No final da amostra, em plena crise de dívida soberana e na vigência de um equilíbrio separador segundo o critério adotado anteriormente, observa-se uma diferença de 4.67 p.p. entre os dois conjuntos de países. Levando em consideração as caraterísticas fundamentais das economias usadas no modelo e simulando o caso de um equilíbrio agregador, obtém-se uma diferença média entre os dois grupos de países de 38 b.p. Embora estes valores sejam apenas ilustrativos e poderem esconder bastante heterogeneidade entre países, eles sugerem que, tomando em conta os dados fundamentais das economias, o equilíbrio pode ser consistente com diferenciais muito menores entre as taxas de rendibilidade das diversas dívidas públicas da área do euro do que os recentemente observados.

A existência de diferenciais entre as taxas de rendibilidade da dívida pública dos diversos países é expetável, visto que em geral os fundamentos das economias são diferentes. Embora meramente ilustrativa, esta abordagem incorpora os elementos essenciais de uma aferição da taxa de juro da dívida pública ajustada aos fundamentos da economia, incluindo: uma noção do tipo de equilíbrio em que se encontra a economia; um conjunto de indicadores objetivos sobre o país; e a consideração de fatores não observados que podem ser relevantes para as diferenças persistentes observadas entre países.

4. Um mecanismo eficaz?

A questão de saber se existe algum conjunto de instrumentos, convencionais ou não, que garantam o restabelecimento do mecanismo de transmissão da política monetária do BCE à economia da área do euro é de resposta difícil. Para que o mecanismo funcione é necessário que se verifiquem pelo menos duas condições. Primeiro, que a conjuntura macroeconómica e orçamental de cada país não suscite de forma fundada desconfiança nos investidores quanto à capacidade de o país reembolsar a dívida. Segundo, que os bancos não sejam afetados por essa desconfiança e possam aceder aos mercados interbancários, desde que convenientemente capitalizados. Os instrumentos convencionais e não convencionais apresentados acima podem ajudar a preencher estes requisitos, e em particular podem ajudar a dissipar

8 No exemplo considerado, este valor foi de 200 b.p.

a desconfiança dos investidores quanto à vontade de os países em dificuldades executarem os seus programas de ajustamento. Esta execução é crucial para sustentar um equilíbrio agregador.

ARTIGOS

II

A CONCORRÊNCIA NA ECONOMIA PORTUGUESA MEDIDA ATRAVÉS DA ELASTICIDADE DOS LUCROS

EFEITOS DAS EXTERNALIDADES DA DESPESA PÚBLICA

RECOMPOSIÇÃO OU RECLASSIFICAÇÃO DA CARTEIRA DE PRODUTOS? APLICAÇÃO AO COMÉRCIO INTERNACIONAL DA ECONOMIA PORTUGUESA

PREVISÕES ECONÓMICAS DE CURTO PRAZO PARA PORTUGAL: UMA SÍNTESE METODOLÓGICA

A CONCORRÊNCIA NA ECONOMIA PORTUGUESA MEDIDA ATRAVÉS DA ELASTICIDADE DOS LUCROS*

*João Amador*** | *Ana Cristina Soares***

SUMÁRIO

Este artigo considera o conjunto dos mercados portugueses e calcula uma nova medida de concorrência sugerida por Boone (2008), a qual se baseia no conceito de elasticidade do lucro face aos custos marginais num dado mercado. O artigo conclui que a maioria dos mercados apresentou uma redução da concorrência no período 2000-2009, apesar de existir uma grande heterogeneidade. Além disso, os mercados que apresentaram reduções da concorrência representam a grande maioria das vendas, do valor acrescentado bruto e do emprego na economia portuguesa. O setor não-transacionável apresenta níveis de concorrência mais baixos do que o setor transacionável. Adicionalmente, as reduções da concorrência são relativamente generalizadas nos mercados de ambos os setores, mas em termos de vendas, valor acrescentado bruto e emprego são mais substanciais no setor não-transacionável.

1. Introdução

O crescimento económico é impulsionado pela adoção de novas tecnologias e pelo aparecimento de novos produtos que substituem os antigos. Na terminologia *schumpeteriana* esta dinâmica é usualmente designada por *destruição criativa*. A concorrência desempenha um papel extremamente importante nesta dinâmica. No entanto, o paradigma da concorrência perfeita, com preços iguais aos custos marginais e lucros económicos nulos no longo prazo, é quase não-observável na realidade. Em vez disso as empresas tendem a deter algum grau de poder de mercado, *i.e.*, são capazes de impor e sustentar *mark-ups* positivos. Deste modo, as medidas de concorrência são importantes indicadoras de política. A nova medida de concorrência sugerida por Boone (2008) é particularmente adequada num contexto de realocação de recursos na economia.

Este artigo calcula a medida da elasticidade do lucro face aos custos marginais sugerida por Boone (2008) para os mercados portugueses, com base em informação de empresa existente na base de dados Central de Balanços para o período 2000-2004 e na Informação Empresarial Simplificada para o período 2005-2009. O artigo apresenta os *níveis* e as *tendências* da elasticidade dos lucros para os diferentes mercados. Além disso, esta análise complementa e avalia a robustez dos resultados obtidos em Amador e Soares (2012a) que apresenta uma avaliação da concorrência para a economia portuguesa com base nos indicadores clássicos de concorrência.

A análise realizada é fundamentalmente diferente da que é conduzida pelas autoridades da concorrência, dado que o objetivo é definir o quadro geral de evolução da concorrência e não retirar conclusões para

* Os autores agradecem a Nuno Alves, António Antunes, Mário Centeno, Ana Cristina Leal, José Ferreira Machado e Álvaro Novo pelos seus comentários e a Lucena Vieira, pelo apoio em questões relacionadas com a base de dados. As opiniões expressas neste 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.

mercados específicos. Tal como em Amador e Soares (2012a), a distinção entre mercados transacionáveis e não-transacionáveis, assim como mercados da indústria transformadora e não transformadora é realçada. Com efeito, é importante avaliar a margem existente para um aumento da concorrência na economia portuguesa, particularmente no setor não-transacionável. Um aumento da concorrência contribuiria para uma alocação mais eficiente de recursos na economia, favorecendo a correção dos desequilíbrios macroeconómicos existentes. O artigo conclui que a maioria dos mercados apresentou uma redução da concorrência no período 2000-2009, apesar de haver uma grande heterogeneidade. Além disso, os mercados que apresentaram reduções da concorrência representam a grande maioria das vendas, do valor acrescentado bruto e do emprego da economia portuguesa. Adicionalmente, o setor não-transacionável apresenta níveis de concorrência mais baixos que o setor transacionável. As reduções da concorrência são importantes em ambos os setores, mas em termos de vendas, valor acrescentado bruto e emprego estas reduções são mais substanciais no setor não-transacionável.

Do ponto de vista da política de concorrência, é importante selecionar indicadores que possam inequivocamente identificar os mercados onde as práticas seguidas pelas empresas estão a reduzir o bem-estar agregado. Encontrar indicadores robustos para medir a concorrência é um enorme desafio. As autoridades da concorrência dependem tipicamente de medidas relacionadas com a rentabilidade e a concentração do mercado como, por exemplo, a margem preço-custo (MPC) e o Índice de Herfindahl-Hirschman (IHH). Contudo, os indicadores tradicionais não são monotónicos na concorrência, *i.e.*, o aumento (redução) da MPC não corresponde necessariamente a uma redução (aumento) do nível da concorrência, podendo por isso conduzir a avaliações incorretas. Por exemplo, um aumento da agressividade dos incumbentes é suscetível de conduzir a uma redistribuição das quotas de mercado, beneficiando as empresas mais eficientes (efeito de redistribuição), e forçar a saída do mercado das ineficientes (efeito de seleção). Neste cenário, pode ocorrer um aumento da MPC de mercado, sugerindo incorretamente uma redução da concorrência. Do mesmo modo, a análise da concorrência baseada no IHH também pode levar a conclusões erradas devido à presença dos efeitos de redistribuição e seleção. No caso em que as empresas eficientes colocam mais pressão sobre os concorrentes e, em consequência, se verifica a saída das menos eficientes, ocorre um aumento na concentração de mercado que sugere uma queda na concorrência, quando de facto aconteceu o oposto.

A não monotonicidade dos indicadores de concorrência clássicos é extremamente indesejável numa perspetiva de política. Adicionalmente, existe evidência de que as medidas clássicas são relativamente pouco indicativas da evolução da concorrência, especialmente nos mercados em que as empresas apresentam custos marginais diferentes e os bens são simetricamente diferenciados (Griffth *et al*., (2005)). Além disso, Boone *et al*., (2007) argumenta que uma análise da concorrência baseada na MPC tende a falhar nos mercados mais importantes, *i.e.*, quando existe um reduzido número de empresas, as quais são mais suscetíveis de incorrerem em práticas lesivas da concorrência.

Tendo em conta estes problemas, a elasticidade de mercado dos lucros face aos custos marginais foi proposta por Boone (2008), o qual mostrou que um aumento da concorrência que esteja associado a, por exemplo, uma diminuição dos custos de entrada ou a um aumento da pressão colocada sobre os concorrentes, implica necessariamente uma transferência de lucro das empresas relativamente menos eficientes para as relativamente mais eficientes. Baseando-se neste facto, o autor apresentou um indicador alternativo de avaliação da concorrência com vantagens ao nível teórico e empírico. Em primeiro lugar, o indicador é monotónico na concorrência quando verificados os pressupostos de homogeneidade do produto, simetria das empresas (exceto nos custos marginais), custos marginais constantes e escolha simultânea e independente da variável estratégica. No entanto, na presença de preços predatórios, conluio ou vantagem para a empresa que toma a iniciativa, esta propriedade não se verifica necessariamente. Em segundo lugar, o indicador não exige que o universo das empresas seja observado, ou seja, a transferência de lucros num subconjunto de empresas transmite informação sobre a nível de concorrência do mercado. Em terceiro lugar, os estudos empíricos mostram que este indicador

tende a ser menos sensível ao ciclo económico do que a MPC. Com efeito, Boone (2008) regrediu as MPC sobre *dummies* anuais e setoriais e concluiu que estas são significativas e positivamente correlacionadas com o ciclo económico. Neste contexto, Griffith *et al.*, (2005) compararam o desempenho de diferentes medidas de concorrência, tendo concluído que as estimativas da elasticidade do lucro são significativamente menos sensíveis ao ciclo económico do que a MPC.

As principais limitações empíricas deste indicador prendem-se com a necessidade de uma medida de eficiência (custos marginais) que não é observável nos dados, com a dependência de uma definição de mercado relevante, com a potencial sensibilidade dos resultados ao conjunto de empresas consideradas e metodologias de estimação e com a inexistência de um limite superior. No entanto, apenas estas duas últimas limitações não são extensíveis aos indicadores clássicos de concorrência. A literatura empírica sobre a medida de elasticidade dos lucros, tal como proposta em Boone (2000, 2008), encontra-se ainda em desenvolvimento e as contribuições mais recentes incluem Maliranta *et al.*, (2007), Braila *et al.*, (2010) e Devine *et al.*, (2011).

O artigo está organizado da seguinte forma. A secção 2 discute os detalhes da metodologia empírica, incluindo uma descrição do indicador da elasticidade do lucro e das suas diferentes abordagens de estimação, bem como uma descrição da base de dados. A secção 3 apresenta os resultados obtidos para a economia portuguesa e a secção 4 apresenta algumas considerações finais.

2. Metodologia e Dados

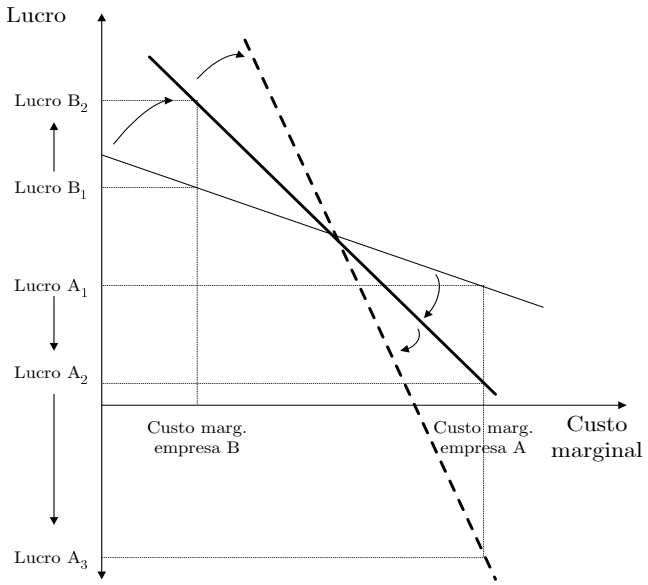
2.1. O indicador da elasticidade do lucro

A ideia subjacente à elasticidade do lucro sugerida por Boone (2000, 2008) é que a concorrência leva a uma transferência de lucros para as empresas relativamente mais eficientes (aquelas com menores custos marginais) em detrimento das menos eficientes. Neste contexto, quanto maior for a intensidade da concorrência de mercado, mais severa é a punição sobre as empresas relativamente menos eficientes e maior é a recompensa das empresas relativamente mais eficientes. É de notar que as empresas relativamente mais eficientes podem apresentar reduções dos lucros face a um aumento da concorrência mas, nesse caso, a redução dos lucros das empresas menos eficientes é comparativamente mais severa. Por outras palavras, maiores diferenciais de custo traduzem-se em maiores diferenciais de lucro. Em termos gráficos, a relação empírica entre lucros e custos marginais é negativa e o seu declive reflete a intensidade da concorrência do mercado. Este declive traduz o conceito de elasticidade do lucro, oferecendo a base para uma medida empírica de avaliação da concorrência. O gráfico 1 ilustra esta relação num cenário de aumento da concorrência no mercado. As empresas relativamente mais eficientes (tipo B) são recompensadas com lucros relativamente superiores e as empresas relativamente menos eficientes (tipo A) são castigadas com lucros relativamente mais baixos. Se a redistribuição dos lucros associada a um aumento da concorrência for suficientemente forte, ou seja, se o lucro das empresas menos eficientes se tornar negativo, estas são forçadas a sair do mercado (efeito de seleção). De referir ainda que o gráfico ilustra uma relação linear, o que não reflete necessariamente a realidade de todos os mercados.

Tal como nos indicadores tradicionais de concorrência, é necessário estabelecer uma definição de mercado relevante. Uma definição precisa dos mercados relevantes tem em conta o grau de substituição do produto, os custos de transporte e a localização geográfica de produtores e consumidores. No entanto, neste tipo de estudos, o objetivo é obter uma avaliação global da concorrência, pelo que se assume que os mercados podem ser corretamente identificados através da classificação das atividades económicas (CAE). No entanto, este pressuposto pode implicar uma fonte enviesamento dos resultados, por exemplo, no caso das empresas que vendem vários bens/serviços que não são substitutos próximos e que por isso pertencem a mercados distintos. Uma análise baseada num elevado nível de desagregação setorial pode mitigar estes problemas. Por outro lado, tal como mencionado anteriormente, a medição

Gráfico 1

A ELASTICIDADE DO LUCRO DE MERCADO NO CASO DE UM AUMENTO DA CONCORRÊNCIA



do nível de eficiência de uma empresa é particularmente difícil, uma vez que está diretamente relacionada com os custos marginais que por sua vez não são observáveis nos dados. Além disso, na presença de rendimentos não-constantes à escala ou de aspetos como a reputação da empresa, a fidelidade à marca ou a qualidade do produto, o uso dos custos variáveis médios como uma aproximação aos custos marginais pode ser uma fonte de enviesamento nos resultados. No entanto, se os referidos fatores se mantiverem inalterados ao longo do tempo, as variações da elasticidade do lucro podem, ainda assim, ser corretamente interpretadas como alterações da concorrência no mercado.

2.2. Estimação

A aplicação empírica do indicador apresentado envolve a estimação da relação entre os lucros e uma medida de eficiência das empresas de cada mercado em cada ano. Duas metodologias podem ser adotadas. A primeira metodologia é não-paramétrica e consiste em calcular a fronteira entre lucros e eficiência utilizando *Data Envelopment Analysis* (DEA)[1]. A segunda metodologia é paramétrica e baseia-se em regressões, estimando a relação entre lucros e uma medida de eficiência. A abordagem não-paramétrica pode ser uma escolha adequada em mercados com um número reduzido de empresas, onde os métodos baseados em regressões podem tornar-se relativamente pouco informativos devido ao reduzido número de graus de liberdade. No entanto, os métodos não-paramétricos tendem a enfrentar problemas de convergência para diversos mercados e anos, impossibilitando a sua utilização prática. Por esta razão, o artigo adota a metodologia baseada em regressões.

Os modelos de dados de painel, com efeitos fixos para as empresas e para os anos, são muito utilizados na literatura empírica para medir a elasticidade dos lucros nos diferentes mercados. Por exemplo, Braila *et al.*, (2010), Polder *et al.*, (2009) e Boone *et al.*, (2007) introduzem efeitos fixos para as empresas e para os anos para avaliar a evolução da concorrência nas empresas belgas e holandeses, respetivamente. Neste contexto, a especificação *log-log* é frequentemente preferida na literatura empírica uma vez que tem em conta a assimetria na distribuição dos lucros e dos custos variáveis médios.

1 Referências sobre a abordagem DEA podem ser encontradas em Simar e Wilson (2005) e Schiersch e Schmidt-Ehmcke (2010).

Este tipo de especificação econométrica tem duas vantagens em relação a uma abordagem seccional. Em primeiro lugar, permite captar a heterogeneidade não observada, pela via da utilização de efeitos fixos para as empresas. Na presença de heterogeneidade não observada ao nível da empresa que esteja correlacionada com uma medida da eficiência, a exclusão de efeitos fixos geraria estimativas inconsistentes. Em segundo lugar, os efeitos fixos para os anos permitem absorver o impacto dos choques setoriais, controlando deste modo para o efeito do ciclo económico.

Em termos teóricos, as empresas relativamente mais eficientes são recompensadas de forma mais significativa em mercados que apresentam uma concorrência mais intensa. Deste modo as elasticidades do lucro devem ser negativas e inferiores nos mercados em que a intensidade da concorrência é mais alta (ou mais altas, em valor absoluto). Assim, a formulação proposta é a seguinte:

$$\ln(\Pi_{it}^{j}) = \alpha_{i}^{j} + d_{t}^{j} + \beta^{j} \ln(C_{it}^{j}), \quad \text{para cada } j \text{ (mercado)} \tag{1}$$

onde Π_{it}^{j} representa o lucro e C_{it}^{j} uma *proxy* do custo marginal da empresa i, operando no mercado j no período t. Os parâmetros α_{i}^{j} e d_{t}^{j} são os efeitos fixos por empresa e por ano, respetivamente.

Note-se que a especificação de painel não inclui um controlo para a dimensão da empresa. Esta variável tende a ser incluída como forma de capturar alguma heterogeneidade não observada. Contudo, a utilização de efeitos fixos para a empresa permite absorver esta heterogeneidade. Deste modo, a dimensão da empresa (medida através do logaritmo das vendas) não é incluída como regressor, o que permite também minimizar possíveis problemas de endogeneidade[2].

Note-se ainda que a especificação de painel apresentada acima se refere à intensidade da concorrência, não permitindo obter um coeficiente para a sua tendência de evolução ao longo do tempo. A estimativa de um coeficiente de tendência explícito para a concorrência requer uma formulação como:

$$\ln(\Pi_{it}^{j}) = \alpha_{i}^{j} + d_{t}^{j} + (\beta^{j} + \gamma^{j} t) \ln(C_{it}^{j}), \quad \text{para cada } j \text{ (mercado)} \tag{2}$$

em que uma tendência positiva (negativa) γ^{j} equivale a uma redução (aumento) da concorrência no mercado.

A metodologia da elasticidade lucro sugerida por Boone (2000, 2008) impõe a exclusão de empresas com lucros não-positivos, criando por isso um potencial problema de seleção que implicaria resultados inconsistentes. A garantia de resultados robustos exige pois o estudo do potencial enviesamento de seleção da amostra. Este enviesamento de seleção pode ser particularmente importante para a economia portuguesa, uma vez que a proporção de empresas com lucros negativos é significativa. Em aproximadamente 90 por cento dos mercados, pelo menos 20 por cento das empresas apresentam lucros operacionais negativos. Tendo como objetivo testar e corrigir o potencial problema de seleção da amostra, foi utilizado o procedimento de dois passos de Heckman (1979) no qual as equações de participação e resultado são estimadas conjuntamente. As restrições de exclusão são a idade da empresa e o total de ativos (tangíveis e intangíveis, em logaritmo). O logaritmo do volume de vendas foi introduzido tanto na equação de participação como na de resultado para capturar a heterogeneidade não observada. Deve também notar-se que a implementação do procedimento de dois passos de Heckman (1979) requer a reintrodução na base de dados das empresas com resultados operacionais negativos, o que corresponde a cerca de 30 por cento das observações[3]. Além disso, foi apenas possível estimar este procedimento para as empresas com ativos totais positivos e onde existia informação acerca da idade da empresa.

---

2 Este problema relaciona-se com o facto das vendas e dos custos variáveis se encontrarem em ambos os lados da regressão.

3 As observações que correspondem a MPC muitos baixas (1 por cento na aba esquerda da distribuição) foram eliminadas, consistindo em valores excessivamente negativos.

2.3. Base de dados

Os dados utilizados neste artigo baseiam-se em informação sobre as contas anuais das empresas portuguesas recolhidos no âmbito da Central de Balanços (CB) para o período 2000-2004 e da Informação Empresarial Simplificada (IES) para o período 2005-2009[4]. Ambas as bases de dados oferecem informações detalhadas sobre rubricas de balanço e demonstração de resultados, diferindo essencialmente quanto ao nível de cobertura de empresas. A base de dados IES inclui praticamente o universo das empresas, enquanto a CB compreende principalmente as empresas de maior dimensão, representando ainda assim mais do que 65 por cento do valor acrescentado bruto (VAB) nos anos considerados. A base de dados utilizada coincide com aquela usada em Amador e Soares (2012a), onde se calcula um conjunto de indicadores de concorrência clássicos para a economia portuguesa.

A análise da concorrência é sempre condicional a uma definição de mercado. O artigo define os mercados com base na CAE a três dígitos. Esta opção é um compromisso entre uma definição lata de mercado em que é considerado um maior número de empresas mas cujos bens/serviços poderão não ser substitutos próximos e uma definição estrita de mercado onde o número de empresas se pode tornar demasiado reduzido. Esta opção está em conformidade com estudos empíricos semelhantes realizados para outros países. No entanto, nem todos os setores da CAE foram considerados. Além das "Atividades financeiras", "Administração pública, defesa e segurança social obrigatória" que não são cobertas nos inquéritos, a "Agricultura, produção animal, caça e silvicultura" e as "Indústrias extrativas" foram excluídas devido à sua natureza específica e à sua reduzida contribuição para o total do VAB. De modo semelhante, a "Educação", "Saúde e ação social" e "Outras atividades de serviços coletivos, sociais e pessoais" não foram incluídos dado o elevado peso do setor público nestes mercados.

Algumas observações foram eliminadas da base de dados. Em primeiro lugar, as observações associadas a um volume de vendas ou custos variáveis nulos foram removidas. Em segundo lugar, a fim de obter regressões robustas, apenas os mercados com pelo menos 5 empresas por ano, em todos os anos (mínimo de 50 observações) foram considerados. Em terceiro lugar, tal como mencionado anteriormente, as observações com os lucros não-positivos foram excluídas[5]. Em quarto lugar, a existência de duas versões da CAE no período da amostra implicou um procedimento de harmonização que levou à reclassificação de algumas empresas em todos os mercados[6]. A base de dados final inclui 937.206 observações de 2000 a 2009, é composta por 285.236 empresas diferentes e cada empresa tem uma média de 3.3 observações. Considera-se um total de 132 mercados, 90 dos quais são classificados como transacionáveis e 42 como não-transacionáveis. Este último setor representa 62 por cento do VAB, 66 por cento das vendas e 54 por cento do emprego total no período 2005-2009. De acordo com o critério adotado em Amador e Soares (2012a), o conjunto de mercados transacionáveis corresponde a todos os mercados da indústria transformadora e também aqueles que apresentam um rácio de exportações face às vendas superior a 15 por cento[7].

Quanto à definição das variáveis, os lucros são calculados como vendas de produtos e serviços deduzidos dos custos variáveis, que incluem por sua vez, custos com pessoal, custos das mercadorias vendidas e matérias consumidas e fornecimento e serviços externos. De acordo com a metodologia adotada, o capital é considerado como um fator de produção fixo, *i.e.*, o seu custo não está incluído nos custos

4 Embora a IES, tenha sido iniciada em 2006, incluiu um reporte para 2005. Por este motivo, no presente artigo o período IES é considerado, a partir de 2005.

5 As empresas com lucros operacionais negativos foram excluídas, contudo poderão, ainda assim, existir empresas com lucros totais negativos.

6 A partir de 2006 verificou-se a alteração da CAE Rev. 2.1 para a CAE Rev.3. De modo a assegurar compatibilidade foi efectuada uma conversão para a CAE Rev.2.1.

7 A identificação dos mercados classificados como transaccionáveis e não-transacionáveis está disponível no apêndice de Amador e Soares (2012b). Porém, note-se que o conjunto dos mercados considerados não coincide com o reportado em Amador e Soares (2012a) uma vez que os mercados com menos de 5 empresas em todos os anos foram excluídos da corrente análise.

variáveis. Assim, as rendas deveriam ser excluídas dos custos variáveis, mas tal não foi o caso neste artigo. A razão desta decisão prende-se com o facto da taxa de resposta para esta variável ser reduzida na base de dados, pelo que a sua exclusão do total dos custos variáveis poderia introduzir um outro tipo de enviesamento nos resultados.

3. Resultados

Esta secção apresenta os resultados para a avaliação da concorrência nos mercados portugueses baseada nos níveis e nas tendências da elasticidade dos lucros[8]. A especificação base para a estimação dos níveis da elasticidade dos lucros é o modelo com efeitos fixos por empresa e por ano para o período 2005-2009 (equação 1). A estimação de base para as tendências das elasticidades dos lucros foi também o modelo com efeitos fixos por empresa e por ano e com um coeficiente de tendência para o período 2000-2009 (equação 2)[9]. As duas subsecções seguintes reportam níveis e tendências começando por apresentar informação sobre os mercados individuais e assinalando a distinção entre aqueles que têm uma natureza transacionável e não-transacionável. Seguidamente apresentam-se algumas agregações setoriais.

3.1. Os níveis da elasticidade do lucro

É de referir que as comparações dos níveis da elasticidade do lucro entre mercados devem ser cautelosas uma vez que os seus níveis refletem não só a intensidade da concorrência, mas também características como os rendimentos à escala, a qualidade do produto, a fidelidade à marca e a reputação da empresa. Assim, as conclusões são mais robustas se forem baseadas na ordenação dos níveis do indicador e não nos seus níveis absolutos. Além disso, a comparação de elasticidades de mercado ou agregados entre os países com enquadramentos institucionais semelhantes é também relativamente robusta.

Os níveis das elasticidades do lucro estimados são negativos, tal como previsto pela teoria, e significativos para virtualmente todos os mercados considerados (Gráfico 2). As *dummies* anuais estimadas são geralmente não significativas, indicando que as elasticidades do lucro apresentam reduzida sensibilidade à evolução do ciclo económico.

A ordenação das elasticidades estimadas, de um nível alto de concorrência para um nível baixo, fornece alguns resultados (Gráfico 2). Em primeiro lugar, existe uma significativa dispersão entre as elasticidades dos lucros nos mercados. As elasticidades estimadas estão compreendidas entre 0 e 13 por cento, em valor absoluto, *i.e.*, a intensidade da concorrência varia consideravelmente entre mercados. Ainda assim, é de referir que nos mercados mais concorrenciais (até ao primeiro quartil da distribuição dos níveis da elasticidade do lucro), 88 por cento referem-se ao setor transformador e os restantes a mercados relativos ao setor do "Comércio". Em segundo lugar, a elasticidade do lucro média, em valor absoluto, nos setores transacionável e não-transacionável é de 3.1 e 1.9 por cento, respetivamente, sugerindo uma menor intensidade da concorrência neste último setor. Adicionalmente, vários mercados não-transacionáveis encontram-se entre aqueles com menor concorrência. Cerca de 48 por cento dos mercados com menor intensidade da concorrência (acima do quarto quartil) correspondem a mercados não-transacionáveis e apenas um terço correspondem a mercados da indústria transformadora.

A elasticidade média do lucro na economia portuguesa no período 2005-2009 foi de 2.7 por cento em termos absolutos, semelhante à obtida por Peroni e Ferreira (2011) para o Luxemburgo (2.8 por cento). As elasticidades do lucro obtidas para os setores transformador e não transformador são, em

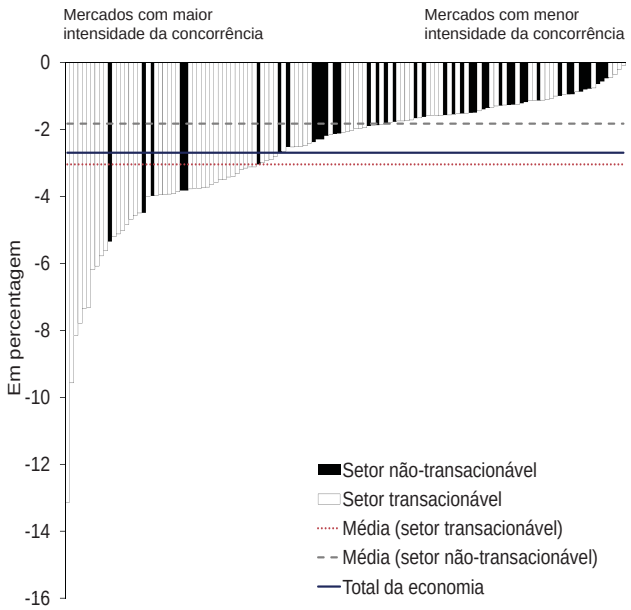
---

8 Resultados mais detalhados, incluindo testes de robustez adicionais, podem ser encontrados em Amador e Soares (2012b).

9 Os níveis e tendências da elasticidade lucro podem ser estimados conjuntamente usando a equação 2. No entanto, a quebra de série implica a inclusão na equação 2 de uma *step-dummy* de interação para o período após 2005, implicando diferentes níveis de elasticidade nos dois sub-períodos. No entanto, os níveis da elasticidade estimados para o período 2005-2009 através das equações 1 e 2 não são muito diferentes.

Gráfico 2

A ELASTICIDADE DO LUCRO POR MERCADO NO PERÍODO DE 2005 A 2009



Fonte: Cálculos dos autores.

Notas: Os mercados encontram-se ordenados de acordo as estimativas da elasticidade do lucro obtidas no modelo de efeitos fixos. As barras pretas correspondem a mercados não-transacionáveis, tal como definidos em Amador e Soares (2012a).

valor absoluto, 3.3 e 1.8 por cento, respetivamente. Braila *et al*., (2010) refere que as elasticidades do lucro em valor absoluto para a Bélgica para estes setores no período 1997-2004 foram 2.0 e 1.1 por cento, respetivamente[10]. Estes autores referem que as mesmas elasticidades para a UE6 correspondem a 2.3 e 1.3 por cento, respetivamente.

O quadro 1 apresenta a informação sobre as elasticidades do lucro, agregando para diferentes setores económicos de acordo com o seu peso em mercados, vendas, VAB e emprego. A intensidade da concorrência para os agregados apresentados tende a ser mais baixa em termos de vendas e VAB. Este resultado implica que os maiores mercados dentro de cada setor tendem a apresentar menor concorrência. Este resultado é particularmente relevante no setor da "Eletricidade e abastecimento de água" e da "Construção". Ainda assim, a intensidade da concorrência para estes agregados não difere substancialmente entre variáveis de agregação. O setor transacionável mantém-se mais concorrencial do que o não-transacionável, permanecendo o resultado para a comparação dos setores transformador e não transformador. No setor não transformador, "Eletricidade e abastecimento de água" e "Outros serviços" destacam-se como aqueles exibindo potencialmente menor intensidade concorrência, com elasticidades, em valor absoluto, de 1.2 por cento no período 2005-2009.

Tal como referido anteriormente, os testes de robustez são fundamentais neste tipo de análise de modo a obter resultados consistentes. O gráfico 3 sobrepõe as elasticidades do lucro estimadas sob várias abordagens econométricas, ordenando os mercados de acordo com os níveis da elasticidade estimados na regressão de efeitos fixos. As abordagens econométricas alternativas consideradas são as regressões secionais, efeitos aleatórios para as empresas e o procedimento de dois passos de Heckman (1979). A abordagem secional envolve a estimação de regressões dos lucros nos custos variáveis médios para

10 Contrariamente ao que acontece no corrente artigo, o setor não transformador em Braila *et al*., (2010) inclui o setor financeiro.

Quadro 1

AS ELASTICIDADES DO LUCRO POR SETOR NO PERÍODO DE 2005 A 2009

		Média (em percentagem)							
		Não ponderada	Ponderada						
	N. de mercados		Vendas	VAB	Emprego	Coef. de variação	Desvio padrão	Min.	Max.
Total da economia	132	-2.7	-2.0	-1.9	-2.2	-0.7	2.0	-13.1	-0.1
Setor transacionável	90	-3.1	-2.6	-2.6	-2.9	-0.7	2.2	-13.1	-0.1
Setor não-transacionável	42	-1.9	-1.6	-1.5	-1.7	-0.6	1.1	-5.3	-0.5
Setor transformador	80	-3.3	-3.2	-3.2	-3.2	-0.7	2.2	-13.1	-0.1
Setor não transformador	52	-1.8	-1.6	-1.5	-1.7	-0.6	1.0	-5.3	-0.5
Eletricidade e abastecimento de água	3	-1.2	-0.8	-0.7	-0.9	-0.7	0.9	-2.1	-0.5
Construção	4	-2.0	-1.2	-1.2	-1.3	-0.4	0.7	-2.5	-0.9
Comércio	23	-2.2	-1.8	-1.9	-2.1	-0.6	1.3	-5.3	-0.8
Transportes e comunicações	8	-1.8	-2.1	-2.1	-2.3	-0.3	0.5	-2.5	-1.1
Outros serviços	14	-1.2	-1.0	-1.0	-1.4	-0.3	0.4	-1.8	-0.6

Fonte: Cálculos dos autores.

cada ano e para cada mercado, usando o logaritmo das vendas como controlo para a dimensão da empresa[11]. As elasticidades do lucro consistem na média dos coeficientes associados aos custos variáveis médios entre 2005 e 2009[12]. Os resultados obtidos com base na especificação secional geram também elasticidades negativas e que são significativas na sua larga maioria. Este resultado permanece válido para as restantes abordagens. A um nível de 5 por cento, as elasticidades do lucro são significativas em 89, 86 e 99 por cento dos mercados para a estimação de efeitos fixos, efeitos aleatórios e procedimento de dois passos de Heckman (1979), respetivamente. Assim, a consideração do enviesamento de seleção da amostra melhora a significância das elasticidades do lucro.

A ordenação das elasticidades estimadas sob efeitos fixos e aleatórios é muito semelhante, exceto em alguns dos mercados mais concorrenciais, embora o teste de Hausman (1978) não suporte esta última especificação. A um nível de 5 por cento, os efeitos aleatórios são rejeitados em 80 por cento dos mercados usando teste de Hausman (1978) e em 87 por cento usando o teste de Hausman robusto (Wooldridge (2002)). Os resultados obtidos através de regressões secionais são algo diferentes. Uma das razões para este resultado é o facto da abordagem secional não ter em conta o efeito do ciclo económico, ao contrário das restantes opções. O procedimento de dois passos de Heckman (1979), que controla o potencial enviesamento de seleção, não rejeita a existência de um enviesamento em cerca de 60 por cento dos mercados, embora a significância das restrições de exclusão seja algo limitada pois a idade é significativa em apenas 64 por cento dos mercados e o total do ativo em 55 por cento dos mercados. Ainda assim, as estimativas da elasticidade do lucro são tipicamente próximas das obtidas com efeitos fixos e a sua ordenação não é substancialmente diferente.

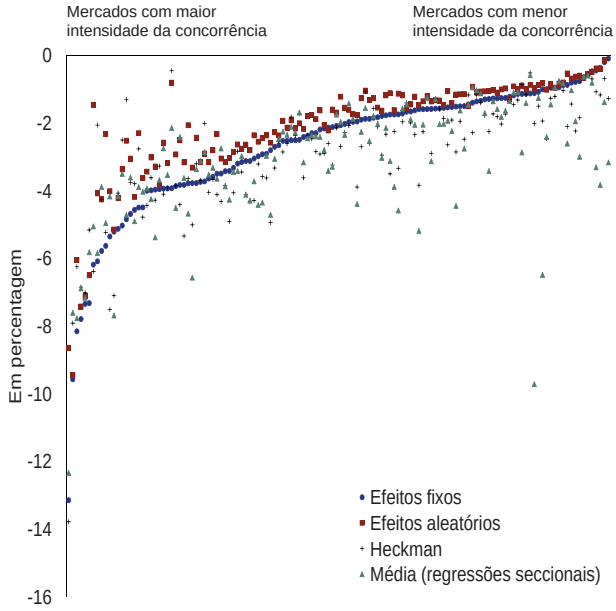
Finalmente, os resultados apresentados nesta secção são baseados no período de 2005-2009, para o qual a base de dados abrange o universo das empresas. No entanto, para o período 2000-2009, as estimativas usando efeitos fixos e as abordagens econométricas alternativas são extremamente próximas destas.

11 Excluindo a variável dimensão da empresa das regressões, as elasticidades do lucro não são sempre negativas e significativas.

12 O procedimento de White (1980) foi utilizado de modo a obter resultados robustos a potenciais problemas de heterocedasticidade.

Gráfico 3

A ELASTICIDADE DO LUCRO POR MERCADO DE ACORDO COM VÁRIAS ABORDAGENS ECONOMÉTRICAS NO PERÍODO DE 2005 A 2009



Fonte: Cálculos dos autores.

Notas: Os mercados encontram-se ordenados de acordo as estimativas da elasticidade do lucro obtidas no modelo de efeitos fixos.

3.2. As tendências da elasticidade do lucro

As tendências da elasticidade dos lucros tendem a ser indicadores mais robustos da evolução da concorrência de mercado do que os seus níveis, em particular se as diferentes metodologias de estimação e especificações apresentam resultados consistentes. Se as economias à escala, a qualidade do produto, reputação da empresa, fidelidade à marca e as diferenças do enquadramento institucional forem relativamente estáveis ao longo do tempo, então as tendências são mais suscetíveis de traduzir alterações na concorrência.

O gráfico 4 apresenta as tendências da elasticidade dos lucros estimadas com efeitos fixos por empresa e por ano (equação 2)[13]. As barras positivas identificam reduções potenciais da concorrência, *i.e.*, o nível da elasticidade dos lucros aumenta (diminui em valor absoluto). O gráfico 4 mostra que 58 por cento dos mercados registam tendências positivas, 29 por cento dos quais referem-se a mercados não-transacionáveis. No entanto, a percentagem de estimativas não significativas é elevada (67 por cento dos mercados). Adicionalmente, tal como mencionado anteriormente a propósito dos níveis da elasticidade do lucro, existe uma significativa dispersão das tendências da elasticidade do lucro entre mercados.

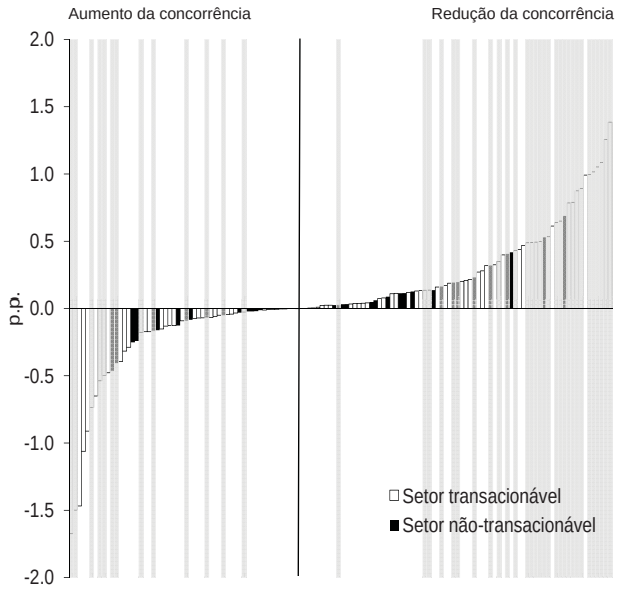
O quadro 2 apresenta as tendências da evolução da concorrência estimadas com efeitos fixos por empresa e por ano para o total da economia no período 2000-2009, ajustando pelo seu peso em mercados, vendas, VAB e emprego[14]. Os pesos para cada mercado referem-se à média do período 2005-2009 porque a cobertura da base de dados neste período é próxima do universo das empresas, contrariamente ao que acontece no período anterior. Os pesos são fixos pelo que não existe efeito

13 As estimativas das tendências da elasticidade do lucro em cada mercado são apresentadas em Amador e Soares (2012b).

14 De forma a considerar o aumento no número de observações em 2005, devido ao início da base de dados IES, uma *step-dummy* de interação foi incluída nesse ano, revelando-se significativa.

Gráfico 4

TENDÊNCIAS DA ELASTICIDADE DO LUCRO DE MERCADO NO PERÍODO DE 2000 A 2009



Fonte: Cálculos dos autores.

Notas: O sombreado cinzento na vertical identifica os mercados onde as tendências estimadas são significativas a 10 por cento. As barras pretas correspondem a mercados não-transacionáveis, tal como definidos em Amador e Soares (2012a).

de estrutura. O quadro apresenta a proporção de mercados com tendências de elasticidade do lucro positivas e negativas, assinalando também o peso das que são significativas a um nível de 10 por cento.

A maioria dos mercados portugueses apresentou uma redução na intensidade da concorrência no período 2000-2009 e se estes mercados forem ponderados de acordo com as vendas, VAB e emprego, as reduções na concorrência tornam-se mais substanciais, atingindo três quartos na última opção. Este resultado implica que os mercados que apresentaram reduções concorrência representam a larga maioria das vendas, do VAB e do emprego da economia portuguesa. Considerando apenas as estimativas signi-

Quadro 2

TENDÊNCIAS DA ELASTICIDADE DOS LUCROS: AGREGAÇÕES DE MERCADO POR SETORES | EM PERCENTAGEM

			Mercados	Vendas	VAB	Emprego
Reduções da concorrência (Aumento da elasticidade do lucro, $\gamma > 0$)		Total da economia	58	64	67	74
		Setor não-transacionável	52	69	74	84
		Setor transacionável	60	54	54	61
	Signif. 10%	Total da economia	23	28	33	39
		Setor não-transacionável	21	32	41	43
		Setor transacionável	23	19	20	33
Aumentos da concorrência (Diminuição da elasticidade do lucro, $\gamma < 0$)		Total da economia	10	11	13	4
	Signif. 10%	Setor não-transacionável	14	10	13	3
		Setor transacionável	8	13	14	7

Fonte: Cálculos dos autores.

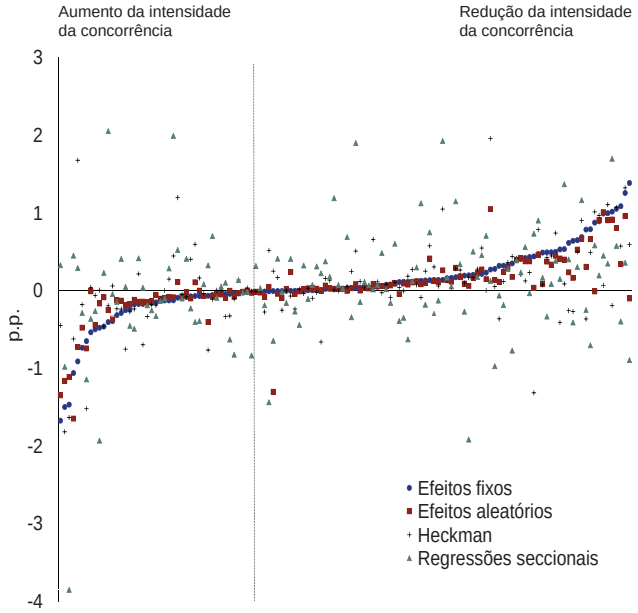
ficativas, as reduções da concorrência tornam-se menos relevantes em termos quantitativos, apesar de se manterem maiores que os aumentos da concorrência. Cerca de 40 por cento do total do emprego na economia está alocado a mercados que enfrentaram uma redução da intensidade da concorrência. Em síntese, as reduções na concorrência são importantes ao nível dos mercados e bastante relevantes em termos de vendas, VAB e emprego.

Consistentemente com os resultados para o total da economia, a maioria dos mercados nos setores transacionável e não-transacionável apresentou uma redução da concorrência (Quadro 2). Adicionalmente, o setor não-transacionável apresenta uma menor incidência de reduções da concorrência quando comparado com o setor transacionável em termos de percentagem de mercados, mas não quando estes são ponderados com base nas vendas, VAB e emprego. De facto, as reduções da concorrência no setor não-transacionável são muito substanciais em termos de recursos. Mais de 70 por cento do VAB e do emprego no setor não-transacionável referem-se a mercados cujo nível de concorrência diminuiu.

Os resultados tornam-se menos fortes quando apenas as tendências significativas são consideradas mas a percentagem de mercados não-transacionáveis com reduções na concorrência mantém-se superior a 40 por cento do VAB e do emprego do setor. Além disso, os resultados mantêm-se qualitativamente

Gráfico 5

TENDÊNCIAS DA ELASTICIDADE DO LUCRO POR MERCADO DE ACORDO COM VÁRIAS ABORDAGENS ECONOMÉTRICAS



Fonte: Cálculos dos autores.

Notas: Os mercados encontram-se ordenados de acordo com as tendências da elasticidade dos lucros, obtidas através do modelo de efeitos fixos.

inalterados quando é utilizada a distinção entre setor transformador e não-transformador e são robustos para as várias abordagens econométricas. O resultado mais marcante reside no setor da "Construção", onde virtualmente todos os mercados apresentam reduções na concorrência, utilizando como pesos as vendas, VAB ou o emprego.

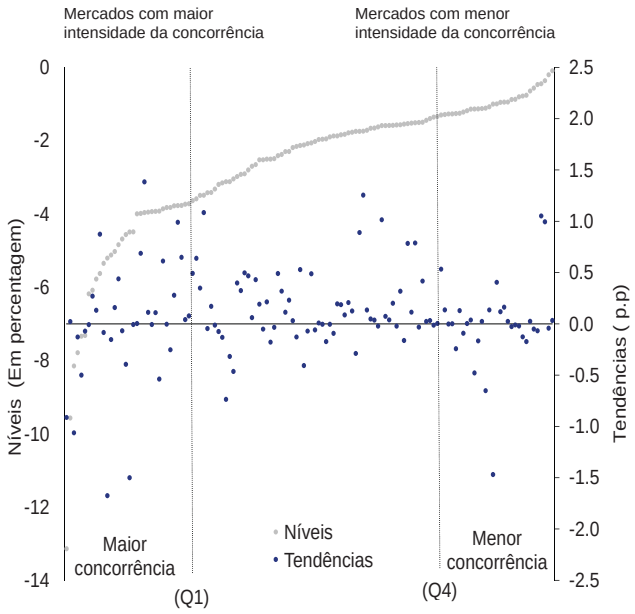
Os resultados obtidos com as especificações alternativas, utilizados como teste de robustez, são apresentados no gráfico 5. As conclusões que emergem destas estimações são qualitativamente semelhantes às obtidas com efeitos fixos por empresa e por ano, mantendo-se globalmente inalterada a ordenação

dos mercados de acordo com as tendências estimadas para a elasticidade dos lucros. No entanto, observam-se algumas diferenças no caso da especificação seccional[15].

Outra dimensão da análise consiste em verificar o comportamento dos mercados que se situam nas abas da distribuição dos níveis da elasticidade dos lucros, *i.e.*, como se comportam os mercados potencialmente menos e mais concorrenciais em termos de tendência das elasticidades do lucro. O objetivo é verificar se os mercados inicialmente menos concorrenciais são aqueles em que a concorrência se reduziu, *i.e.*, mostraram uma tendência (γ^j) positiva para a elasticidade do lucro. Tal cenário configura uma avaliação mais negativa da concorrência do que numa situação onde os mercados menos concorrenciais registam tendências negativas na elasticidade do lucro. O gráfico 6 apresenta as tendências da elasticidade do lucro ordenadas de acordo com os níveis do indicador na formulação com efeitos fixos por empresa e por ano, no período 2005-2009. A conclusão é a de que a maioria dos mercados com menor intensidade da concorrência (acima do quarto quartil da distribuição do nível da elasticidade do lucro) apresenta tendências positivas, *i.e.*, reduções na concorrência (52 por cento no modelo de efeitos fixos e 58 por cento na formulação de dois passos de Heckman (1979)). Assim, os mercados com menor intensidade da concorrência não se tornaram, na sua maioria, mais concorrências.

Gráfico 6

OS NÍVEIS E AS TENDÊNCIAS DA ELASTICIDADE DO LUCRO (2000-2009)



Fonte: Cálculos dos autores.

Notas: Os mercados encontram-se ordenados de acordo com os níveis da elasticidade do lucro, obtidos usando o modelo de efeitos fixos para o período de 2005 a 2009.

15 Esta especificação decorre em dois passos. Em primeiro lugar, são estimadas regressões do lucro sobre o custo variável médio com um controlo para a dimensão da empresa (logaritmo das vendas), usando o procedimento de White (1980) para corrigir problemas de heterocedasticidade. Em segundo lugar, uma tendência linear no tempo é estimada sobre as elasticidades do lucro obtidas no primeiro passo, utilizando o procedimento Newey-West para controlo da autocorrelação de primeira ordem.

4. Conclusão

A avaliação da evolução da concorrência numa economia é um elemento importante para a política económica. Este artigo avalia a concorrência nos mercados portugueses, medida através da elasticidade do lucro face aos custos marginais, tal como sugerido em Boone (2008), utilizando dados de empresa no período de 2000 a 2009. O artigo reporta os níveis da elasticidade do lucro e as suas tendências para os diferentes mercados, com uma ênfase na distinção entre os setores transacionável e não-transacionável.

O artigo conclui que há uma dispersão significativa dos níveis de elasticidade de lucro entre mercados. Na especificação econométrica de referência, a elasticidade do lucro média na economia portuguesa no período 2005-2009 é de 2.7 por cento, em valor absoluto, o que está em linha com os valores apresentados para outros países da União Europeia. Além disso, a elasticidade do lucro média, em valor absoluto, nos setores transacionável e não-transacionável é de 3.1 e 1.9 por cento, respetivamente, o que sugere uma menor intensidade da concorrência no último setor. Quando os mercados individuais são agregados de acordo como o seu peso no total das vendas, VAB e emprego, o setor não-transacionável mantém-se como o menos concorrencial.

Uma vez que os níveis de elasticidade de lucro não são diretamente comparáveis entre mercados, as tendências são geralmente consideradas como um indicador mais robusto da evolução da concorrência. Neste contexto, uma conclusão importante deste artigo é que a maioria dos mercados da economia portuguesa apresentou uma redução da intensidade da concorrência no período 2000-2009, apesar de se observar uma elevada heterogeneidade. Os mercados que enfrentaram reduções na concorrência representam a larga maioria das vendas, do VAB e do emprego da economia portuguesa. O setor não-transacionável apresenta menor incidência de reduções da concorrência do que o setor transacionável em termos de percentagem de mercados, mas não em termos do seu peso nas vendas, VAB e emprego. Finalmente, a maioria dos mercados com baixa intensidade da concorrência não se tornaram mais concorrenciais.

Em síntese, o artigo parece confirmar que há bastante espaço para melhorar a concorrência na economia portuguesa, particularmente no setor não-transacionável. Tal aumento da concorrência poderia levar a uma alocação mais eficiente de recursos, favorecendo a correção dos desequilíbrios macroeconómicos atualmente existentes. A entrada e saída de empresas dos mercados e a realocação de recursos para as empresas mais eficientes num dado mercado são fatores fundamentais ao aumento da produtividade total. A investigação futura deverá explorar os determinantes económicos destes efeitos.

Referências

Amador, J. e Soares, A. (2012a), "Competition in the Portuguese economy: An overview of classical indicators", *Working Paper 8*, Banco de Portugal.

Amador, J. e Soares, A. (2012b), "Competition in the Portuguese economy: Insights from a profit elasticity approach", *Working Paper* 17, Banco de Portugal.

Boone, J. (2008), "A new way to measure competition", *The Economic Journal* 111(August), 1245–1261.

Boone, J., van Ours, J. e van der Wiel, H. (2007), "How (not) to measure competition", *Technical Report* 91, *CPB Discussion Paper*.

Braila, C., Rayp, G. e Sanyal, S. (2010), "Competition and regulation, Belgium, 1997 to 2004", *Working Papers* 3-2010, Federal Planning Bureau.

CPB (2000), "Measuring competition: How are cost differentials mapped into profit differentials?", Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis - *Working Paper* 131.

Devine, H., Doan, T., Iyer, K., Mok, P. e Stevens, P. (2011), "Competition in New Zealand industries: Measurement and evidence", *Technical report*, Ministry of Economic Development.

Griffith, R., Boone, J. e Harrison, R. (2005), "Measuring competition", *Research Working Paper Series* 022-August-2005, Advanced Institute of Management Research.

Hausman, J. (1978), "Specification tests in econometrics", *Econometrica* 46, 1251–1271.

Heckman, J. (1979), "Sample selection bias as a specification error", *Econometrica* 47(1), 153–161.

Leuvensteijn, M., Sørensen, C., Bikker, J. e Rixtel, A. (2008), "Impact of bank competition in interest rate pass-through in the euro area", *DNB Working Paper* 171, De Nederlandsche Bank.

Maliranta, M., Pajarinen, M., Rouvinen, P. e Yla-Anttila, P. (2007), "Competition in Finland: Trends across business setors in 1994–2004", *Technical Report* 13-2007, Ministry of Trade and Industry.

Peroni, C. and Ferreira, I. (2011), "Competition and innovaton in Luxemburg", *Economie et Statistiques Working paper* 52, STATEC.

Polder, M., Veldhuizen, E., Bergen, D. e Pijll, E. (2009), "Micro and macro indicators of competition: Comparison and relation with productivity change", *Discussion paper* 09024, Statistics Netherlands.

Schiersch, A. e Schmidt-Ehmcke, J. (2010), "Empiricism meets theory – is the boone indicator applicable?", *Technical Report* 1030, *DIW Discussion Papers*.

Simar, L. e Wilson, P. (2005), *Statistical inference in nonparametric frontier models: Recent developments and perspectives*, *in H. Fried, C. Lovell and S. Schmidt, eds, The Measurement of Productive Efficiency Techniques and Application 2nd Edition*, Oxford University Press.

Wooldridge, Jeffrey M. (2002), *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, MIT Press.

EFEITOS DAS EXTERNALIDADES DA DESPESA PÚBLICA*

*Valerio Ercolani*** | *João Valle e Azevedo***

RESUMO

Estimamos, usando dados dos EUA, um modelo de equilíbrio geral com duas características salientes. Primeiro, permitimos que o consumo público afete diretamente o bem-estar das famílias. Em segundo lugar, permitimos que o capital público afete a produtividade dos fatores privados. Por um lado, estimamos que o consumo privado e público são bens substitutos, ou seja, um aumento do consumo público leva as famílias a substituir parcialmente consumo privado com consumo público. Consequentemente, a oferta de trabalho reage pouco a um choque de consumo público e, portanto, o multiplicador do consumo público é muito menor do que em modelos com separabilidade, atingindo o valor máximo - 0,33 - no momento do choque. Por outro lado, investimento público (excluindo defesa) resulta num aumento ligeiro ou insignificante, dependendo da especificação, da produtividade dos fatores privados. Nas especificações onde o investimento público é produtivo, um choque de investimento gera as seguintes respostas estimadas (após vários trimestres): uma reação positiva do consumo privado, do valor das empresas, do investimento privado e dos salários reais. Em contraste com modelos onde o capital público é improdutivo , o multiplicador do investimento público estimado aumenta durante um longo período, atingindo cerca de 1,5 após seis anos.

1. Introdução

O estudo dos mecanismos através dos quais a despesa pública afeta o setor privado têm ocupado grande parte da literatura macroeconómica. O debate atual sobre o desenho de pacotes de estímulo/consolidação fiscal nos países industrializados renovou o interesse em tais mecanismos. Este artigo contribui para o debate através de uma análise positiva (ao invés de normativa) sobre o efeito das "externalidades" produzidas pela despesa pública. Entenda-se por externalidade a possibilidade de o consumo público influenciar o bem-estar das famílias ou, mais precisamente, afetar a utilidade marginal do consumo das famílias e, portanto, o próprio nível de consumo. Tal ocorrerá se alguns itens do consumo público atuarem como bens substitutos ou complementares do consumo privado. Por exemplo, serviços de saúde públicos podem reduzir a necessidade de serviços privados de saúde, ou, serviços públicos de educação podem reduzir a necessidade de escolas privadas, mas, por outro lado, promover um aumento do consumo de livros de texto ou de computadores pessoais. Todas estas relações entre o consumo privado e diferentes itens do consumo público tornam o consumo privado, em termos agregados, como substituto ou complemento do consumo público. Assim, a omissão a priori de um canal de substituibilidade/comple-

* Este artigo é uma versão condensada do artigo *"The Effects of Public Spending externalities"*, WP 12/2012, Banco de Portugal. Agradecemos os comentários e sugestões de Emanuela Cardia, Isabel Correia, Carlo Favero, Ricardo Félix, Nikolay Iskrev, Leonardo Melosi, Caterina Mendicino, Tommaso Monacelli, Nicola Pavoni, Pedro Teles e Roberto Perotti. Versões anteriores beneficiaram de comentários de Javier Perez, Gianni Amisano, e Frank Smets. As opiniões expressas neste 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.

mentaridade pode produzir estimativas enviesadas da resposta do consumo privado a um choque de consumo público. É importante notar que mesmo a reação de oferta de trabalho e, consequentemente, a do produto, a tal choque, depende da relação em preferências entre consumo privado e público. Além disso, o investimento público pode criar externalidades no setor privado. Mais precisamente, o capital público pode agir como um promotor da produtividade dos fatores privados, de tal forma que um choque de investimento público tem o potencial de afetar a dinâmica de diversas variáveis, tais como o investimento privado, o consumo ou o produto. Por exemplo, um sistema eficiente de autoestradas construído em lugar de antigas estradas pode aumentar a produtividade das empresas privadas (por exemplo, através do fomento do comércio dentro do país). Mais uma vez, a omissão deste papel para o investimento público pode enviesar as estimativas dos seus efeitos.

Embora os efeitos do consumo público no consumo privado tenham há muito sido considerados (*e.g.,* Barro, 1981), a hipótese padrão na maior parte da literatura macroeconómica (*e.g.,* Baxter e King, 1993 ou Smets e Wouters, 2007) é que consumo público e privado são separáveis em preferências, ou seja, a utilidade marginal do consumo é independente do nível de consumo público. Além disso, o capital público é também frequentemente omitido, uma vez que se presume que este seja "improdutivo" (há exceções, como em Baxter e King, 1993 ou Pappa, 2009, ou Leeper *et al.*, 2010). Deste modo, o chamado efeito riqueza negativo é o principal motor dos choques de despesa pública. O aumento da despesa pública resulta num aumento do valor presente dos impostos futuros e, consequentemente, o rendimento permanente é menor. A consequência bem conhecida deste efeito é a correlação negativa entre despesa pública e consumo privado, após um choque na despesa pública[1]. O efeito riqueza negativo tem um impacto positivo sobre a oferta de trabalho o que, por sua vez, gera um aumento do produto e uma redução dos salários reais[2]. Finalmente, o investimento privado geralmente cai em resposta a um choque (temporário) de despesa pública.

Neste contexto, é claro que as externalidades que exploramos têm o potencial de alterar o sinal habitual das reações de vários agregados a choques de despesa pública e, mesmo que o sinal esteja correto, permitem avaliar o enviesamento das respostas obtidas em modelos que não consideram estes efeitos. Assim, caso se esteja interessado nos efeitos de estímulos orçamentais, é óbvio que as respostas obtidas em Uhlig (2010) - onde a ênfase está nas variações de impostos distorcionários como forma de financiamento do estímulo - ou em Christiano *et al*. (2011) - onde o foco está no limite inferior das taxas de juro nominais - ou em Monacelli, Perotti e Trigari (2010) - com foco no mercado de trabalho - podem ser afetadas pelas externalidades da despesa pública.

O nosso objetivo é, portanto, responder a três questões principais: é razoável presumir a independência em preferências entre consumo privado e público (*i.e.*, separabilidade)? Há evidência de que o capital público promove a produtividade dos fatores privados? Quais são os efeitos produzidos por estas externalidades? Para responder a estas perguntas adicionamos os dois "canais de externalidades" a um modelo de equilíbrio geral *standard* com preços flexíveis que será estimado com recurso a técnicas Bayesianas.

Por um lado, a estimação de várias versões do modelo indica que consumo privado e consumo público são bens substitutos. Isto significa que um aumento no consumo público torna o consumo privado menos desejável e, tudo o resto igual, leva as famílias a substituir parcialmente consumo privado pelo consumo público agora disponível. Como consequência, a oferta de trabalho reage menos relativamente a um

1 Há exceções na literatura. Por exemplo, Galí, Lopez-Salido e Vallés (2007) introduzem uma imperfeição de mercado num modelo *neo-keynesiano*. Especificamente, uma fração das famílias não pode pedir empréstimos ou emprestar, o que implica que o consumo agregado possa aumentar após um choque de despesa pública. Linnemann (2006) constrói um modelo neoclássico, onde o lazer e o consumo não são separáveis em preferências. Este tipo de não-separabilidade pode permitir que o consumo reaja positivamente a choques de despesa pública.

2 Os salários reais reagem negativamente num modelo de preços flexíveis uma vez que a curva de procura de trabalho se mantém inalterada. Pelo contrário, em modelos com preços rígidos os salários reais podem aumentar em resposta a um choque de despesa pública (ver Linnemann e Schabert, 2003).

mundo com consumo público separável. Assim, o multiplicador de consumo público obtido é muito inferior (cerca de um terço) em comparação com aquele obtido em modelos com separabilidades, atingindo o valor máximo - 0,33 - no momento do choque. Por outro lado, choques no investimento público (excluindo itens de defesa) resultam num aumento ligeiro ou insignificante, dependendo da especificação, da produtividade dos fatores privados, enquanto o investimento em defesa parece não ter qualquer impacto. Na nossa especificação de referência, um choque no investimento público (excluindo defesa) gera as seguintes respostas estimadas após vários trimestres: uma reação positiva do consumo privado, do valor das empresas, do investimento privado e dos salários reais. O multiplicador de despesa pública estimado aumenta durante um longo período, atingindo cerca de 1,5 após seis anos. Note-se que o multiplicador obtido assumindo que o investimento público é improdutivo, se comporta de forma bastante diferente. É maior no momento de impacto, em torno de um, caindo gradualmente ao longo do tempo.

O artigo está organizado da seguinte forma: a secção 2 apresenta uma visão geral da evidência empírica e relaciona-a com o nosso trabalho. A secção 3 descreve o modelo utilizado, enquanto a secção 4 descreve o exercício de estimação e resultados. Na secção 5 apresentamos algumas observações finais.

2. Sumário da Evidência Empírica

Praticamente todas as estimativas do grau de substituibilidade/complementaridade entre consumo privado e consumo público são obtidas em modelos de equilíbrio parcial ou com base em algumas condições de equilíbrio (principalmente equações de Euler). A evidência empírica resultante da estimação de equações de Euler não é conclusiva. Aschauer (1985) encontra um grau significativo de substituibilidade entre as duas variáveis no caso dos EUA, enquanto Amano e Wirjanto (1998) encontram complementaridade fraca. Focando-se no Reino Unido, Ahmed (1986) encontra substituibilidade enquanto Karras (1994), examinando a relação entre consumo privado e público em 30 países, conclui que os dois tipos de bens são melhor descritos como complementares (mas muitas vezes não relacionados). Fiorito e Kollitznas (2004) dividem o consumo público em dois grupos, denominados "bens públicos" e "bens de mérito". O primeiro inclui despesa em defesa, forças de segurança e no sistema judicial, o segundo contém despesa em saúde, educação e outros serviços que podem ser prestados pelo setor privado. Usando modelos de painel dinâmicos motivados por equações de Euler estes autores mostram que, para 12 países europeus, bens públicos substituem ligeiramente enquanto bens de mérito complementam o consumo privado. O uso de modelos de equilíbrio geral oferece pelo menos duas contribuições. Primeiro, estimativas da elasticidade de substituição obtidas em modelos de equilíbrio parcial são propensas a enviesamento por omissão de variáveis (por exemplo, o efeito riqueza negativo pode afetar as estimativas desta elasticidade). Segundo, um modelo de equilíbrio geral permite-nos estudar os efeitos da despesa pública em diversas variáveis simultaneamente. Seguindo esta linha de investigação, Bouakez e Rebei (2007) estimam um modelo de equilíbrio geral para os EUA por máxima verosimilhança concluindo que consumo privado e consumo público são bens complementares. A nossa análise difere desta em vários aspetos, não apenas nos resultados[3].

A outra classe de artigos relacionados com o nosso trabalho foca-se na importância do capital público como promotor do crescimento da economia. Aschauer (1989) estima uma função de produção agregada para a economia dos EUA, que tem como *inputs* o trabalho, o capital privado mas também capital público, concluindo que a elasticidade do produto em relação ao capital público é 0,39. Adotando uma

3 Em contraste com a nossa abordagem, não são usados dados de despesa pública na estimação. Pensamos que a utilização destes dados é essencial para identificar e medir corretamente a elasticidade de substituição entre consumo privado e consumo público, especialmente num modelo de economia fechada. Além disso, são usados dados filtrados com o filtro HP, o que implica uma correspondência ténue entre as variáveis do modelo e os dados. Finalmente, alguns parâmetros relevantes são fixos , por exemplo, o parâmetro que mede o peso do consumo privado no agregador de consumo efetivo. Nós estimamos este parâmetro dado que ele é fundamental para estabelecer se o consumo público afeta ou não o bem-estar dos agentes.

abordagem semelhante, Finn (1993) estima elasticidades muito mais baixas para diversos itens do capital público (a maior é 0,16 para autoestradas) mas rodeadas de grande incerteza. A implicação destes dois trabalhos é que o capital público é um importante fator explicativo das alterações na produtividade da economia. Outros autores, como Tatom (1991), reportam, pelo contrário, que a melhor estimativa para a elasticidade mencionada é zero. Belo e Yu (2011) reportam movimentos no mercado de ações, compatíveis com uma especificação (muito semelhantes à utilizada por nós) onde o capital público é diretamente produtivo. Em contraste com estes trabalhos, estimamos as alterações na produtividade resultantes de alterações no capital público utilizando um modelo de equilíbrio geral. Assim, podemos estudar o efeito de um choque de investimento público controlando para efeitos de equilíbrio geral, contrariamente ao que é comum na literatura. No entanto, é importante destacar o trabalho de Leeper *et al*. (2010) que analisam, num modelo de equilíbrio geral estimado, cenários com diferentes valores para a elasticidade do produto em relação ao capital público. Condicionalmente ao valor de 0,1 para esta elasticidade, os autores estimam um um multiplicador de investimento público entre 0,90 e 1,14 nos três primeiros anos após o choque. Baxter e King (1993), num modelo totalmente calibrado, reportam um multiplicador de longo prazo de 4,12, condicional à escolha de 0,1 para a elasticidade do produto em relação ao capital público. Straub e Tchakarov (2007) calibram um modelo de equilíbrio geral para a área do euro, concluindo que sob parametrizações razoáveis choques permanentes ou temporários de investimento público geram multiplicadores muito superiores aos obtidos com aumentos exógenos no consumo público. Finalmente, passando para a análise de auto-regressões vetoriais (VAR), Perotti (2004) utiliza, com dados dos EUA, um VAR estrutural identificado com informação institucional, reportando que um choque de investimento público gera um multiplicador que atinge o pico, em1,68, no momento de impacto. Pappa (2009), utilizando um VAR identificado com restrições de sinal e dados dos EUA ao nível dos estados, conclui que aumentos no investimento público geram aumentos do emprego e dos salários reais.

3. O Modelo

Descrevemos agora brevemente a nossa economia modelo, tornando claros os problemas resolvidos por famílias e empresas. Descrevemos também o comportamento do governo, ou autoridade fiscal. Em poucas palavras, olharemos para um modelo de preços flexíveis *standard*, aumentado com dois ingredientes destinados a avaliar o papel do consumo e investimento público nas decisões do setor privado. Mais precisamente, permitimos que o consumo público afete a utilidade marginal do consumo e que o investimento público afete a produtividade dos fatores privados, inserindo uma medida de capital público na função de produção. Além disso, usamos ingredientes disponíveis na literatura que se mostraram úteis para o ajuste aos dados: formação de hábito no consumo externa , concorrência monopolística nos mercados de fatores, custos de ajustamento do investimento, custos de ajustamento da capacidade de utilização e impostos distorcionários. A incerteza é introduzida através de sete choques ortogonais: choque de preferências, de produtividade total dos fatores, de ajustamento do investimento, de *markup* dos salários, bem como choques de consumo público e de investimento público. Separaremos o investimento público em itens de defesa e não-defesa o que resulta na adição de outro choque.

3.1. Famílias

A economia é habitada por um contínuo de famílias. Presume-se que a utilidade da família representativa resulta do consumo efetivo, $\tilde{C}_t$, e da desutilidade do trabalho, L_t, em cada trimestre t. O consumo efetivo é uma agregação de consumo privado, C_t, de de consumo público, G_t:

$$\tilde{C}_t = \left[\varphi \left(C_t \right)^{\frac{v-1}{v}} + \left(1 - \varphi \right) G_t^{\frac{v-1}{v}} \right]^{\frac{v}{v-1}}, \qquad (1)$$

onde φ é o peso do consumo privado no agregador e $\nu \in (0;\infty)$ é a elasticidade de substituição entre C_t e G_t[4]. Note-se que se $\varphi = 1$, então $\tilde{C}_t = C_t$, emergindo a hipótese convencional de separabilidade. A utilidade esperada é dada por:

$$E_0\left\{\sum_{t=0}^{\infty}\beta^t e^{\varepsilon_t^b}\left[\ln\left(\tilde{C}_t - h\tilde{C}_{t-1}^A\right) - \chi\frac{1}{1+\sigma_L}\left(L_t\right)^{1+\sigma_L}\right]\right\} \quad (2)$$

$\tilde{C}_{t-1}^A$ é o nível agregado de consumo efetivo em $t-1$ o que cria formação de hábito no consumo externa. O parâmetro $h \in (0;1)$ mede o grau de formação de hábito em termos de consumo efetivo, $\beta \in (0,1)$ representa o fator de desconto subjetivo, σ_L é o inverso da elasticidade de Frisch da oferta de trabalho e χ é um número positivo que fixa o nível de oferta de trabalho no estado estacionário. ε_t^b representa um choque nas preferências, que se assume seguir um processo autoregressivo de ordem 1 com termo de erro i.i.d.-normal com média zero. Para analisar o mecanismo de substituibilidade/complementaridade, olhamos agora para a derivada da utilidade marginal do consumo instantânea em relação ao consumo público. Dado um nível de consumo público e privado no estado estacionário esta é dada, em forma log-linearizada, por:

$$U_{cg} = \left(1-\varphi\right)\left(G/\tilde{C}\right)^{\frac{\nu-1}{\nu}}\left(\frac{1}{\nu} - \frac{1}{(1-h)}\right), \quad (3)$$

onde G e $\tilde{C}$ representam o nível de consumo público e efetivo no estado estacionário, respetivamente. Os parâmetros importantes para estabelecer o sinal de U_{cg} são a elasticidade de substituição entre consumo público e privado, ν e o nível de formação de hábito, h. Quando U_{cg} é maior que 0, consumo público e privado definem-se como bens complementares; quando U_{cg} é inferior a 0, os dois bens são definidos como substitutos; quando U_{cg} é 0, os dois bens não são relacionados em preferências. Evidentemente, quando φ é igual a 1 o consumo público não entra na utilidade (relacionado com o consumo privado) e U_{cg} colapsa para zero. Para valores de φ inferiores a 1, U_{cg} pode ser positivo ou negativo. U_{cg} é estritamente positivo se $\nu < 1-h$ e negativo no caso contrário. Dado que $0 \le h < 1$, $\nu > 1$ garante que U_{cg} é negativo.

As famílias maximizam a utilidade esperada escolhendo consumo, C_t, oferta de trabalho, L_t, o *sock* de capital físico no próximo período, K_{t+1}, o nível de investimento, I_t, bem como a intensidade com que o capital instalado é utilizado, u_t. Apresentamos a versão do modelo com impostos distorcionários sobre o trabalho, consumo e capital, com taxas marginais dadas, respetivamente, por τ^w, τ^c e τ^k. Os agentes enfrentam a seguinte restrição orçamental (expressa em termos reais):

$$\begin{aligned}(1+\tau^c)C_t + I_t = \\ (1-\tau^w)W_t L_t + (1-\tau^k)\left[r_t^k u_t - a\left(u_t\right)\right]K_t + D_t - T_t,\end{aligned} \quad (4)$$

onde r_t^k é o retorno do capital, $W_t L_t$ são os rendimentos do trabalho, $a\left(u_t\right)$ representa o custo de utilizar o capital com intensidade u_t (ver, *e.g.*, Schmitt-Grohé e Uribe, 2006), D_t são os dividendos pagos pelas empresas, detidas pelas famílias, enquanto T_t são impostos/transferências *lump-sum* pagos/recebidas ao/do governo[5].

---

4 Quando $\nu = 0$, estamos perante um agregador de "Leontief", *i.e.*, C_t e G_t são complementos perfeitos. Quando $\nu = 1$, estamos perante um agregador "Cobb-Douglas" descrito por $\tilde{C}_t = C_t^{\varphi} G_t^{(1-\varphi)}$. À medida que $\nu \to \infty$, temos um agregador linear que toma a forma $\tilde{C}_t = \varphi C_t + \left(1-\varphi\right)G_t$, e os dois bens são substitutos perfeitos.

5 De modo a justificar a existência de um agente representativo completamos os mercados permitindo que os agentes transacionem um conjunto completo de ativos contingentes. Em equilíbrio a oferta líquida destes instrumentos é zero.

O *stock* de capital evolui de acordo com a seguinte equação:

$$K_{t+1} = \left(1-\delta_k\right)K_t + I_t\left[1 - S\left(e^{\varepsilon_t^I}\frac{I_t}{I_{t-1}}\right)\right], \tag{5}$$

onde δ_k é a taxa de depreciação e a função $S(.)$ introduz custos de ajustamento do investimento *à la* Christiano, Eichenbaum e Evans (2005). Especificamente, $S(.) = \frac{\kappa}{2}\left(e^{\varepsilon_t^I}\frac{I_t}{I_{t-1}} - e^{\bar{\gamma}}\right)^2$, onde ε_t^I é um choque na função do custo de investimento que se admite seguir um processo autoregressivo de primeira ordem com termo de erro i.i.d.-normal com média zero e $\bar{\gamma}$ é a taxa de crescimento da produtividade no estado estacionário (ver a próxima secção para mais detalhes).

3.2. Empresas e mercado de trabalho

Aqui descrevemos brevemente os mercados de trabalho e de bens. De modo a simplificar a exposição postulamos diretamente o processo de fixação de preços/salários. O ambiente geral e amplamente utilizado para racionalizar as condições de equilíbrio resultantes pode ser encontrado em Ercolani e Valle e Azevedo (2012). Assumimos que há um contínuo de empresas em competição monopolística sendo que cada uma delas produz uma única variedade de bens finais, $Y_{j,t}$. Todas as empresas são idênticas e todas as variedades têm o mesmo grau de substituibilidade (elasticidade de substituição) *vis-a-vis* qualquer outra variedade. Em equilíbrio, as famílias dividem o seu consumo uniformemente pelas diversas variedades, o que nos permite abstrair do índice j para as empresas. Concentrar-nos-emos assim na empresa representativa . Esta empresa produz o bem final Y_t, usando como *inputs* capital, K_t, e trabalho, L_t. Além destes fatores, a função de produção ainda inclui K_t^G, representando a "produtividade" do capital público. A função de produção é dada pela seguinte expressão:

$$Y_t = A_t K_t^{\alpha} L_t^{1-\alpha} (K_t^G)^{\theta_g} - \Phi, \tag{6}$$

onde A_t representa a produtividade total dos fatores[6]. $\ln(A_t)$ evolui de acordo com:

$$\ln(A_t) = \bar{\gamma} + \ln(A_{t-1}) + \varepsilon_t^a, \tag{7}$$

onde $\bar{\gamma}$ é a taxa de crescimento da produtividade no estado estacionário (e, assim, a taxa de crescimento da economia) e o choque de produtividade evolui de acordo com: $\varepsilon_t^a = \rho_a \varepsilon_{t-1}^a + \eta_t^a$, onde η_t^a são choques seguindo uma distribuição i.i.d.-normal com média zero. O parâmetro Φ representa um custo fixo de produção enquanto $\theta_g \in (0;\infty)$ é a elasticidade da produção em relação à produtividade do capital público. Se $\theta_g > 0$, K_t^G tem um efeito direto na produção da empresa e, como consequência, uma influência positiva na produtividade dos fatores privados. Quanto maior for θ_g, mais eficaz será K_t^G na expansão da produção e assim na produtividade dos fatores privados. Note-se que se $\theta_g = 0$, emerge a função de produção habitual e K_t^G não produz nenhuma externalidade. Postulamos que a produtividade do capital público evolui de acordo com:

$$K_{t+1}^G = (1-\delta_{Kg})K_t^G + \xi_t^{ig}, \tag{8}$$

onde δ_{Kg} é uma taxa de depreciação e ξ_t^{ig} é a taxa de investimento público (no nosso caso, investimento público, I_t^g, dividido pelo produto total, *i.e.*, $\xi_t^{ig} = I_t^g / Y_t$). Especificaremos mais tarde como evolui ξ_t^{ig}. Por agora, refira-se que ξ_t^{ig} segue um processo estacionário (o que parece consistente com os dados), implicando que K_t^G é estacionário. Tal é conveniente por razões técnicas (ver Belo and Yu, 2011 e referências aí indicadas para uma especificação e argumentação semelhante) e evita seguir o pobremente

6 A especificação escolhida implica substituibilidade entre o capital privado e a produtividade do capital público, como é típico na literatura, ver *e.g.,* Aschauer (1989), Finn (1993), Baxter e King (1993) ou Leeper *et al*. (2010).

medido capital público. A solução do problema de maximização do lucro das empresas resume-se à fixação do preço P_t como um *markup*, igual a $\lambda_{p,ss}$, sobre o custo marginal. Neste artigo consideraremos apenas versões do modelo com investimento público dividido em itens de não-defesa e defesa. A função de produção é assim generalizada:

$$Y_t = A_t K_t^{\alpha} L_t^{1-\alpha} (K_t^{G})^{\theta_g} (K_t^{G,def})^{\theta_{g,def}} - \Phi,$$

onde a produtividade do capital (itens de defesa), $K_t^{G,def}$, evolui de acordo com

$K_{t+1}^{G,def} = (1-\delta_{Kg,def}) K_t^{G,def} + \xi_t^{ig,def}$ e $\xi_t^{ig,def}$ representa o investimento em defesa dividido pelo produto, *i.e.*, $\xi_t^{ig,def} = I_t^{g,def} / Y_t$. O investimento público (não defesa), I_t^g, exclui agora os itens relacionados com defesa.

Em relação ao mercado de trabalho, assumimos que as famílias fixam o salário como um *markup* sobre a taxa marginal de substituição entre consumo e lazer. O *markup* é estocástico e exógeno, seguindo um processo autoregressivo de primeira ordem.

3.3. Governo

Em primeiro lugar, especificaremos a evolução do consumo público, G_t, e do investimento público, I_t^g (usamos exatamente a mesma formulação para $I_t^{g,def}$). Estes podem sempre ser expressos como uma fração do produto:

$$G_t = \xi_t^g Y_t \; ; \quad I_t^g = \xi_t^{ig} Y_t.$$

Especificaremos ainda ξ_t^g e ξ_t^{ig} como se segue:

$$\xi_t^g = \exp(\varepsilon_t^g + ss^g) / (1 + \exp(\varepsilon_t^g + ss^g)) \quad ; \quad \xi_t^{ig} = \exp(\varepsilon_t^{ig} + ss^{ig}) / (1 + \exp(\varepsilon_t^{ig} + ss^{ig})).$$

Esta formulação (basicamente uma reparametrização) assegura que ξ_t^g e ξ_t^{ig} estão sempre entre 0 e 1. Os choques exógenos ε_t^g e ε_t^{ig} no consumo e investimento públicos, respetivamente, seguem processos autoregressivos :

$$\varepsilon_t^g = \rho_g \varepsilon_{t-1}^g + \eta_t^g \tag{9}$$

$$\varepsilon_t^{ig} = \rho_{ig} \varepsilon i_{t-1}^{ig} + \eta_t^{ig}, \tag{10}$$

onde η_t^g e η_t^{ig} são sequências i.i.d.- normal e mutuamente independentes com média zero. Note-se que ss^g e ss^{ig} fixam a média (ou o nível de estado estacionário) de ξ_t^g e ξ_t^{ig} (representados, respetivamente, por $\xi^{g,ss}$ e $\xi^{ig,ss}$).

Como a equivalência Ricardiana se verifica neste modelo, abstraí-mo-nos de dívida pública assumindo que o governo equilibra o orçamento.

3.4. Solução

Começamos com a derivação das condições de primeira ordem associadas aos problemas das famílias e empresas, combinando-as com condições de equilíbrio dos mercados e processos exógenos, reconhecendo que todas as empresas e famílias são *ex-ante* idênticas. O conceito de equilíbrio é padrão. O mercado de trabalho está em equilíbrio quando a procura de trabalho pelas empresas é igual à oferta de trabalho das famílias dado o salário agregado W_t. O mercado de capitais está em equilíbrio quando a procura de capital por parte das empresas é igual ao capital fornecido pelas famílias à taxa r_t^k.

Finalmente, o mercado de bens finais está em equilíbrio quando a oferta das empresas iguala a procura das famílias e do governo:

$$Y_t = C_t + I_t + a\left(u_t\right)K_t + G_t + I_t^g + I_t^{g,def}. \tag{11}$$

De seguida, todas as equações são escritas em termos de variáveis estacionárias, obtidas (quando tenham tendência) por divisão pelo nível de produtividade, A_t. Todas as condições de equilíbrio podem ser encontradas em Ercolani e Valle e Azevedo (2012). Antes da estimação, *log-linearizamos* as equações do modelo em torno do estado estacionário determinístico. A exceção à *log-linearização* ocorre com as variáveis ξ_t^g, ξ_t^{ig} e $\xi_t^{ig,def}$, que são frações do produto total.

4. Estimação

Estimamos o modelo usando técnicas Bayesianas padrão, utilizando dados trimestrais dos EUA de 1969T1 a 2008T3, veja-se o Apêndice para uma descrição detalhada dos dados. Tomamos como variáveis observáveis as primeiras diferenças em logaritmos do produto interno bruto real trimestral, do consumo real, do investimento real e dos salários reais, bem como uma transformação do consumo público e investimento público (o último dividido em itens de defesa e não-defesa) consistente com a formulação dos processos para $G_t = \xi_t^g Y_t$ e $I_t^g = \xi_t^{ig} Y_t$ descrita anteriormente. Cremos que o o uso de dados até 2012 poderia abrir (mais) problemas de má especificação no nosso modelo empírico (por exemplo, resultantes da ausência de fricções financeiras e da falta de consideração do limite inferior das taxas de juros nominais)[7]. É importante salientar que a correspondência entre os dados e as variáveis do modelo é exata, ou seja, não filtramos os dados antes de proceder à estimação (ver detalhes em Ercolani e Vale e Azevedo, 2012).

A estimação Bayesiana envolve a especificação de distribuições *a priori* dos parâmetros (as distribuições subjetivas do analista) caso estes não sejam fixados. Defina-se $P(\theta \mid m)$ como a distribuição *a priori* do vetor de parâmetros $\theta \in \Theta$ para o modelo $m \in M$ e $L(X_T \mid \theta, m)$ a função de verosimilhança para os dados observados $X_T = \left\{x_t\right\}_{t=1}^T$, dado o vetor de parâmetros θ e o modelo m. A distribuição *a posteriori* do vetor de parâmetros θ para o modelo m, $P(\theta \mid X_T, m)$, é obtida combinando a função de verosimilhança para X_T (*i.e.*, informação da amostra) com a distribuição *a priori* de θ:

$$P(\theta \mid X_T, m) \propto L(X_T \mid \theta, m)P(\theta \mid m), \tag{12}$$

$P(\theta \mid X_T, m)$ pode ser vista como a probabilidade de θ tomar um dado valor dada a informação *a priori* e a informação da amostra. Esta função pode ser maximizada, obtendo-se a moda (o valor mais provável de θ dada a informação *a priori* combinada com a informação da amostra), que é normalmente tomada como uma estimativa pontual de θ. Algoritmos de simulação permitem-nos obter numericamente a distribuição $P(\theta \mid X_T, m)$ bem como funções do parâmetro θ (*e.g.*, funções impulso-resposta), ver An e Schorfheide (2007). Como discutido em Geweke (1999), a inferência Bayesiana também fornece formas de aferir a aderência de um modelo. Para um modelo m, a verosimilhança marginal é dada por:

$$L(X_T \mid m) = \int_{\theta \in \Theta} L(X_T \mid m)P(\theta \mid m)d\theta, \tag{13}$$

que dá uma indicação da aderência geral do modelo dadas as observações. Discutiremos de seguida, para os parâmetros mais relevantes no nosso estudo, as distribuições a priori utilizadas no exercício de estimação e analisaremos as distribuições *a posteriori*.

7 Refira-se que Fernandez-Villaverde (2010) analisa os efeitos da política fiscal num modelo DSGE com fricções financeiras.

4.1. Calibração e distribuições *a priori*

Concentrar-nos-emos exclusivamente nos parâmetros relacionados com as externalidades da despesa pública. O leitor interessado pode encontrar todos os detalhes em Ercolani e Valle e Azevedo (2012), em particular, os valores dos parâmetros que são fixados (calibrados) e as distribuições *a priori* empregues em cada parâmetro. Referimos apenas que estas são independentes e a grande maioria é pouco informativa, isto é, não favorece de forma desproporcional qualquer valor particular dos parâmetros sendo que os valores centrais são fixados em torno de valores comuns na literatura. Tal é especialmente verdade no que se refere aos parâmetros relacionados com as externalidades da despesa pública. O parâmetro de utilidade φ segue uma distribuição uniforme (igual probabilidade) com suporte em $[0,1]$. No que diz respeito ao parâmetro que mede a elasticidade de substituição entre consumo público e privado, *i.e.*, $\nu \in (0;\infty)$, decidimos reparametrizá-lo de tal modo que $\nu = \exp(\nu_b)$, onde agora $\nu_b \in (-\infty;\infty)$. De seguida, ao especificar a distribuição a priori de ν_b queremos ser tão agnósticos quanto possível, tendo decidido utilizar também uma distribuição uniforme com suporte em $[-4,20]$ (ou seja ν no intervalo [0,018, substitutos quase perfeitos], digamos), que abrange uma vasta gama de possibilidades no espaço complementaridade/substituibilidade[8]. Em relação à escolha da distribuição *a priori* dos parâmetros que medem o efeito da produtividade do capital público, *i.e.*, θ_g e $\theta_{g,def}$, especificamos também uma distribuição uniforme com suporte em $[0,4]$.

4.2. Resultados da estimação

Esta secção apresenta brevemente os resultados de estimação obtidos. Analisámos várias versões do modelo, concentrando-nos nas seguintes variações: amostra completa, ou seja, de 1969T1 até 2008T3 ou apenas a chamada "Grande Moderação", ou seja, de 1984T1 até 2008T3; versões restritas do modelo: sem mecanismos de externalidade da despesa pública ($\varphi = 1$, $\theta_g = 0$, $\theta_{g,def} = 0$), apenas com o mecanismo da função de utilidade ($\theta_g = 0$, $\theta_{g,def} = 0$), apenas com o mecanismo da função de produção ($\varphi = 1$) e versões em que não há nenhum efeito produtivo resultante do investimento em defesa ($\theta_{g,def} = 0$).

O quadro 1 reporta os resultados de estimação de algumas especificações selecionadas para a amostra completa, os valores associados da verosimilhança marginal dos dados, e um resumo da distribuição *a*

Quadro 1

MÉDIA E MODA DA DISTRIBUIÇÃO *A POSTERIORI* DOS PARÂMETROS DE EXTERNALIDADES

Parâmetro	***POSTERIORI*, Amostra 1969T1-2008T3**										Sem Canais
	$\theta_{g,def}=0$						$\theta_{g,def}$ não restrito				
	$\varphi=1$		$\theta_g=0$		não restrito		$\varphi=1$		não restrito		
	Moda	Média	Moda	Média	Moda	Média	Moda	Média	Moda	Média	
A. Função utilidade											
$\nu_b = \log(\nu)$	-	-	7.9	10.2	7.6	10.7	-	-	8.1	10.5	
φ	-	-	0.65	0.63	0.65	0.63	-	-	0.65	0.61	
B. Função de Produção											
θ_g	0.0	0.0	-	-	0.0	0.09	0.0	0.28	0.0	0.0	
$\theta_{g,def}$	-	-	-	-	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	
Laplace Veros. Mg. Dados	2522.3		**2544.8**		2539.6		2518.9		2518.5		2541.4
Veros. Mg. Dados	2534.9		**2555.1**		2551.6		2534.7		2533.3		2548.3

Fonte: Cálculos dos autores.

8 O objetivo é evitar favorecer de qualquer forma a hipótese de substituibilidade ou complementaridade.

posteriori (média e moda) dos parâmetros relacionados com as externalidades em análise. O modelo com a maior verosimilhança marginal dos dados estimada (com dois métodos diferentes) é aquela em que a produtividade do capital público tem um efeito nulo sobre a produtividade dos fatores privados. Esta especificação revela ainda que o consumo público afeta a utilidade marginal do consumo, já que se estima que φ é inferior a 1, e que consumo público e privado são bens substitutos. Na verdade, o valor estimado de ν_b implica uma elevada elasticidade de substituição entre consumo público e privado. Assim, U_{cg} na equação 3 é inequivocamente negativo. Concentrando-nos agora nas especificações onde θ_g e $\theta_{g,def}$ são estimados, destacamos os seguintes factos: primeiro, as estimativas para φ e ν_b são muito próximas das obtidas na versão onde θ_g e $\theta_{g,def}$ são fixados em 0. Em segundo lugar, quando são estimadas, tanto a média como a moda de $\theta_{g,def}$ são 0. Em terceiro lugar, em algumas especificações, a média da distribuição *a posteriori* de θ_g é superior a 0, variando entre $0{,}09$ e $0{,}28$. Por fim, modelos com $\theta_{g,def}$ fixo em 0 são muito claramente preferíveis a modelos com $\theta_{g,def}$ não restringido[9].

Em resumo, os resultados sugerem evidência clara de forte substituibilidade entre o consumo público e o consumo privado e sinais mistos sobre os efeitos positivos do investimento público (excluindo defesa) na produtividade do setor privado, sendo que esta conclusão se mantém na amostra pós-1984 (resultados não reportados aqui). Na verdade, os intervalos de credibilidade Bayesianos a 90% de φ e ν_b estão concentrados em torno da média estimada, enquanto o de θ_g tem uma grande amplitude (ver Ercolani e Valle e Azevedo, 2012 para mais detalhes). Em seguida, faremos uma análise das dinâmicas da nossa economia modelo estimada que tem a maior densidade marginal dos dados (*i.e.*, a versão com consumo público na utilidade mas sem efeitos da produtividade do capital público na função de produção), comparando as funções impulso-resposta (respostas da economia a choques) com o que se obtém no modelo com consumo público separável. Note-se que em Ercolani e Valle e Azevedo (2012) se analisam também os efeitos dinâmicos de um choque de investimento público, numa especificação em que este é produtivo.

4.3. Análise de impulso-resposta

Nesta secção, estudamos as dinâmicas da economia em análise quando o único mecanismo de externalidade é o da não separabilidade entre consumo público e privado. O gráfico 1 descreve as reações das variáveis do modelo estimado (amostra completa) a um choque de consumo público nos primeiros 100 trimestres após o choque. A dimensão do choque é estabelecida como a média da distribuição *a posteriori* do desvio padrão do choque. As funções impulso-resposta são expressas em desvios (em pontos percentuais) do estado estacionário. Cada gráfico apresenta duas linhas, uma preta e uma cinzenta escura. A linha preta representa a média da distribuição *a posteriori* das respostas estimadas e tem o designação *Média a Posteriori*. A linha cinzenta escura é a reação obtida no modelo que fixa todos os parâmetros na respetiva média da distribuição *a posteriori*, com a diferença de que o parâmetro de "externalidade", φ, é fixado em 1. Este modelo resume as reações da economia quando o mecanismo de externalidade é fechado, e é designado *Sem canais*[10]. A área sombreada em cada gráfico é o intervalo de credibilidade Bayesiano a 80%.

O comportamento das variáveis no gráfico 1 pode ser explicado da seguinte forma: como consumo público e privado são bens substitutos, um aumento de consumo público reduz a utilidade marginal

9 Devemos referir que também estimámos versões do modelo com o investimento público não dividido em itens de defesa e não defesa. Neste caso, as estimativas da média e da moda da distribuição *a posteriori* do parâmetro que mede a produtividade do investimento público, θ_g, são quase sempre iguais a 0. Isto indica, porventura, a maior dificuldade em identificar o investimento público como um motor de produtividade quando itens de defesa e não-defesa são considerados em conjunto.

10 Assim, este modelo restrito não é estimado de modo a garantir que os únicos parâmetros alterados são aqueles relacionados com as externalidades do consumo público. No entanto, devemos notar que a média estimada da distribuição *a posteriori* das funções impulso-resposta no modelo restrito revela respostas muito semelhantes às reportadas.

Gráfico 1 (continua)

FUNÇÕES IMPULSO RESPOSTA: EFEITOS NO PRODUTO (Y), CONSUMO (C), INVESTIMENTO (I), SALÁRIOS (W), HORAS TRABALHADAS (L), RETORNO DO CAPITAL (r^k) DE UM CHOQUE NO CONSUMO PÚBLICO

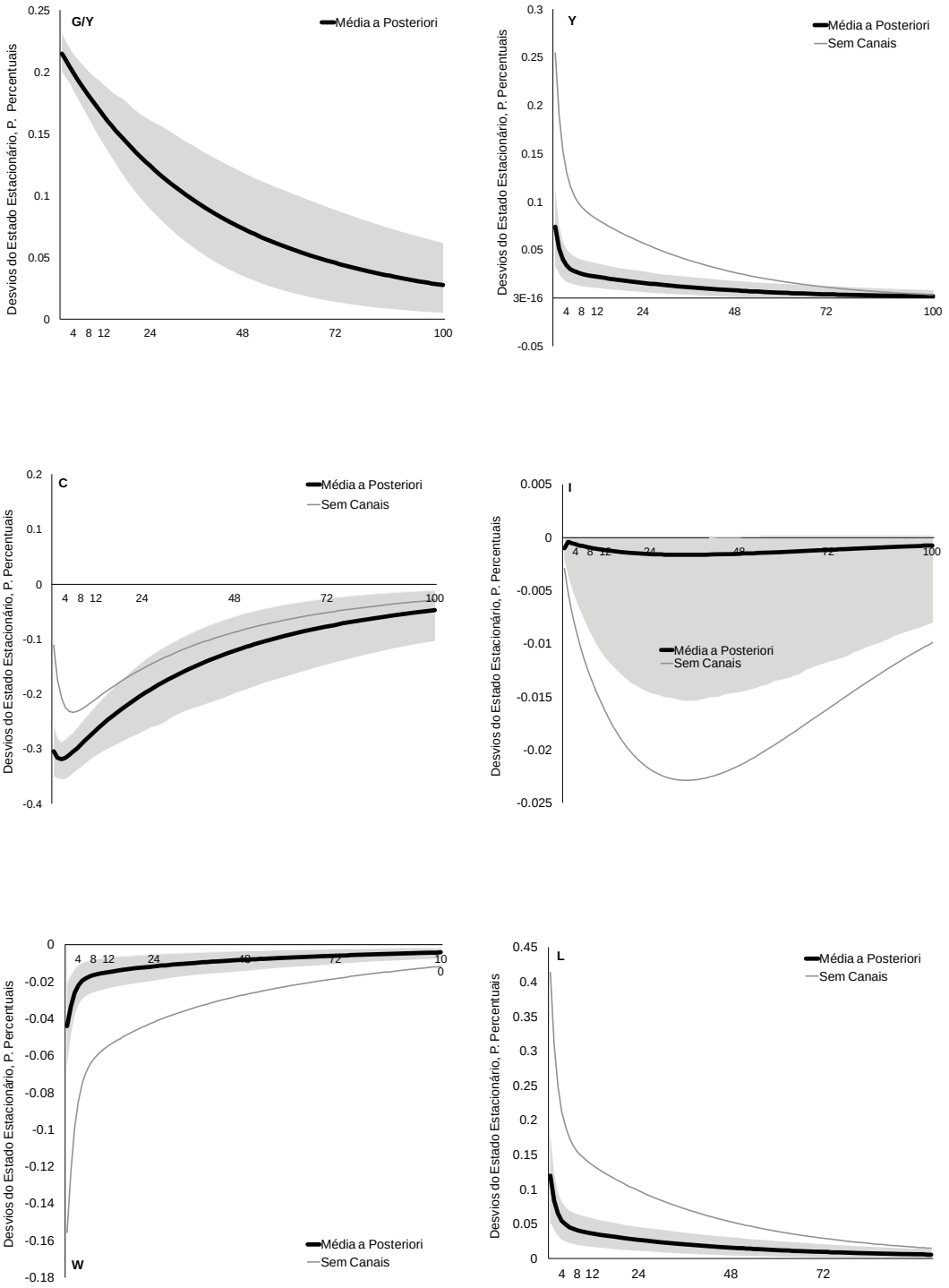
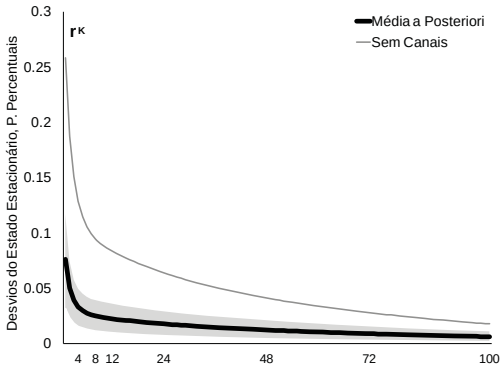


Gráfico 1 (continuação)

FUNÇÕES IMPULSO RESPOSTA: EFEITOS NO PRODUTO (Y), CONSUMO (C), INVESTIMENTO (I), SALÁRIOS (W), HORAS TRABALHADAS (L), RETORNO DO CAPITAL (r^k) DE UM CHOQUE NO CONSUMO PÚBLICO



Fonte: Cálculos dos autores.
Notas: Choque no consumo público igual a um desvio padrão estimado. A linha preta representa a média da distribuição *a posteriori* das respostas estimadas e tem a designação Média *a posteriori*. A linha cinzenta escura é a reacção obtida no modelo que fixa todos os parâmetros na respectiva média da distribuição *a posteriori*, com a diferença de que o parâmetro de "externalidade", Ø, é fixado em 1. Este modelo é designado *Sem Canais*.

do consumo, o que leva as famílias a substituir parte do seu consumo privado com o recém-disponível consumo público. Como consequência, o consumo privado (linha preta) diminui mais do que na especificação *Sem canais* (linha cinzenta escura). Ou seja , no modelo estimado, o efeito rendimento negativo e o efeito de substituibilidade atuam no mesmo sentido. Além disso, em resultado da substituibilidade a oferta de trabalho das famílias diminui dado que - para um dado efeito rendimento negativo - a utilidade marginal do consumo é mais baixa do que no modelo *Sem canais*. Assim, os salários reais diminuem menos. De realçar ainda que o impacto sobre o produto é menor no modelo estimado em resultado do menor crescimento da oferta de trabalho. Para acomodar o novo caminho para o consumo privado, a taxa de juro real aumenta menos no momento do choque, de modo que o efeito de *crowding-out* do investimento é menor.

A próxima secção conclui a análise quantitativa, centrando-se nos multiplicadores dinâmicos induzidos por consumo público não separável.

4.4. Multiplicadores dinâmicos

Analisamos aqui multiplicadores de despesa pública resultantes dos efeitos estimados de um choque de consumo público no produto, consumo e investimento. Usamos o conceito de multiplicador em valor presente formulado em Mountford e Uhlig (2009); o multiplicador em valor presente do produto, digamos, t trimestres após um choque de consumo público é dado por:

$$\phi_t = \frac{\sum_{k=1}^{t} (1+r_{ss})^{-k} \Delta y_k}{\sum_{k=1}^{t} (1+r_{ss})^{-k} \Delta g_k}$$

once Δy_k representa o desvio do produto estacionarizado em relação ao valor do estado estacionário no momento k, Δg_k representa o desvio do consumo público estacionarizado em relação ao valor do estado estacionário no momento k e r_{ss} é o nível de estado estacionário da taxa de juro real de um ativo sem risco. A expressão generaliza-se para o caso do consumo e do investimento.

O quadro 2 apresenta os multiplicadores em valor presente de Y, C e I e para vários períodos em resposta a um choque de consumo público. Analisaremos a média *a posteriori* dos multiplicadores e intervalos de credibilidade Bayesianos a 80%. Os multiplicadores correspondentes do modelo *Sem Canais* são também reportados.

O multiplicador-produto estimado atinge o seu máximo, 0,33, no momento do choque, diminuindo depois lentamente. O multiplicador-produto resultante do modelo *Sem Canais* é 0,99 no momento do choque, ou seja, três vezes maior do que o gerado no modelo com consumo público não separável. A nossa estimativa está proxima do multiplicador de impacto reportado em Mountford e Uligh (2009), que é de 0,31. Esta estimativa é obtida num VAR identificado através de restrições de sinal, onde os impostos se ajustam de forma a financiar integralmente o aumento de despesa pública durante os quatro primeiros trimestres após o choque. Claramente, o nosso intervalo de credibilidade a 80% não contém os valores de impacto encontrados por Blanchard e Perotti (2002), que rondam 0,90 (extraindo uma tendência determinística aos dados) e 0,84 (extraindo uma tendência estocástica)[11].

Como esperado, os multiplicadores-consumo e investimento são negativos, sendo que no caso do investimento o intervalo de credibilidade a 80% contém zero. No caso do consumo, e restringindo-nos à média *a posteriori*, os multiplicadores estão claramente abaixo dos obtidos no modelo *Sem Canais*, principalmente em horizontes curtos, enquanto que para o investimento estão acima, mas ainda negativos. Mais uma vez, o estudo em Ercolani e Valle e Azevedo (2012) inclui a análise dos multiplicadores gerados por um choque de investimento público.

Quadro 2

MULTIPLICADORES DINÂMICOS, MODELO ESTIMADO VS SEM CANAIS, CHOQUE DE CONSUMO PÚBLICO

Trimestres	1	2	4	8	12	24	48	72	100
Y Estimado	0.33	0.28	0.25	0.19	0.17	0.16	0.14	0.14	0.13
	(0.14,0.50)	(0.12,0.43)	(0.11,0.35)	(0.09,0.29)	(0.08,0.27)	(0.07,0.25)	(0.06,0.24)	(0.05,0.24)	(0.04,0.24)
Y Sem Canais	0.99	0.89	0.77	0.65	0.60	0.55	0.51	0.49	0.48
C Estimado	-0.75	-0.79	-0.82	-0.85	-0.86	-0.87	-0.89	-0.89	-0.90
	(-0.87,-0.64)	(-0.89,-0.68)	(-0.92,-0.73)	(-0.96,-0.77)	(-0.98,-0.75)	(-1.04,0.-0.73)	(-1.13,-0,67)	(-1.19,-0.63)	(-1.24,-0.61)
C Sem Canais	-0.24	-0.32	-0.43	-0.52	-0.56	-0.61	-0.63	-0.64	-0.65
I Estimado	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.002	-0.002	-0.003	-0.003
	(-0.002, 0.000)	(-0.003, 0.000)	(-0.003, 0.000)	(-0.003, 0.000)	(-0.003, 0.000)	(-0.003, 0.000)	(-0.003, 0.000)	(-0.003, 0.000)	(-0.003, 0.000)
I Sem Canais	-0.003	-0.004	-0.005	-0.009	-0.012	-0.019	-0.029	-0.035	-0.039

Fonte: Cálculos dos autores.
Nota: Intervalos de credibilidade Bayesianos a 80% em parêntesis.

11 É interessante notar que muitas das análises dos efeitos da despesa pública se centram em despesa em defesa, ao invés de consumo público, uma vez que é pouco provável que este tipo de despesa seja endógena. Entre outros, Barro e Redlick (2010) estimam um multiplicador-produto entre 0,6-0,7 na taxa média de desemprego (chegando a 1,0, quando a taxa de desemprego é de cerca de 12%); encontram também um efeito de *crowding out* no investimento e nas exportações líquidas. Em Hall (2009) o intervalo para o multiplicador-produto é de 0,7-1,0. Finalmente, Ramey (2011), utilizando choques de informação obtidos com uma abordagem narrativa, encontram multiplicadores no intervalo de 0,6-1,2 e multiplicadores-consumo ligeiramente negativos.

5. Conclusões

Este artigo analisou as possíveis externalidades induzidas pela despesa pública, procurando entender como estas externalidades afetam a resposta da economia a dois tipos de choque: um choque de consumo público e um choque de investimento público. Para este efeito, construímos um modelo de preços flexíveis estendido com duas características importantes. Primeiro, permitimos que o consumo público afetasse diretamente o bem-estar das famílias, entrando na sua função de utilidade. Em segundo lugar, permitimos que o capital público deslocasse a produtividade dos fatores privados, entrando diretamente na função de produção.

Por um lado, os nossos resultados questionam a hipótese padrão de separabilidade entre consumo privado e público, dado que os dois bens são robustamente estimados como substitutos. Em resultado da substituibilidade, a oferta de trabalho reage pouco a um choque de consumo público, de tal modo que o multiplicador de consumo público estimado é mais baixo (cerca de um terço) do que o medido em modelos com consumo público separável. Por outro lado, concluímos que investimento público (excluindo defesa) aumenta ligeiramente, em algumas especificações pouco discutidas aqui, a produtividade dos fatores privados, ao passo que investimento em defesa parece não ter qualquer impacto. Nos casos em que se estima um efeito do investimento público na deslocação da fronteira de produção, choques neste investimento geram respostas não convencionais que se manifestam apenas após vários trimestres (uma reação positiva do consumo privado, do valor das empresas, do investimento privado e dos salários reais). Além disso, o multiplicador de investimento público estimado cresce durante algum tempo, em contraste com o que se obtém em modelos com investimento público improdutivo. Estes resultados mostram que a incorporação dos canais que estudamos em modelos de equilíbrio geral pode ser importante para entender e medir mais precisamente os impactos esperados de estímulos fiscais e consolidações, bem como para realizar análises de bem-estar da política fiscal.

Finalmente, será útil investigar como as nossas medidas interagem com várias características importantes das políticas fiscal e monetária, como o controlo da dívida pública, atrasos de implementação de projetos públicos ou o limite inferior das taxas de juros nominais.

Referências

Ahmed, S. (1986), "Temporary and Permanent Government Spending in an Open Economy", *Journal of Monetary Economics*, 17 (3), 197-224.

Amano, A.R. e Wirjanto, T.S. (1998), "Government Expenditures and the Permanent-Income Model", *Review of Economic Dynamics*, 1 (3), 719-30.

An, S. e Schorfheide, F. (2007), "Bayesian Analysis of DSGE Models", *Econometric Reviews*, 26 (2-4), 113-172.

Aschauer, D. A. (1985), "Fiscal policy and aggregate demand", *American Economic Review*, 75 (1), 117--127.

Aschauer, D. A. (1989), "Is public expenditure productive?", *Journal of Monetary Economics*, 23 (2), 177-200.

Baxter, M. e King, R. G. (1993), "Fiscal Policy in General Equilibrium", *American Economic Review*, 83 (3), 315-334.

Barro, R. (1981), "Output Effects of Government Purchases", *Journal of Political Economy*, 89 (6), 1086-1121.

Barro, R. e Redlick, C. (2010), "Macroeconomic Effects from Government Purchases and Taxes", Harvard University, mimeo.

Belo, F. e Yu, J. (2011), "Government Investment and the Stock Market", University of Minnesota, mimeo.

Blanchard, O. J. e Perotti, R. (2002), "An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output", *Quarterly Journal of Economics*, 117 (4), 1329-1368.

Bouakez, H. e Rebei, R. (2007), "Why Does Private Consumption Rise after a Government Spending Shock?", *Canadian Journal of Economics*, 40 (3), 954-979.

Christiano, L., Eichenbaum, M. e Evans, C. (2005), "Nominal Rigidities and the Dynamic Effects of a Shock to Monetary Policy", *Journal of Political Economy*, 113 (1), 1-45.

Christiano, L., Eichenbaum, M. e Rebelo, S. (2011), "When is the Government Spending Multiplier Large?", *Journal of Political Economy*, 119 (1), 78-121.

Ercolani, V. e Valle e Azevedo, J. (2012), "The Effects of Public Spending Externalities", *WP 12/2012*, Banco de Portugal.

Fernandez-Villaverde, J. (2010), "Fiscal Policy in a Model With Financial Frictions", *American Economic Review P&P*, 100 (2), 35-40.

Finn, M. (1993), "Is All Government Capital Productive?", mimeo *Federal Reserve Bank of Richmond*.

Fiorito, R. e Kollitznas, T. (2004), "Public goods, merit goods, and the relation between private and government consumption", *European Economic Review*, 48 (6), 1367-1398.

Galí, J., López-Salido, J. D. e Vallés, J. (2007), "Understanding the Effects of Government Spending on Consumption," *Journal of the European Economic Association*, 5 (1), 227-270.

Geweke, J. F. (1999), "Using Simulation Methods for Bayesian Econometric Models: Inference, Developments and Communication", *Econometric Reviews*, 18, 1-126.

Hall, R. (2009), "By How Much Does GDP Rise if the Government Buys More Output?", *Brookings Papers on Economic Activity,* 2009 (2), 183-249.

Karras, G. (1994), "Government spending and private consumption: Some international evidence", *Journal of Money*, *Credit and Banking* 26 (1), 9-22.

Leeper, E., Walker, T. B. e Yang, Shu-Chun, S. (2010), "Government investment and fiscal stimulus", *Journal of Monetary Economics*, 57(8), 1000-1012.

Linnemann, L. (2006), "The Effects of Government Spending on Private Consumption: A Puzzle?", *Journal of Money, Credit, and Banking* 38 (1), 1715-1736.

Linnemann, L. e Schabert, A. (2003), "Fiscal Policy in the New Neoclassical Synthesis", *Journal of Money, Credit and Banking*, 35 (6), 911-929.

Monacelli T., Perotti, R. e Trigari, A. (2010), "Unemployment fiscal multipliers", *Journal of Monetary Economics*, 57 (5), 531-553.

Mountford A. e Uhlig, H. (2009), "What are the Effects of Fiscal Policy Shocks?", *Journal of Applied Econometrics*, 24 (6), 960-992.

Pappa E. (2009), "The Effects of Fiscal shocks on Employment and The Real Wage", *International Economic Review*, 50 (1), 217-244.

Perotti, R. (2004), "Public Investment: Another (Different) Look", Universita Bocconi, mimeo.

Ramey, V. A. (2011), "Identifying Government Spending Shocks: It's all in the Timing", *The Quarterly Journal of Economics*, 126 (1), 1-50.

Schmitt-Grohé, S. e Uribe, M. (2006), "Optimal Fiscal and Monetary Policy in a Medium-Scale Macroeconomic Model", *NBER Macroeconomics Annual 2005*, 20, 383-462.

Smets, F. e Wouters, R. (2007), "Shocks and Frictions in US Business Cycles: A Bayesian DSGE Approach", *American Economic Review*, 97 (3), 586-606.

Straub, R. e Tchakarov, I. (2007), "Assesing the Impact of a Change in the Composition of Public Spending: a Dsge Approach", *ECB Working Paper 479*.

Tatom, J. A. (1991), "Public capital and private sector performance", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 3-15.

Uhlig, H. (2010), "Some fiscal calculus", *American Economic Review*, 100 (2), 30-34.

Apêndice: Dados

Seguimos de perto Smets e Wouters (2007) no tratamento dos dados. Usamos as séries de dados disponíveis em 30 de setembro de 2010. Os quadros que se seguem clarificam as fontes e transformações.

Quadro 1

D1 - FONTES

Variável	Designação	Fonte	Código
Produto Interno Bruto (Nominal)	GDP	U.S. Dep. of Commerce - BEA	A191RC1
Despesas de Consumo (Nominal)	C	U.S. Dep. of Commerce - BEA	DPCERC1
Despesas de Consumo - Duráveis (Nominal)	Durables	U.S. Dep. of Commerce - BEA	DDURRC1
Formação Bruta de Capital Fixo Privado (Nominal)	PFI	U.S. Dep. of Commerce - BEA	A007RC1
Consumo Público - Federal (Nominal)	G_Federal	U.S. Dep. of Commerce - BEA	A957RC1
Consumo Público - Estadual e Local (Nominal)	G_StateLocal	U.S. Dep. of Commerce - BEA	A991RC1
Investimento Bruto Federal, exc.-Defesa (Nominal)	IG_Federal	U.S. Dep. of Commerce - BEA	A798RC1
Investimento Bruto Federal, Defesa (Nominal)	IG_Defense	U.S. Dep. of Commerce - BEA	A788RC1
Investimento Bruto Estadual e Local (Nominal)	IG_StateLocal	U.S. Dep. of Commerce - BEA	A799RC1
Deflator do Produto Interno Bruto	GDPDEF	U.S. Dep. of Commerce - BEA	GDPDEF
Salário horário, sem Agricultura (Nominal)	Wages	Bureau of Labor Statistics	PRS85006103
População Civil não institucional, com 16 ou mais anos	POPULATION	Bureau of Labor Statistics	LNU00000000Q

Nota: Ajustamento sazonal em taxas anuais

Quadro 2

D2 - VARIÁVEIS OBSERVADAS

Y_t^{obs}=(GDP/GDPDEF)/POPULATION

C_t^{obs}=((C-Durables)/GDPDEF)/POPULATION

I_t^{obs}=((PFI+Durables)/GDPDEF)/POPULATION

W_t^{obs}=(Wages/GDPDEF)/POPULATION

$\xi_t^{g,obs}$=(G_Federal+G_StateLocal)/GDP

$\xi_t^{ig,obs}$=(IG_Federal+IG_StateLocal)/GDP

$\xi_t^{ig,def,obs}$=IG_Defense/GDP

RECOMPOSIÇÃO OU RECLASSIFICAÇÃO DA CARTEIRA DE PRODUTOS? APLICAÇÃO AO COMÉRCIO INTERNACIONAL DA ECONOMIA PORTUGUESA*

*Rúben Branco** | Luca David Opromolla****

RESUMO

A investigação empírica usa de forma crescente dados altamente desagregados ao nível do produto no estudo da evolução de exportações, importações e produção doméstica. Contudo, as atualizações frequentes dos sistemas de classificação de produtos dificultam a distinção entre recomposições genuínas e reclassificações espúrias da carteira de produtos comercializados. Neste artigo, apresentamos e discutimos a metodologia de Beveren, Bernard e Vandenbussche (2012) (baseada nos algoritmos desenvolvidos por Pierce e Schott, 2012) para a criação de códigos de produtos consistentes ao longo do tempo para os dados de comércio na UE e aplicamo-lo ao estudo da evolução do comércio internacional português.

1. Introdução

A investigação empírica usa de forma crescente dados altamente desagregados ao nível do produto ou de empresa-produto no estudo da evolução de exportações, importações e produção doméstica. Três exemplos de relevo são Schott (2004), Hummels e Klenow (2005), e Bernard *et al*. (2009).

Schott (2004) mostra que, embora os Estados Unidos adquiram os mesmos produtos de países com reduzidos ou elevados níveis salariais, os valores unitários intra-produto variam sistematicamente com a dotação relativa de fatores e as técnicas produtivas do exportador. Graças à disponibilidade de classificações precisas de produtos, Schott (2004) consegue concluir que a especialização em termos de proporções fatoriais é rejeitada entre produtos mas não dentro dos produtos[1].

Hummels and Klenow (2005) usam dados de expedições por 126 países exportadores para 59 países importadores em 5,000 categorias de produtos para estudar *como* é que economias grandes exportam mais (em termos absolutos) do que economias pequenas. Estes autores descobrem que a maior abrangência do conjunto de produtos é responsável por cerca de 60 por cento da superioridade de exportações

* Rúben Branco agradece o apoio financeiro, sob a forma de bolsa para investigadores visitantes, do Banco de Portugal, onde parte da investigação foi levada a cabo. Luca David Opromolla agradece o apoio financeiro dos fundos nacionais portugueses da Fundação para a Ciência e a Tecnologia (FCT). Este artigo é parte do Projeto Estratégico: PEst-OE/EGE/UI0436/2011. Os autores agradecem também a Lucena Vieira pelo apoio computacional. As opiniões expressas neste 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.

** NOVA School of Business and Economics.

*** Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos e UECE.

1 Importações são classificadas de acordo com os códigos da Pauta Aduaneira dos Estados Unidos a sete dígitos (TS7) de 1972 a 1988 e de acordo com os códigos do Sistema Harmonizado a dez dígitos (SH10) de 1989 a 1994.

por parte das economias maiores. Adicionalmente, dentro de categorias, países mais ricos exportam maiores quantidades a preços moderadamente mais elevados[2].

Dados ao nível de empresa-produto têm sido particularmente úteis na análise da medida em que o crescimento da produção, exportação ou importação das empresas ocorre através da margem de produto *versus* margem intensiva, *i.e.* até que ponto o crescimento acontece via adição/abandono de produtos ou dentro de produtos continuados. Bernard *et al*. (2009) descobrem que a maior parte das mudanças anuais nos valores de comércio dos EUA ocorreram através da margem intensiva (associada a produtos continuados), ao invés da margem de produto associada à adição e abandono de produtos[3].

À medida que cresce a acessibilidade de dados finamente desagregados ao nível do produto, mais necessário se torna que os estudos que deles fazem uso lidem com as atualizações frequentes dos sistemas de classificação de produtos por parte das autoridades governamentais. Estas atualizações podem implicar que um mesmo produto físico seja classificado em diferentes categorias ao longo do tempo, tornando-se difícil para os investigadores distinguir adequadamente verdadeiras recomposições de reclassificações espúrias na carteira de produtos[4]. Pierce e Schott (2012) abordam estes problemas para os dados dos EUA e fornecem uma metodologia de criação de códigos de produtos consistentes ao longo do tempo, para dados de comércio. Beveren, Bernard e Vandenbussche (2012) adaptam a metodologia de Pierce e Schott (2012) para aplicação aos dados de produção e comércio na União Europeia (UE), examinando o impacto das reclassificações nas adições e abandonos de produtos por empresas belgas.

Neste artigo, apresentamos e discutimos a metodologia de Beveren, Bernard e Vandenbussche (2012), aplicando-a ao estudo da evolução do comércio internacional português.

2. Dados e metodologia

Na primeira parte desta secção, descrevemos o sistema de classificação de produtos usado para registar fluxos comerciais por todos os Estados-membros da UE, bem como a metodologia de harmonização usada para tornar a classificação de produtos consistente ao longo do tempo. Na segunda parte, descrevemos a base de dados de fluxos comerciais de todas as empresas localizadas em Portugal usada neste estudo.

2.1. Nomenclatura Combinada e metodologia de harmonização

As estatísticas da UE registam o valor e quantidade dos bens transacionados internacionalmente (i) entre Estados-membros da UE (comércio intra-comunitário) e (ii) por Estados-membros da UE com Estados não-membros (comércio extra-comunitário). Os dados de comércio extra-comunitário são recolhidos a partir das alfândegas, ao passo que os dados de comércio intra-comunitário são coligidos através do

2 Estes autores usam duas fontes para os dados de exportações. Dados referentes a todo o mundo advêm do CD-ROM *Trade and Analysis Information System* (TRAINS) para 1995 da Conferência das Nações Unidas Para o Comércio E o Desenvolvimento (UNCTAD). Os dados são reportados de acordo com a classificação do Sistema Harmonizado a seis dígitos. Também são usados dados com mais detalhe de produto provenientes do CD-ROM *US Imports of Merchandise* para 1995, publicado pelo *US Bureau of the Census*.

3 Estes autores usam a *United States Linked/Longitudinal Firm Trade Transaction Database* (LFTTD), que atribui individualmente transações comerciais dos EUA a empresas daquele país. As transações comerciais são registadas com o nível de desagregação usado em Schott (2004). Os autores usam um conjunto de códigos do sistema Harmonizado (SH) consistente no tempo, desenvolvido por Pierce e Schott (2012) para eliminar adições e abandonos espúrios de combinações país-produto devidos a mudanças na classificação SH ao longo do tempo. Este é o tema central do nosso artigo.

4 Amador e Opromolla (2013) estudam as estratégias conjuntas de destino-produto de empresas industriais localizadas em Portugal no período 1995–2005, descobrindo que os pares destino-produto continuados são cruciais na determinação da evolução anual das exportações de exportadores permanentes. Os autores usam um nível básico de desagregação de produtos (SH 4-dígitos) por forma a minimizar os problemas associados a mudanças na classificação SH ao longo do tempo.

sistema *Intrastat*, que, em 1993, substituiu as declarações alfandegárias como fonte das estatísticas de comércio dentro da UE. Quando são declarados à alfândega na Comunidade Europeia, os bens devem ser classificados de acordo com a Nomenclatura Combinada (NC). Esta classificação determina a tarifa aduaneira a aplicar e o tipo de tratamento estatístico dos dados. A NC é um método de denominação de bens e mercadorias, estabelecido por forma a observar, simultaneamente, os requisitos da Pauta Aduaneira Comum e os das estatísticas de comércio externo da Comunidade[5].

A NC também é usada nas estatísticas de comércio intra-comunitário e compreende a nomenclatura do Sistema Harmonizado (SH), gerida pela Organização Mundial das Alfândegas (OMA), com subdivisões Comunitárias adicionais. O SH constitui a base das negociações comerciais internacionais e é aplicado pela maioria dos países comerciantes. Cada subdivisão NC tem um código numérico de oito dígitos, o código NC8. Os primeiros seis dígitos correspondem à nomenclatura SH. O sistema europeu de classificação NC8 é, portanto, uma extensão (de 8 dígitos) do sistema de classificação SH6, análoga às extensões de dez dígitos (SH10) aplicadas pelos EUA.

A cobertura da NC, *i.e.*, o tipo de bens que são abrangidos, não tem variado ao longo do tempo. Contudo, a classificação NC é atualizada todos os anos, pelo que cada bem físico específico pode receber diferentes códigos NC8 ao longo do tempo. Estas atualizações podem advir de mudanças acordadas internacionalmente, quer ao nível da OMA relativamente ao SH6, quer ao nível da Organização Mundial do Comércio (OMC) relativamente a taxas aduaneiras convencionais. Outras mudanças podem visar refletir a evolução da política comercial, da tecnologia ou dos requisitos estatísticos.

O quadro 1 reporta a estrutura da classificação NC ao longo do tempo[6]. O número de produtos NC8 varia entre um mínimo de 10,096 em 2005 e um máximo de 10,606 em 1997. O quadro mostra ainda o número de códigos associados a cada versão da classificação SH6. O nosso período amostral cobre três versões distintas desta classificação, dadas as suas atualizações de 1996 e 2002.

Quadro 1

ESTRUTURA DA CLASSIFICAÇÃO NOMENCLATURA COMBINADA

Nomenclatura Combinada 8-dígitos (NC8)		Sistema Harmonizado 6-dígitos (SH6)
Ano	# de códigos NC8	
1995	10,448	SH6 1992 (5,018 códigos)
1996	10,495	
1997	10,606	
1998	10,587	
1999	10,428	SH6 1996 (5,113 códigos)
2000	10,314	
2001	10,274	
2002	10,400	
2003	10,404	
2004	10,174	SH6 2002 (5,224 códigos)
2005	10,096	

Fonte: *Eurostat* (Ficheiros de classificação do servidor *Ramon*).

Notas: Este quadro mostra o número de códigos NC8 e SH6 para cada ano no período 1995-2005. Os códigos SH6 foram revistos em 1996 e 2002, ao passo que os códigos NC8 são revistos todos os anos.

5 A regulamentação basilar subjacente ao sistema NC é o Regulamento (CEE) Nº 2658/87 do Conselho relativo à nomenclatura pautal e estatística e à Pauta Aduaneira Comum. Anualmente é publicada uma versão atualizada do Anexo I do Regulamento da Nomenclatura Combinada, sob a forma de Regulamento da Comissão, na Série L do Jornal Oficial da União Europeia.

6 A maioria dos quadros de classificações e harmonização estão disponíveis no servidor de metadados de classificação da União Europeia, *i.e,* o servidor *Ramon* (http://ec.europa.eu/eurostat/ramon/).

A metodologia de harmonização que aplicamos para tornar a classificação NC8 consistente ao longo do tempo foi introduzida por Beveren, Bernard e Vandenbussche (2012) e baseia-se em Pierce e Schott (2012). Nesta secção, apresentamos a intuição subjacente à metodologia de harmonização, relegando detalhes técnicos para o Anexo. Denominamos de "ano efetivo" o ano em que uma determinada mudança na classificação NC8 se torna efetiva. "Obsoleto" refere-se aos códigos total ou parcialmente substituídos a partir do ano efetivo e "novo" refere-se aos códigos que os substituem.

A construção de uma classificação de produtos consistente ao longo do tempo requer o uso de ficheiros de harmonização. O *Eurostat* fornece estes ficheiros por cada vez que a classificação NC é atualizada. Os ficheiros de harmonização são listas de "mapeamentos" entre códigos obsoletos e novos. Os mapeamentos podem ser "simples" ou "complexos". Mudanças simples não envolvem ajustes nos produtos efetivamente cobertos por um código particular; apenas trocam um código de oito dígitos por outro. Pelo contrário, mudanças complexas alteram o portfólio de itens abrangidos por um determinado código. Nestas mudanças, os itens anteriormente atribuídos a um ou mais códigos obsoletos são distribuídos por um ou mais códigos novos. O desenvolvimento de uma harmonização consistente ao longo do tempo começa com a atribuição de um identificador único – um código "sintético" – a todos os códigos (novos e obsoletos) envolvidos num mesmo mapeamento patente num ficheiro de harmonização. Especificamente, se os códigos a e b de t-1 são mapeados num código novo c em t, os dois códigos obsoletos e o novo código precisam de ser "agrupados" num código sintético. Seguidamente é necessário procurar cadeias de mudanças de códigos ao longo do tempo. Suponhamos agora que o código c é, por sua vez, mapeado nos códigos d, e e f em $t+3$. Os códigos a, b, c, d, e, e f precisam então de ser alocados ao mesmo código sintético, em todos os anos. Por outras palavras, mudanças de códigos consecutivas (códigos novos num ano que se tornam obsoletos num ano posterior) precisam de ser conjuntamente encadeadas em "árvores genealógicas".

2.2. Dados de comércio internacional

O Sistema Estatístico Europeu (SEE) colige e divulga estatísticas na União Europeia. O SEE consiste na parceria entre a Autoridade Estatística da Comunidade – que corresponde à Comissão Europeia (*Eurostat*) –, os institutos estatísticos nacionais (IENs) e outras autoridades nacionais responsáveis em cada Estado-membro pelo desenvolvimento, produção e divulgação de estatísticas Europeias. Esta parceria inclui também os países pertencentes ao Espaço Económico Europeu (EEE) e à Associação Europeia de Comércio Livre (EFTA)[7]. O Instituto Nacional de Estatística (INE) colige mensalmente dados sobre exportações e importações efetuadas por empresas localizadas em Portugal.

Com vista a esta investigação, obtivemos acesso a dados de 1995 a 2005. A mesma informação aplicada neste artigo é usada para estatísticas oficiais e, exceto pequenos ajustes, a sua agregação permite replicar as exportações e importações totais oficiais de Portugal. Cada registo de transação inclui, nomeadamente, a identificação fiscal da empresa, um código NC8, o país destino/origem, o valor da transação em euros, a quantidade (em quilogramas e, em alguns casos, em unidades de medida adicionais específicas ao produto) de bens transacionados e a designação comercial internacional relevante (*FOB*, *CIF*, *FAS*, etc.). Para o comércio extra-comunitário, todas as transações de valor superior a €1,000 ou de peso superior a 1,000kg devem ser reportadas. No caso do comércio intra-comunitário e no período em estudo, as empresas são chamadas a fornecer informação acerca das suas transações se o volume de exportações ou importações for, no ano corrente ou num dos dois anos anteriores, superior a cerca de 60,000 euros e 85,000 euros, respetivamente[8].

---

7 Ver http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/pgp_ess/about_ess para uma descrição do SEE e lista dos IENs e outras autoridades.

8 No caso do comércio intra-comunitário, as empresas têm a opção de agregar múltiplas transações apenas quando estas se referem ao mesmo mês, produto, país destino/origem, região e (aero)porto portugueses onde a transação tem origem ou começa, designação comercial internacional, tipo de transação (venda, revenda, etc.) e modo de transporte. Os limiares mínimos para reporte do comércio intra-comunitário são bastante estáveis ao longo do período 1995–2005. Informação adicional pode ser encontrada em: http://webinq.ine.pt/public/files/inquéritos/pubintrastat.aspx?Id=168.

Neste artigo, usamos os dados de todas as transações de exportação e importação de empresas localizadas em Portugal continental e que impliquem transferência de propriedade[9]. Para a análise, agregamos os dados ao nível do produto-ano ou país-produto-ano. Ao nível do país-ano, a agregação dos nossos dados permite replicar os dados reportados pelo INE com uma imprecisão média de 2%.

3. Resultados

Esta secção subdivide-se em duas partes. Primeiro, ilustramos a importância de corrigir a mensuração de adições e abandonos de produtos exportados e importados por Portugal dos efeitos das reclassificações dos códigos NC. Seguidamente usamos os dados pós-harmonização para ilustrar a evolução do número de produtos exportados (importados) e das taxas de crescimento das exportações (importações) para (de) vários grupos de países.

Em ambas as partes, definimos um produto como adicionado se é exportado (importado) em t mas não em t-1. Simetricamente, o produto é abandonado se é exportado (importado) em t-1 mas não em t. Finalmente, um produto é mantido se é exportado (importado) em t-1 e em t.

3.1. O efeito da harmonização na mensuração da adição e abandono de produtos

Os quadros 2 e 4 reportam o número de produtos – exportados ou importados – adicionados, abandonados e mantidos, antes e depois de aplicar a harmonização. Após aplicar a harmonização, (i) um subconjunto de produtos originalmente classificados como adicionados ou abandonados são reclassificados como continuados; (ii) o número total de produtos exportados ou importados decresce devido ao agrupamento dos códigos em famílias[10].

Quadro 2

ADIÇÃO, ABANDONO E MANUTENÇÃO DE PRODUTOS EXPORTADOS – ANTES E DEPOIS DA HARMONIZAÇÃO, 1995–2005

	(t-1–t)	1995-1996	1996-1997	1997-1998	1998-1999	1999-2000	2000-2001	2001-2002	2002-2003	2003-2004	2004-2005	Média 95-05
Adicionados (t)	s/	1,408	954	801	824	843	753	1,126	628	880	747	896.4
		(19.9)	(13.2)	(10.9)	(11.6)	(11.9)	(10.6)	(15.7)	(8.5)	(12.0)	(10.1)	(12.4)
	c/	635	637	450	565	611	584	565	492	548	532	561.0
		(10.4)	(10.3)	(7.2)	(9.2)	(10.0)	(9.4)	(9.0)	(7.7)	(8.6)	(8.2)	(9.0)
Abandonados (t-1)	s/	1,288	792.0	1,057	879	787	677	953	633	812	684	856.2
		(18.2)	(11.0)	(14.3)	(12.4)	(11.1)	(9.5)	(13.2)	(8.6)	(11.0)	(9.2)	(11.9)
	c/	565	549	626	554	495	517	476	493	433	428	513.0
		(9.2)	(8.9)	(10.0)	(9.1)	(8.1)	(8.3)	(7.6)	(7.7)	(6.8)	(6.6)	(8.2)
Mantidos	s/	5,802	6,418	6,315	6,237	6,274	6,440	6,240	6,733	6,549	6,745	6,375.3
		(81.8)	(89.0)	(85.7)	(87.6)	(88.9)	(90.5)	(86.8)	(91.4)	(89.0)	(90.8)	(88.1)
	c/	5,563	5,649	5,660	5,556	5,626	5,720	5,828	5,900	5,959	6,079	5,754.0
		(90.8)	(91.1)	(90.0)	(90.9)	(91.9)	(91.7)	(92.4)	(92.3)	(93.2)	(93.4)	(91.8)
Total (t-1)	s/	7,090	7,210	7,372	7,116	7,061	7,117	7,193	7,366	7,361	7,429	7,231.5
		(1.7)	(2.2)	(-3.5)	(-0.8)	(0.8)	(1.1)	(2.4)	(-0.1)	(0.9)	(0.8)	(0.6)
	c/	6,128	6,198	6,286	6,110	6,121	6,237	6,304	6,393	6,392	6,507	6,267.6
		(1.1)	(1.4)	(-2.8)	(0.2)	(1.9)	(1.1)	(1.4)	(0.0)	(1.8)	(1.6)	(0.8)

Fontes: *Eurostat* (Ficheiros de classificação do servidor *Ramon*), INE (Comércio Internacional) e cálculos dos autores.

Notas: O painel superior deste quadro mostra o número de produtos (exportados por Portugal) adicionados/abandonados/mantidos (e, em parêntesis, a frequência relativa face ao número de produtos em t-1), para cada par de anos consecutivos entre 1995 e 2005. Na secção 3 são apresentadas as definições de produtos adicionados, abandonados e mantidos. O painel inferior do quadro mostra o número total de produtos exportados em t-1 e, em parêntesis, a sua taxa de crescimento entre t-1 e t. As linhas assinaladas com (s/) e (c/) referem-se a dados pré e pós-harmonização, respetivamente.

9 São, portanto, incluídas na análise empresas industriais e não-industriais. Note-se que os dados de comércio se referem apenas a bens comercializados e não a serviços comercializados.

10 Com base nos quadros 2 e 4, constatamos que o número de produtos adicionados decresce, em média, em 37 por cento (62 por cento) no caso das exportações (importações). Da mesma forma, o número de produtos abandonados decresce em 40 por cento (66 por cento) no caso das exportações (importações). O número total de produtos exportados (importados) decresce em 13 por cento (16 por cento). O número de produtos mantidos também decresce, mas relativamente menos que o número total de produtos exportados (importados).

Quadro 3

CONTRIBUIÇÃO DOS PRODUTOS ADICIONADOS, ABANDONADOS E MANTIDOS PARA A VARIAÇÃO PERCENTUAL NO TOTAL DE EXPORTAÇÕES – ANTES E DEPOIS DA HARMONIZAÇÃO, 1995–2005

	(t-1–t)	1995-1996	1996-1997	1997-1998	1998-1999	1999-2000	2000-2001	2001-2002	2002-2003	2003-2004	2004-2005	Média 95-05
Adicionados	s/	8.3	1.7	3.2	1.2	1.4	0.9	8.0	0.2	3.0	1.4	2.9
	c/	0.5	0.2	0.1	0.3	0.1	0.4	0.2	0.2	0.4	0.1	0.2
Abandonados	s/	8.4	2.3	3.3	1.4	1.4	0.9	8.1	0.2	2.3	1.9	3.0
	c/	0.1	0.8	0.3	0.2	0.2	0.3	0.1	0.2	0.2	0.4	0.3
Mantidos	s/	9.3	11.4	6.8	3.3	14.7	2.0	2.2	1.8	3.6	1.1	5.6
	c/	8.8	11.3	7.0	3.0	14.8	1.9	2.0	1.8	4.0	0.9	5.6
Exportações		9.2	10.8	6.8	3.2	14.7	1.9	2.0	1.8	4.3	0.6	5.5

Fontes: *Eurostat* (Ficheiros de classificação do servidor *Ramon*), INE (Comércio Internacional) e cálculos dos autores.

Notas: O painel superior deste quadro mostra as exportações associadas a produtos adicionados/abandonados e a variação nas exportações associadas a produtos mantidos, entre os anos *t-1* e *t*, em percentagem do total de exportações do ano *t-1*. Na secção 3 são apresentadas as definições de produtos adicionados, abandonados e mantidos. A última linha do quadro mostra a taxa de crescimento das exportações entre *t-1* e *t*. As linhas assinaladas com (s/) e (c/) referem-se a dados pré e pós-harmonização, respetivamente.

Quadro 4

ADIÇÃO, ABANDONO E MANUTENÇÃO DE PRODUTOS IMPORTADOS – ANTES E DEPOIS DA HARMONIZAÇÃO, 1995–2005

	(t-1–t)	1995-1996	1996-1997	1997-1998	1998-1999	1999-2000	2000-2001	2001-2002	2002-2003	2003-2004	2004-2005	Média 95-05
Adicionados (t)	s/	1,326	561	596	463	445	362	934	287	570	347	589.1
		(14.4)	(6.0)	(6.3)	(4.9)	(4.8)	(3.9)	(10.0)	(3.0)	(6.1)	(3.7)	(6.3)
	c/	294	241	200	232	239	234	214	185	223	181	224.3
		(3.8)	(3.1)	(2.6)	(3.0)	(3.1)	(3.0)	(2.7)	(2.3)	(2.8)	(2.3)	(2.9)
Abandonados (t-1)	s/	1,220	439	633	581	457	339	817	306	687	441	592.0
		(13.2)	(4.7)	(6.7)	(6.2)	(4.9)	(3.7)	(8.8)	(3.3)	(7.3)	(4.8)	(6.4)
	c/	223	206	221	213	182	193	196	192	185	217	202.8
		(2.9)	(2.6)	(2.8)	(2.7)	(2.3)	(2.4)	(2.5)	(2.4)	(2.3)	(2.7)	(2.6)
Mantidos	s/	7,990	8,877	8,805	8,820	8,826	8,932	8,477	9,105	8,705	8,834	8,737.1
		(86.8)	(95.3)	(93.3)	(93.8)	(95.1)	(96.3)	(91.2)	(96.7)	(92.7)	(95.2)	(93.6)
	c/	7,509	7,597	7,617	7,604	7,654	7,700	7,738	7,760	7,760	7,766	7,670.5
		(97.1)	(97.4)	(97.2)	(97.3)	(97.7)	(97.6)	(97.5)	(97.6)	(97.7)	(97.3)	(97.4)
Total (t-1)	s/	9,210	9,316	9,438	9,401	9,283	9,271	9,294	9,411	9,392	9,275	9,329.1
		(1.2)	(1.3)	(-0.4)	(-1.3)	(-0.1)	(0.2)	(1.3)	(-0.2)	(-1.2)	(-1.0)	(0.0)
	c/	7,732	7,803	7,838	7,817	7,836	7,893	7,934	7,952	7,945	7,983	7,873.3
		(0.9)	(0.4)	(-0.3)	(0.2)	(0.7)	(0.5)	(0.2)	(-0.1)	(0.5)	(-0.5)	(0.3)

Fontes: *Eurostat* (Ficheiros de classificação do servidor *Ramon*), INE (Comércio Internacional) e cálculos dos autores.

Notas: O painel superior deste quadro mostra o número de produtos (importados por Portugal) adicionados/abandonados/mantidos (e, em parêntesis, a frequência relativa face ao número de produtos em *t-1*), para cada par de anos consecutivos entre 1995 e 2005. Na secção 3 são apresentadas as definições de produtos adicionados, abandonados e mantidos. O painel inferior do quadro mostra o número total de produtos importados em *t-1* e, em parêntesis, a sua taxa de crescimento entre *t-1* e *t*. As linhas assinaladas com (s/) e (c/) referem-se a dados pré- e pós-harmonização, respetivamente.

O procedimento de harmonização afeta profundamente o padrão e impacto líquido da adição e abandono de produtos ao longo do período amostral. Primeiro, a aplicação da metodologia de harmonização reduz substancialmente a importância da margem de produto na determinação da evolução anual de exportações e importações. Os quadros 2 e 4 mostram que os produtos adicionados representam, em média ao longo do período amostral, 12.4 (6.3) por cento dos produtos exportados (importados) no ano anterior, antes da harmonização, e apenas 9.0 (2.9) por cento após a harmonização. O número de produtos abandonados também decresce de 11.9 (6.4) por cento do número de produtos exportados (importados) para 8.2 (2.6) por cento. Os quadros 3 e 5 mostram que a mudança nos produtos adicionados e abandonados em percentagem das exportações e importações (no ano inicial) é ainda maior. Antes de aplicar a harmonização, os produtos adicionados e abandonados representam, em média, 2.9

Quadro 5

CONTRIBUIÇÃO DOS PRODUTOS ADICIONADOS, ABANDONADOS E MANTIDOS PARA A VARIAÇÃO PERCENTUAL NO TOTAL DE IMPORTAÇÕES – ANTES E DEPOIS DA HARMONIZAÇÃO, 1995–2005

	(t-1–t)	1995-1996	1996-1997	1997-1998	1998-1999	1999-2000	2000-2001	2001-2002	2002-2003	2003-2004	2004-2005	Média 95-05
Adicionados	s/	10.4	3.3	4.9	1.7	5.0	0.6	8.7	0.3	3.3	0.5	3.9
	c/	0.1	0.3	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Abandonados	s/	10.9	2.7	4.0	1.6	6.0	0.7	8.8	0.2	2.8	0.6	3.8
	c/	0.2	0.1	0.1	0.1	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Mantidos	s/	9.1	11.6	13.2	7.4	14.3	2.0	-1.9	-2.4	8.7	2.4	6.4
	c/	8.7	12.1	14.0	7.4	13.5	2.0	-2.0	-2.4	9.2	2.4	6.5
Importações		8.6	12.2	14.1	7.4	13.4	2.0	-2.0	-2.3	9.2	2.3	6.5

Fontes: *Eurostat* (Ficheiros de classificação do servidor *Ramon*), INE (Comércio Internacional) e cálculos dos autores.

Notas: O painel superior deste quadro mostra as importações associadas a produtos adicionados/abandonados e a variação nas importações associadas a produtos mantidos, entre os anos *t-1* e *t*, em percentagem do total de importações do ano *t-1*. Na secção 3 são apresentadas as definições de produtos adicionados, abandonados e mantidos. A última linha do quadro mostra a taxa de crescimento das importações entre *t-1* e *t*. As linhas assinaladas com (s/) e (c/) referem-se a dados pré e pós-harmonização, respetivamente.

(3.9) e 3.0 (3.8) por cento das exportações (importações) do ano inicial[11]. Após aplicar a harmonização, eles representam apenas 0.2 (0.1) e 0.3 (0.1) por cento das exportações (importações) do ano inicial.

Segundo, o maior impacto dá-se nos anos de implementação das mudanças na classificação SH6, *i.e.,* 1995–1996 e 2001–2002. Globalmente, as estatísticas pós-harmonização de produtos adicionados e abandonados são muito menos voláteis ao longo do tempo.

Terceiro, a taxa de crescimento do número total de produtos exportados ou importados pode inclusivamente trocar de sinal após a aplicação da harmonização[12].

3.2. Crescimento das exportações e importações: uma perspetiva ao nível do produto

Na secção anterior, estabelecemos a importância da aplicação da metodologia de harmonização descrita na secção 2.1 para uma análise adequada da evolução das exportações e importações. Nesta secção, aproveitamos os dados pós-harmonização para ilustrar o comportamento do número de produtos exportados (importados) e o seu contributo para o crescimento das exportações (importações) para (de) vários grupos principais de países. Mais especificamente, os países são subdivididos em 7 conjuntos exaustivos e mutuamente exclusivos: Espanha, Alemanha, Outros UE, Outros OCDE, Outros membros da Comunidade dos Países de Língua Portuguesa (CPLP), República Popular da China, e o Resto do Mundo[13]. Esta partição é motivada por razões geográficas, económicas e históricas.

O quadro 6 mostra, para cada grupo de países, um instantâneo, no início e no final do período amostral, de duas medidas de intensidade da ligação comercial a Portugal. A primeira medida é o número de produtos importados de (exportados para) Portugal em percentagem do portfólio global de tipos de produtos exportados (importados) por Portugal. A segunda medida é simplesmente a quota de cada país no total de exportações ou importações de Portugal.

---

11 Os volumes de comércio não são deflacionados, por dois motivos. Primeiro, não estão disponíveis deflatores ao nível do produto. Segundo, os nossos resultados principais não seriam afetados, dado que tencionamos comparar o contributo de produtos adicionados e abandonados para as exportações (importações) com e sem a harmonização.

12 Tal ocorre, por exemplo, em 1998–1999 e 2002–2003, para as exportações, e em 1998–1999, 1999–2000, e 2003–2004, para as importações.

13 "Outros UE" incluem Áustria, Bélgica-Luxemburgo, Dinamarca, Finlândia, França, Grécia, Itália, Irlanda, Países Baixos e Suécia e Reino Unido; "Outros OECD" incluem Estados Unidos, Austrália, Canadá, Suíça, República Checa, Hungria, Islândia, Japão, República da Coreia, México, Noruega, Nova Zelândia, Polónia, Eslováquia e Turquia; "CPLP" inclui Brasil, Angola, Cabo Verde, Guiné-Bissau, Moçambique, São Tomé e Príncipe e Timor-Leste.

Quadro 6

NÚMERO DE PRODUTOS EXPORTADOS E IMPORTADOS E QUOTAS DE COMÉRCIO, POR GRUPO DE PAÍSES, 1995-2005

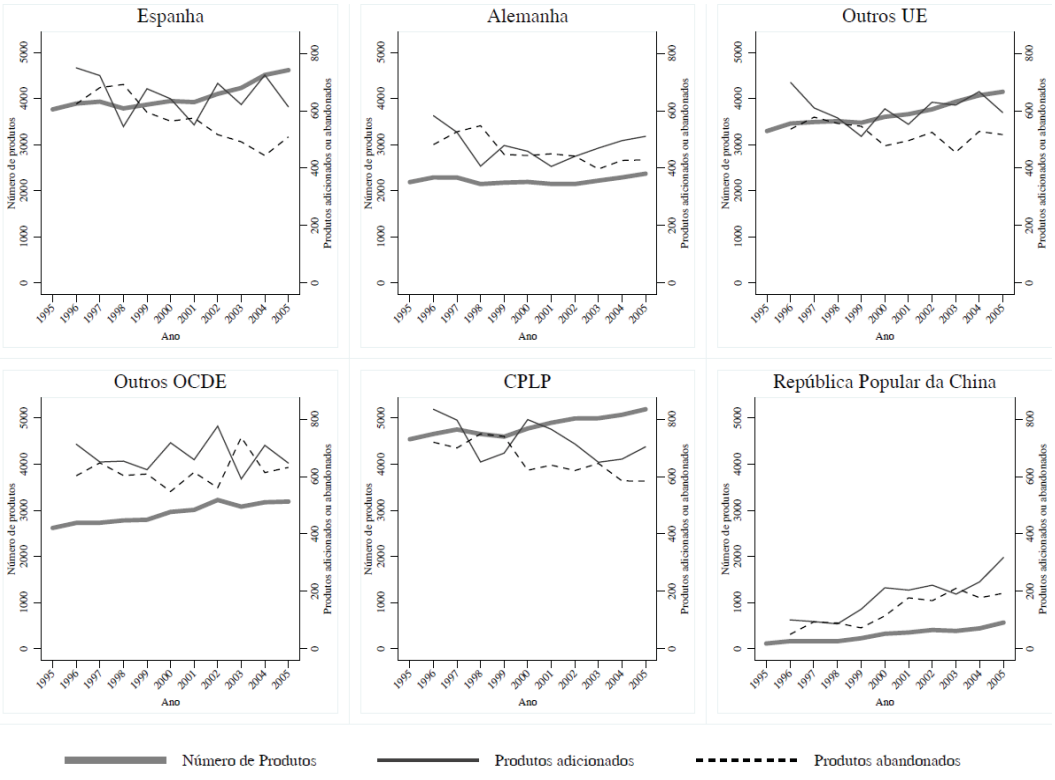
	# de Produtos				Quota de Comércio			
	Exportações		Importações		Exportações		Importações	
	1995	2005	1995	2005	1995	2005	1995	2005
Espanha	3,763	4,615	6,422	7,278	16.1	26.6	22.9	32.7
	(61.4)	(69.8)	(83.1)	(91.6)				
Alemanha	2,185	2,368	5,492	5,734	21.1	12.7	15.1	15.1
	(35.7)	(35.8)	(71.0)	(72.2)				
Outros UE	3,294	4,145	6,932	7,081	44.4	39.4	40.0	33.2
	(53.8)	(62.7)	(89.7)	(89.1)				
Outros OCDE	2,617	3,189	4,643	4,381	9.6	10.1	10.7	7.4
	(42.7)	(48.2)	(60.0)	55.1)				
CPLP	4,542	5,193	1,233	2,162	3.4	4.3	1.7	1.5
	(74.1)	(78.6)	(15.9)	(27.2)				
Rep. Pop. China	109	563	1,304	2,846	0.2	0.6	0.6	1.3
	(1.8)	(8.5)	(16.9)	(35.8)				
Resto do Mundo	2,699	3,616	2,998	3,644	5.3	6.3	9.0	8.8
	(44.0)	(54.7)	(38.8)	(45.9)				
Total	6,128	6,611	7,732	7,947	100.0	100.0	100.0	100.0

Fontes: *Eurostat* (Ficheiros de classificação do servidor *Ramon*), INE (Comércio Internacional) e cálculos dos autores.

Notas: O painel da esquerda deste quadro mostra o número de produtos exportados para (ou importados de) cada um dos grupos de países definidos na secção 3.2. Quotas do número total de produtos exportados e importados são mostradas em parêntesis. O painel da direita do quadro mostra a quota das exportações (ou importações) portuguesas associada a cada grupo de países. CPLP é o acrónimo da Comunidade de Países de Língua Portuguesa.

Gráfico 1

EVOLUÇÃO DO NÚMERO DE PRODUTOS EXPORTADOS, POR GRUPO DE PAÍSES, 1995–2005

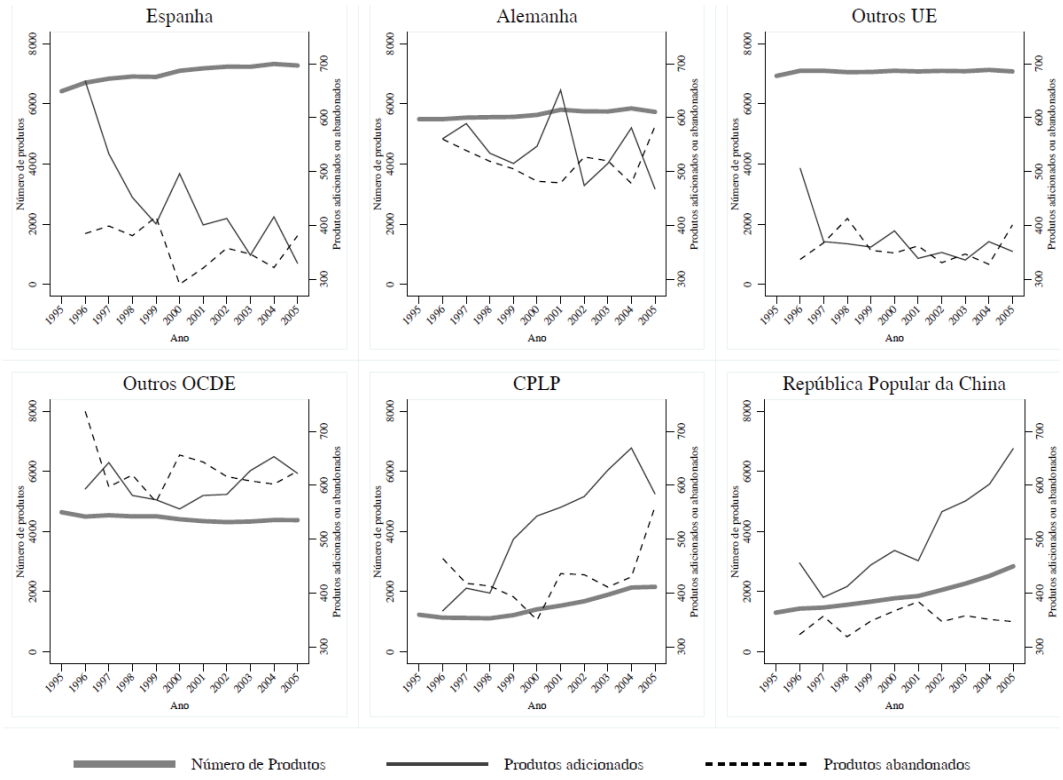


Fontes: *Eurostat* (Ficheiros de classificação do servidor *Ramon*), INE (Comércio Internacional) e cálculos dos autores.

Notas: A linha contínua a cheio (medida no eixo da esquerda) representa, em cada gráfico, o número de produtos exportados por Portugal em cada ano da amostra 1995–2005. A linha contínua estreita (medida no eixo da direita) representa o número de produtos exportados adicionados entre *t-1* e *t*. A linha tracejada (medida no eixo da direita) representa o número de produtos exportados abandonados entre *t-1* e *t*. Na secção 3 são apresentadas as definições de produtos adicionados e abandonados. Os grupos de países são definidos na secção 3.2. CPLP é o acrónimo da Comunidade de Países de Língua Portuguesa. O gráfico referente ao grupo "Resto do Mundo" foi omitido, mas poderá ser disponibilizado mediante pedido aos autores.

Gráfico 2

EVOLUÇÃO DO NÚMERO DE PRODUTOS IMPORTADOS, POR GRUPO DE PAÍSES, 1995–2005



Fontes: *Eurostat* (Ficheiros de classificação do servidor *Ramon*), INE (Comércio Internacional) e cálculos dos autores.

Notas: A linha contínua a cheio (medida no eixo da esquerda) representa, em cada gráfico, o número de produtos importados por Portugal em cada ano da amostra 1995–2005. A linha contínua estreita (medida no eixo da direita) representa o número de produtos importados adicionados entre *t-1* e *t*. A linha tracejada (medida no eixo da direita) representa o número de produtos importados abandonados entre *t-1* e *t*. Na secção 3 são apresentadas as definições de produtos adicionados e abandonados. Os grupos de países são definidos na secção 3.2. CPLP é o acrónimo da Comunidade de Países de Língua Portuguesa. O gráfico referente ao grupo "Resto do Mundo" foi omitido, mas poderá ser disponibilizado mediante pedido aos autores.

Os gráficos 1 e 2 mostram, por sua vez, para cada grupo de países, a evolução ao longo do tempo do número de produtos exportados e importados (medido no eixo da esquerda) em consequência da adição e abandono de produtos (medidos no eixo da direita)[14].

O número de produtos exportados exibe uma tendência positiva em todos os grupos de destinos, com um aumento acumulado médio de 79 por cento em 1995–2005 (Gráfico 1). Os gráficos 3 e 4 mostram a evolução ao longo do tempo da taxa de crescimento de exportações e importações (medida no eixo da esquerda), bem como o contributo dos produtos adicionados e abandonados (medido no eixo da direita). As taxas de crescimento de exportações e importações são ambas inferiores na segunda metade da amostra do que na primeira metade, com exceção das referentes à República Popular da China e aos Outros membros da Comunidade dos Países de Língua Portuguesa[15].

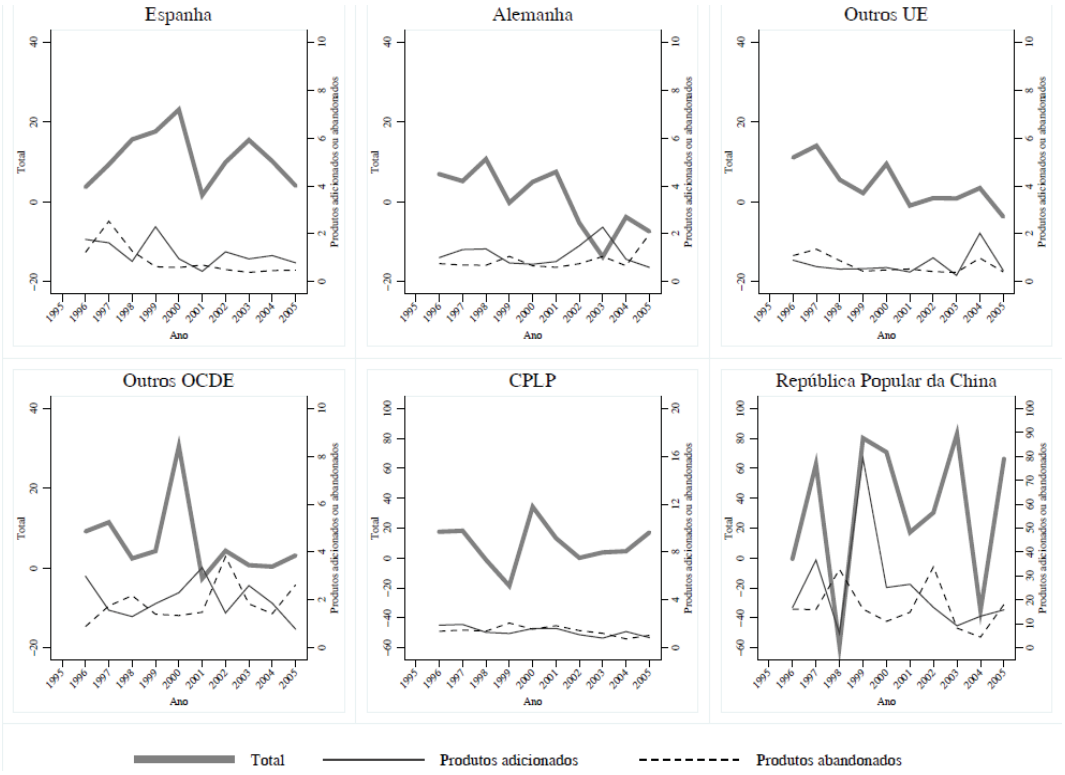
O contributo de produtos adicionados e abandonados para a taxa de crescimento de exportações (ou importações) é genericamente baixo, na ordem de 1 ou 2 por cento, de novo com exceção da República Popular da China e países CPLP, que denotam uma dinâmica mais volátil. Em consistência com a

14 O gráfico referente ao grupo "Resto do Mundo" foi omitido, mas poderá ser disponibilizado mediante pedido aos autores.

15 Note-se a diferença de escala dos eixos dos gráficos referentes à República Popular da China e Outros membros da Comunidade dos Países de Língua Portuguesa.

Gráfico 3

EVOLUÇÃO DA TAXA DE CRESCIMENTO DAS EXPORTAÇÕES, POR GRUPO DE PAÍSES, 1995–2005



Fontes: *Eurostat* (Ficheiros de classificação do servidor *Ramon*), INE (Comércio Internacional) e cálculos dos autores.

Notas: A linha contínua a cheio (medida no eixo da esquerda) representa, em cada gráfico, a taxa de crescimento anual das exportações entre os anos *t-1* e *t*. A linha contínua estreita (medida no eixo da direita) representa o rácio entre as exportações associadas a produtos adicionados (em *t*) e as exportações totais em *t-1*. A linha tracejada (medida no eixo da direita) representa o rácio entre as exportações associadas a produtos abandonados (em *t-1*) e as exportações totais em *t-1*. Na secção 3 são apresentadas as definições de produtos adicionados e abandonados. Os grupos de países são definidos na secção 3.2. CPLP é o acrónimo da Comunidade de Países de Língua Portuguesa. O gráfico referente ao grupo "Resto do Mundo" foi omitido, mas poderá ser disponibilizado mediante pedido aos autores.

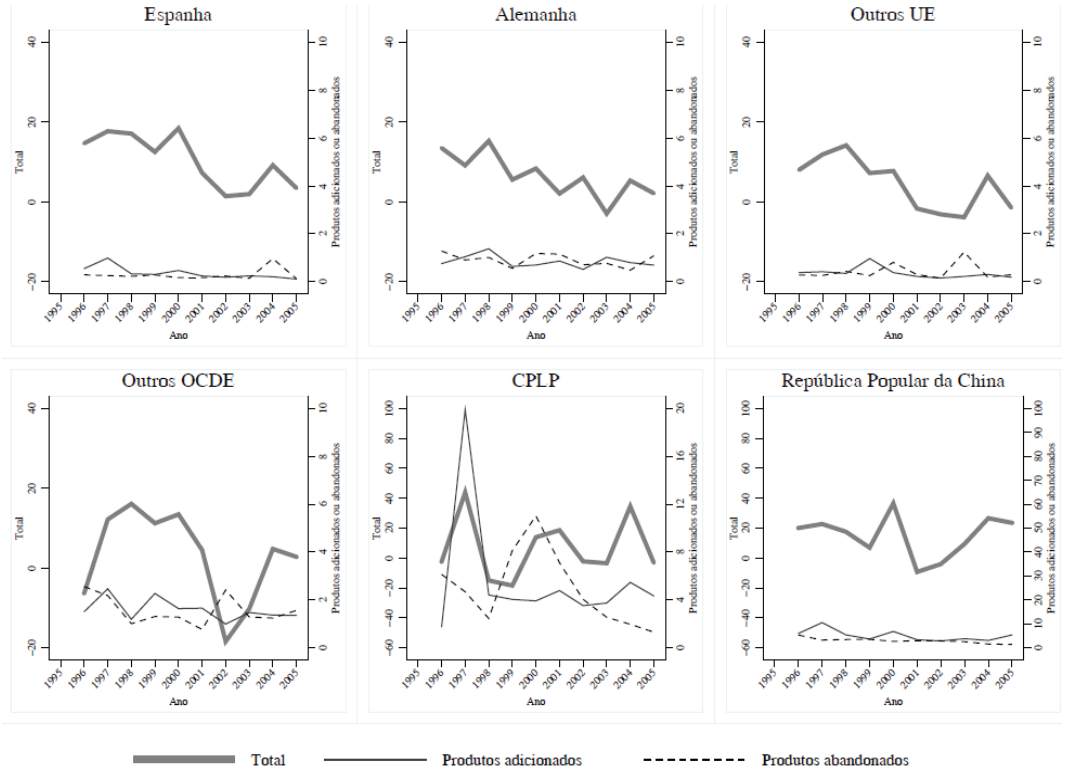
literatura, as taxas de crescimento das exportações (importações) totais seguem a dinâmica da taxa de crescimento das exportações (importações) associadas a produtos mantidos.

Espanha é claramente o principal parceiro comercial de Portugal. Em 2005, em termos de margem de produto, este país atrai cerca de 70 por cento dos produtos integrantes do portfólio de exportação de Portugal e fornece 92 por cento dos produtos importados por Portugal. Isto traduz-se em cerca de 27 por cento e 33 por cento do total de exportações e importações de Portugal, um aumento significativo face a 1995 (Quadro 6). Como o gráfico 1 mostra, o número de produtos exportados para Espanha (linha contínua a cheio), praticamente constante até ao final dos anos 90, inicia uma trajetória ascendente no início da década de 2000, maioritariamente em virtude de um abrandamento na taxa de produtos abandonados (linha tracejada). Por outras palavras, enquanto o número de produtos adicionados para o mercado espanhol não denota nenhuma trajetória particular (linha contínua estreita), os produtos já presentes no mercado revelam maior grau de persistência.

Globalmente, mais de três quartos das exportações e importações de Portugal estão associados a um país da União Europeia e os países europeus atraem/fornecem a maioria dos produtos exportados/importados. É de notar a queda nas exportações para a Alemanha, de 21.1 por cento em 1995 para 12.7 por cento em 2005 (Quadro 6 e Gráfico 3). Os outros países da OCDE também atraem ou fornecem uma grande quota de produtos e representam cerca de 10 por cento das exportações e 7 por cento das importações (em 2005). Os países da CPLP são destino de uma grande quota de produtos exportados, mas são muito menos relevantes em termos monetários, representando 4.3 por cento das exportações em 2005.

Gráfico 4

EVOLUÇÃO DA TAXA DE CRESCIMENTO DAS IMPORTAÇÕES, POR GRUPO DE PAÍSES, 1995–2005



Fontes: *Eurostat* (Ficheiros de classificação do servidor *Ramon*), INE (Comércio Internacional) e cálculos dos autores.

Notas: A linha contínua a cheio (medida no eixo da esquerda) representa, em cada gráfico, a taxa de crescimento anual das importações entre os anos *t-1* e *t*. A linha contínua estreita (medida no eixo da direita) representa o rácio entre as importações associadas a produtos adicionados (em *t*) e as importações totais em *t-1*. A linha tracejada (medida no eixo da direita) representa o rácio entre as importações associadas a produtos abandonados (em *t-1*) e as importações totais em *t-1*. Na secção 3 são apresentadas as definições de produtos adicionados e abandonados. Os grupos de países são definidos na secção 3.2. CPLP é o acrónimo da Comunidade de Países de Língua Portuguesa. O gráfico referente ao grupo "Resto do Mundo" foi omitido, mas poderá ser disponibilizado mediante pedido aos autores.

O caso da República Popular da China é particularmente interessante, dado evidenciar um aumento notável no número de produtos exportados (de 1.8 por cento da carteira de produtos exportados por Portugal em 1995 para 8.5 por cento em 2005) e, especialmente, do número de produtos importados (de 16.9 por cento da carteira de produtos importados por Portugal para 35.8 por cento) – ver quadro 6. Este último facto deve-se a um aumento sensacional no número de produtos importados adicionados, apesar do número praticamente estável de produtos abandonados (Gráfico 2). Esta dinâmica replica a ocorrida nos países da CPLP (exceto para o último ano da amostra) e contrasta com a de Espanha, que denota uma redução substancial no número de produtos importados adicionados.

4. Conclusões

A correção do efeito das mudanças nos códigos de produtos ao longo do tempo é crítica no corpo crescente de investigação que examina as escolhas de carteira de produtos das empresas. Neste artigo, usamos a metodologia de Beveren, Bernard e Vandenbussche (2012), baseada em Pierce e Schott (2012), para estudar a evolução das exportações e importações portuguesas no período 1995–2005. Descobrimos que, após aplicar a harmonização, a medida em que a adição e abandono de produtos determina as mudanças anuais nas exportações e importações portuguesas é grandemente reduzida. Um sistema de classificação de produtos homogéneo no tempo é necessário para que se percecione corretamente a dinâmica de exportações e importações.

Um mérito do algoritmo proposto por Pierce e Schott (2012) é que pode ser estendido para incorporar futuras revisões de sistemas de classificação de produtos exportados e importados, podendo ainda ser aplicado na criação de harmonizações de outros sistemas de classificação de produtos ao longo do tempo. Por exemplo, Beveren, Bernard e Vandenbussche (2012) criam uma harmonização para as categorias *Prodcom* a 8 dígitos usadas para classificar produtos nos dados de produção doméstica europeia. Estas ferramentas revelar-se-ão certamente importantes na compreensão das escolhas ao nível do produto, quer dos produtores domésticos, quer dos exportadores portugueses.

Referências

Amador, J., Opromolla, L. D., 2013. "Product and Destination Mix in Export Markets". *Review of World Economics*, DOI: 10.1007/s10290-012-0136-z.

Bernard, A. B., Jensen, B. J., Redding, S. J., Schott, P. K., 2009. "The Margins of U.S. Trade (Long Version)". *NBER Working Paper* 14662.

Pierce, J. R., Schott, P. K., 2012. "Concording US Harmonized System Categories over Time". *Journal of Official Statistics* 28 (1), 53-68.

Schott, P. K., 2004. "Across-Products versus Within-Product Specialization in International Trade". *Quarterly Journal of Economics* 119 (2), 647-678.

Van Beveren, I., Bernard, A. B., Vandenbussche, H., 2012. "Concording EU Trade and Production Data Over Time". *Tuck School of Business*, *mimeo*.

Anexo – Metodologia de harmonização

Esta secção fornece detalhes adicionais sobre a metodologia de harmonização apresentada na secção 2.1.

Considere-se o seguinte caso factual (ilustrado no gráfico A1) de mapeamento de códigos: em 1995, o código 03026997 (*Saltwater fish – other*) é substituído por 4 códigos diferentes, especificando espécies de peixe distintas, 03026986 (…*southern blue whiting*…), 03026992 (…*pink cusk-eel*…), 03026993 (…*Kathetostoma giganteum*…) e 03026996 (…*Saltwater fish, edible, fresh or chilled, n.e.s.* …); em 2001, um destes códigos novos em 1995, 03026993, foi fundido com o código 03026999 (…*Fresh or chilled saltwater fish, edible excl.… Kathetostoma giganteum*…), ambos substituídos pelo novo código 03026998 (…*Fresh or chilled saltwater fish, edible excl*…); neste caso, todos os códigos envolvidos – 03026997, 03026986, 03026992, 03026993, 03026996, 03026999 e 03026998 – devem ser considerados pertencentes à mesma árvore genealógica e deve-lhes ser atribuído um mesmo e único código (sintético).

Gráfico A1

EXEMPLO DE (PARTE DE) UMA ÁRVORE GENEALÓGICA PRESENTE NA CLASSIFICAÇÃO NC8

Fonte: *Eurostat* (Ficheiros de classificação do servidor *Ramon*).

Notas: Este gráfico mostra um exemplo factual de (parte de) uma árvore genealógica presente na classificação NC8 entre 1994 e 2001.

A identificação de árvores genealógicas depende do ano de início e de fim da harmonização. Há dois tipos básicos de árvore genealógica: árvores expansivas e árvores contrativas. Naturalmente, as árvores existentes podem ser combinações de sub-árvores expansivas e contrativas. A árvore genealógica ilustrada no gráfico A1 cobre o período 1994-2001 e é constituída por (pelo menos) duas sub-árvores: uma árvore expansiva, entre 1994 e 1995, e uma árvore contrativa, entre 2000 e 2001.

O algoritmo que usamos para a harmonização de códigos NC8 entre anos de início e fim arbitrários tem em conta ambos os tipos de árvores genealógicas, bem como combinações dos dois tipos. Empiricamente, a identificação de famílias compreende dois passos concetuais:

1. Identificação de "ramificações" familiares dentro de cada ficheiro de harmonização, através da busca de mapeamentos simples (um-para-um) e complexos (um-para-vários, vários-para-um e vários-para-vários) que tenham, pelo menos, um código obsoleto ou novo em comum. O mesmo código sintético é atribuído a todos os códigos pertencentes a uma ramificação familiar.
2. Identificação de cadeias conetando ramificações familiares ao longo do tempo, através da busca de códigos novos que reapareçam como obsoletos num ano posterior. O código sintético mínimo (de entre as ramificações familiares) é atribuído a todos os códigos pertencentes a ramificações da mesma árvore genealógica.

O passo 2 implica que a escolha do ano de início e de fim da amostra afete a identificação de cadeias conetando códigos ao longo do tempo.

O quadro A1 reporta estatísticas resumo sobre o número de códigos NC8 originais reclassificados e o número de famílias em que eles são agrupados após o passo 1 (identificação intra-anual), para cada ano da nossa amostra. O maior número de códigos obsoletos ocorre entre 1995 e 1996 e entre 2001 e 2002, quando a classificação SH6 mudou.

Os quadros A2 e A3 reportam estatísticas resumo sobre o impacto da harmonização após a execução dos passos 1 (agrupamento intra-anual) e 2 (encadeamento ao longo do tempo). O quadro A2 decompõe dois conjuntos de códigos NC8: (i) códigos NC8 originais são decompostos nos que são e não são substituídos por códigos sintéticos durante a harmonização; (ii) códigos NC8 sobreviventes (após a harmonização) são decompostos em genuínos (originais) e sintéticos e, subsequentemente, cada um destes sub-conjuntos é decomposto em códigos comuns a 1995 e 2005 e códigos exclusivos a cada um destes anos. Estas decomposições são executadas para exportações e importações e para 1995 e 2005.

Note-se que a percentagem de códigos originais envolvida em reclassificações, que foi, em média, 4% antes do encadeamento ao longo do tempo (Quadro A1), é agora maior que 30% em 1995 e 2005, quer para códigos de produtos exportados, quer para códigos importados.

O quadro A3 reporta os volumes de comércio associados a cada célula do quadro A2. Note-se que o conjunto de códigos abrangidos pela harmonização tem, globalmente, um peso maior em termos de volumes que em termos de número de códigos, indicando que a harmonização envolveu códigos NC8 sobre-representados em termos de volumes de comércio.

Quadro A1

NÚMERO DE CÓDIGOS OBSOLETOS E NOVOS (1995, 2005)

Ano efetivo	# total de códigos NC8	# de códigos obsoletos	# de códigos novos	# de famílias (incluindo mudanças simples)	# de mudanças simples
1995	10,448	531	871	383	31
1996	10,495	1,257	1,304	792	435
1997	10,606	170	281	130	0
1998	10,587	334	315	175	0
1999	10,428	303	144	132	3
2000	10,314	223	109	96	0
2001	10,274	90	50	42	1
2002	10,400	847	973	504	311
2003	10,404	16	20	12	0
2004	10,174	503	273	211	7
2005	10,096	186	108	95	5
Média	10,384	405	404	234	72

Fontes: *Eurostat* (Ficheiros de classificação do servidor *Ramon*), INE (Comércio Internacional) e cálculos dos autores.

Quadro A2

NÚMERO DE CÓDIGOS ORIGINAIS E SINTÉTICOS, EXPORTAÇÕES E IMPORTAÇÕES (1995,2005)

	Exportações				Importações			
	1995	%	2005	%	1995	%	2005	%
Códigos NC8 originais	7,090	100	7,492	100	9,210	100	9,181	100
Não-substituídos	4,790	68	5,195	69	6,080	66	6,256	68
Substituídos	2,300	32	2,297	31	3,130	34	2,925	32
Códigos genuínos+sintéticos após harmonização	6,128	86	6,611	88	7,732	84	7,947	87
Códigos genuínos	*4,790*	*68*	*5,195*	*69*	*6,080*	*66*	*6,256*	*68*
Comuns a ambos os anos	4,375	62	4,375	58	5,909	64	5,909	64
Presentes em apenas um ano	415	6	820	11	171	2	347	4
Códigos sintéticos	*1,338*	*19*	*1,416*	*19*	*1,652*	*18*	*1,691*	*18*
Comuns a ambos os anos	1,217	17	1,217	16	1,597	17	1,597	17
Presentes em apenas um ano	121	2	199	3	55	1	94	1

Fontes: *Eurostat* (Ficheiros de classificação do servidor *Ramon*), INE (Comércio Internacional) e cálculos dos autores.

Notas: O painel superior deste quadro mostra o número de códigos NC8 originais, associados a exportações ou importações positivas em 1995 ou 2005, e subdivide-os nos conjuntos dos que foram e não foram substituídos por um código sintético. O painel inferior do quadro mostra o número de códigos NC8 genuínos e sintéticos após a aplicação da harmonização, subdividindo ambos nos conjuntos dos que são comuns a 1995 e 2005 e dos que aparecem em apenas um destes dois anos. As colunas pares exibem valores em percentagem da primeira linha da coluna antecedente.

Quadro A3

EXPORTAÇÕES E IMPORTAÇÕES ASSOCIADAS A CÓDIGOS ORIGINAIS E SINTÉTICOS (1995,2005)

	Exportações				Importações			
	1995	%	2005	%	1995	%	2005	%
Códigos NC8 originais	16,132	100	27,394	100	22,831	100	42,150	100
Não-substituídos	11,761	73	18,278	67	14,446	63	26,762	63
Substituídos	4,371	27	9,116	33	8,385	37	15,388	37
Códigos genuínos+sintéticos após harmonização	16,132	100	27,394	100	22,831	100	42,150	100
Códigos genuínos	*11,761*	*73*	*18,278*	*67*	*14,446*	*63*	*26,762*	*63*
Comuns a ambos os anos	11,611	72	17,973	66	14,285	63	25,930	62
Presentes em apenas um ano	150	1	305	1	161	1	832	2
Códigos sintéticos	*4,371*	*27*	*9,116*	*33*	*8,385*	*37*	*15,388*	*37*
Comuns a ambos os anos	4,345	27	9,026	33	8,349	37	15,216	36
Presentes em apenas um ano	26	0	90	0	36	0	172	0

Fontes: *Eurostat* (Ficheiros de classificação do servidor *Ramon*), INE (Comércio Internacional) e cálculos dos autores.

Notas: O painel superior deste quadro mostra os montantes, em milhões de euros, de exportações e importações associadas a códigos NC8 originais, e subdivide-os nos montantes associados a códigos que foram e não foram substituídos por um código sintético. O painel inferior do quadro subdivide as exportações e importações nos montantes associados a códigos genuínos ou sintéticos que são comuns a 1995 e 2005 ou que aparecem em apenas um destes dois anos. As colunas pares exibem valores em percentagem da primeira linha da coluna antecedente.

PREVISÕES ECONÓMICAS DE CURTO PRAZO PARA PORTUGAL: UMA SÍNTESE METODOLÓGICA*

*Paulo Soares Esteves** | António Rua****

RESUMO

O objetivo deste artigo é apresentar de uma forma exemplificativa e sucinta a metodologia subjacente ao exercício de previsão de curto prazo para a atividade económica regularmente conduzido no Banco de Portugal. À semelhança do verificado com outros bancos centrais, é útil partilhar a experiência adquirida na construção de um instrumental técnico para produzir previsões de curto prazo para a economia portuguesa. A racionalidade subjacente à metodologia é discutida de forma intuitiva e a apresentação deverá ser considerada como ilustrativa atendendo à natureza dinâmica do próprio processo. Com efeito, a abordagem utilizada está em constante evolução, quer na permanente procura de novos indicadores quer na adoção de modelos alternativos. Adicionalmente, é reportada a experiência de outros bancos centrais, nomeadamente no âmbito do Eurosistema.

1. Introdução

Uma avaliação atempada sobre a situação económica atual bem como uma correta perceção da sua evolução no curto prazo constituem *inputs* fundamentais para efeitos de condução de política económica, uma vez que a escolha das medidas a adotar pode depender de forma crucial da qualidade dessa avaliação.

Neste sentido, procedeu-se ao desenvolvimento no Banco de Portugal de um conjunto de instrumentos para estimar a evolução económica tanto no trimestre em curso como nos trimestres imediatamente subsequentes (comummente designados na literatura como *nowcasting* e *short-term forecasting*, respetivamente). Este artigo descreve de uma forma sucinta a abordagem correntemente utilizada. Refira-se que o atual procedimento resulta de uma evolução contínua ao longo do tempo e que foi condicionada pelos desenvolvimentos verificados a nível do sistema estatístico nacional. Neste último caso, refiram-se os desenvolvimentos implementados pelo Instituto Nacional de Estatística (INE) na produção e divulgação das Contas Nacionais, tanto anuais como trimestrais, que passaram a ser compiladas de uma forma mais regular e com um menor desfasamento relativamente ao período de referência. A este respeito refira-se que atualmente as Contas Nacionais Trimestrais são divulgadas com um atraso de 70 dias, quando até ao final de 2002 esse desfasamento se situava em 120 dias[1]. Além disso, com base nos resultados obtidos por Cardoso e Rua (2011) e José (2004), a fiabilidade das Contas Nacionais Trimestrais em tempo real tem vindo a registar uma melhoria.

* Os autores agradecem os comentários e sugestões a Carlos Coimbra, Francisco Dias, João Amador e Maximiano Pinheiro. As opiniões expressas neste 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, Gabinete do Governador.

*** Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.

1 Refira-se que, a partir do primeiro trimestre 2007, o INE passou a divulgar uma estimativa rápida (*flash estimate*) para a taxa de variação em volume do PIB 45 dias após o período de referência.

O desenvolvimento metodológico da previsão de curto prazo foi também influenciado pela crescente exigência associada à participação na zona do euro. Depois de um longo período em que eram publicadas unicamente previsões anuais para o ano em curso ou estimativas para o ano anterior, o Banco de Portugal começou a divulgar regularmente projeções para a economia portuguesa a partir do Boletim Económico de dezembro de 2000, um mês depois do Banco Central Europeu ter iniciado a divulgação no seu Boletim mensal das projeções para a área do euro elaboradas pelos vários bancos centrais do Eurosistema. Neste contexto, verificou-se uma crescente preocupação de elaborar cenários macroeconómicos de frequência trimestral. Apesar da volatilidade dos valores trimestrais, esse progresso permite mais facilmente incorporar os efeitos nas projeções anuais resultantes do perfil intra-anual do ano anterior bem como da informação mais recente[2].

O objetivo deste artigo é apresentar as linhas gerais do procedimento utilizado para elaborar as previsões macroeconómicas de curto prazo. Assim, procura-se descrever de forma sucinta a metodologia subjacente às previsões de curto prazo, expondo a organização do procedimento de um ponto de vista conceptual e ilustrando as diferentes fases imbuídas no processo. Esta apresentação deverá ser considerada como ilustrativa atendendo à natureza dinâmica do próprio processo.

O artigo encontra-se organizado da seguinte forma. Na secção 2, procede-se à descrição das principais características da abordagem adotada na construção de previsões de curto prazo para a economia portuguesa. Na secção 3, são referidas as atuais práticas internacionais, nomeadamente por outros bancos centrais do Eurosistema. A secção 4 sintetiza as principais conclusões.

2. Descrição sucinta da metodologia

O horizonte de previsão do exercício de projeção de curto prazo é atualizado trimestralmente, com a primeira previsão para cada trimestre a ser produzida dois trimestres antes da respetiva divulgação pelo INE. Por exemplo, em junho de um dado ano incorporam-se os valores divulgados no âmbito das Contas Nacionais Trimestrais pelo INE para o primeiro trimestre desse ano, continua-se a projetar o segundo trimestre (cuja primeira previsão ocorre em março) e prevê-se pela primeira vez o terceiro trimestre. A projeção para os trimestres seguintes é produzida com base num modelo macroeconométrico de natureza estrutural. Refira-se que este tipo de modelos não se destina a captar a evolução de muito curto prazo e a sua relação com os indicadores que vão sendo disponibilizados. Este processo é ilustrado no gráfico 1.

2.1. Principais características

O procedimento de previsão de curto prazo tem algumas características marcantes. Em primeiro lugar, a previsão para o PIB baseia-se numa abordagem *bottom-up*. Isto é, após a obtenção de uma previsão para cada uma das componentes na ótica da despesa, estas são agregadas tendo em conta as restrições de contabilidade nacional para obter uma previsão para o PIB. Este é o procedimento tipicamente utilizado pelas instituições que reportam previsões de curto prazo e as razões para a sua adoção são fáceis de compreender[3]. A elaboração e a apresentação de um cenário macroeconómico torna necessário justificar o valor apontado para o crescimento do PIB. Neste sentido, a projeção das várias componentes do PIB permite um melhor entendimento dos desenvolvimentos subjacentes e, deste modo, disciplina a construção de cenários macroeconómicos. Adicionalmente, refira-se que a utilização de uma abordagem *bottom-up* também facilita a introdução do julgamento na previsão.

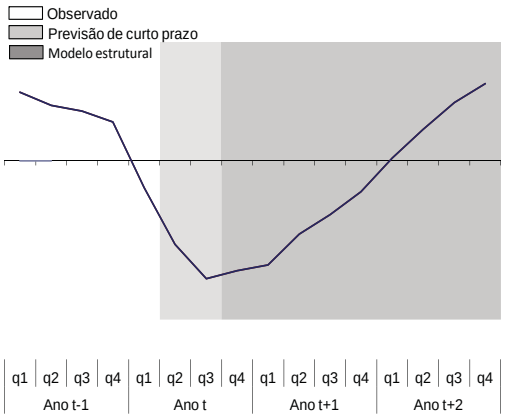
---

2 Neste quadro, a partir de 2004 o Banco de Portugal começou a publicar regularmente uma base de dados trimestral para o período posterior a 1977 (ver Castro e Esteves (2004)) e Amador e Dias (2004) apresentam o primeiro contributo formal para a construção de um procedimento de projeção de curto prazo para as principais variáveis de contas nacionais trimestrais.

3 Ver, por exemplo, Esteves (2011) para uma discussão relativamente à escolha entre um procedimento direto (previsão direta do PIB) ou *bottom-up* (previsão do PIB obtida como agregação das projeções para as várias componentes da despesa).

Gráfico 1

EXERCÍCIO DE PREVISÃO

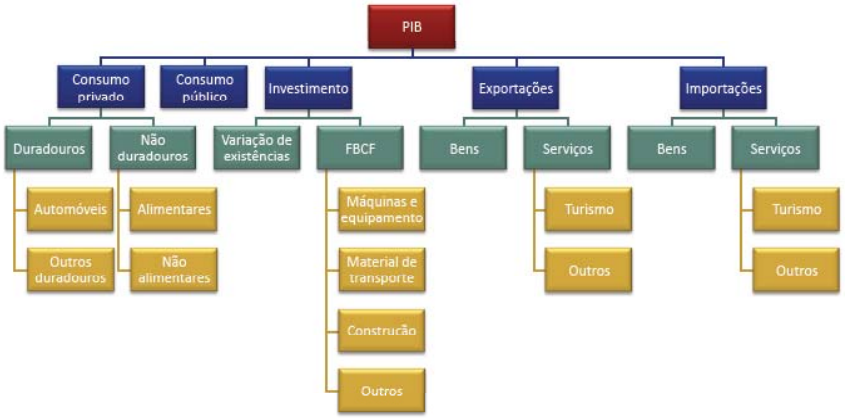


Fonte: Cálculos dos autores.

O nível de desagregação utilizado é condicional na qualidade da informação disponível e na capacidade de prever as diferentes variáveis. No gráfico 2 apresenta-se de uma forma simplificada a desagregação considerada no Banco de Portugal. Refira-se que, no caso de determinadas variáveis, são adotadas regras específicas para a sua projeção. Além de possibilitar a previsão da variável em causa, a utilização destas regras pode igualmente influenciar a estrutura de correlações entre os erros de previsão para as diversas variáveis, melhorando desta forma a performance do procedimento de agregação das previsões das várias componentes do PIB. Por exemplo, é usual as importações serem estimadas como uma função da procura global ponderada pelos conteúdos importados das componentes da procura, enquanto o contributo da variação de existências é estimado através de uma relação positiva com as importações. Deste modo, em ambos os casos, estas regras permitem um aumento da correlação positiva entre os erros de previsão das componentes da procura e das importações, o que possibilita reduzir o erro de previsão do PIB.

Gráfico 2

ABORDAGEM *BOTTOM-UP*



Fonte: Cálculos dos autores.

Relativamente à transformação das variáveis, refira-se que no procedimento de previsão de curto prazo estas são, de uma forma geral, projetadas em taxas de variação homóloga. Esta opção pode ser justificada por diversos motivos: (i) a falta de índices de preços encadeados para o comércio externo, o que dificulta a leitura das taxas de variação em cadeia dos respetivos deflatores e dos correspondentes crescimentos em volume; (ii) a elevada volatilidade das taxas de variação em cadeia; (iii) a presença de forte sazonalidade em certos indicadores e (iv) maior proximidade com a evolução de alguns indicadores qualitativos.

Outra característica do procedimento de previsão de curto prazo é o seu ecletismo, na medida que combina dados observados, quer de natureza qualitativa quer quantitativa, com modelos econométricos e algum julgamento quando tal se revela necessário.

Relativamente ao julgamento, Pagan e Robertson (2002) sumariam de forma clara o seu papel na previsão: *"One thing that is clear, however, is that monetary policy institutions rarely, if ever, rely solely on mechanical model-based forecasts. If the science of forecasting is the model, then the art of forecasting is the judgment that is applied by the individuals involved"*.

Finalmente, em termos de modelação econométrica, refira-se que existe uma grande variedade de opções possíveis incluindo uma simples média histórica recursiva, modelos autoregressivos univariados, modelos vetoriais autoregressivos, *bridge models*, modelos de fatores que incorporam informação de dezenas de séries, etc. À semelhança do verificado em muitos outros bancos centrais e instituições internacionais, a opção privilegiada tem sido a utilização de *bridge models*.

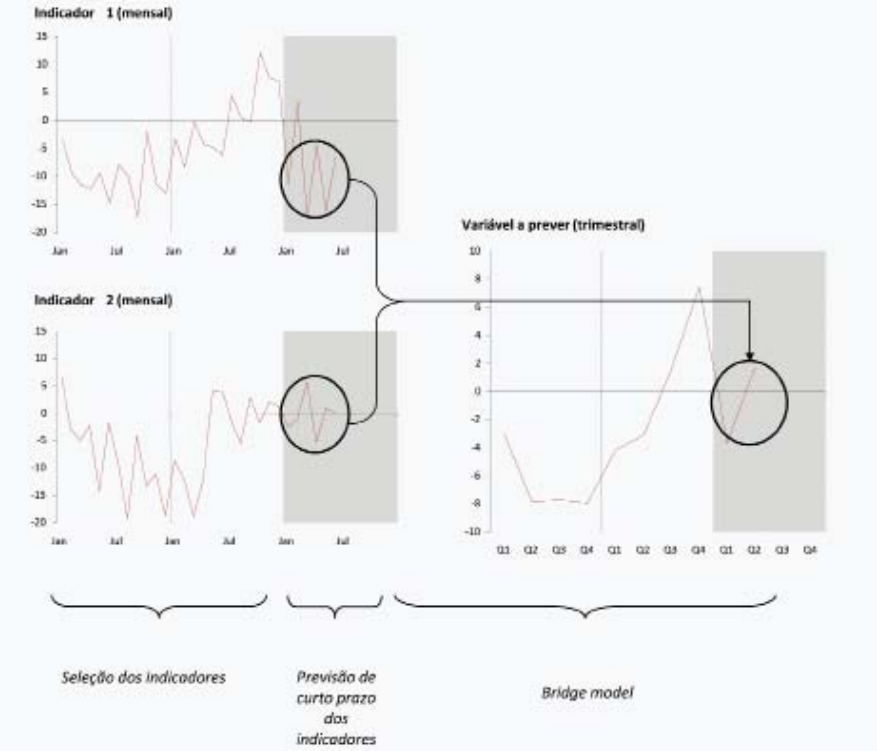
2.2. Previsão via *bridge models*

Como já referido, o procedimento atual é baseado num conjunto de *bridge models* que usam um extenso conjunto da informação económica disponível em Portugal para estimar a evolução das principais componentes da despesa. O facto deste tipo de modelos apresentar em geral um comportamento relativamente semelhante a outras alternativas propostas para efeitos de previsão de curto prazo aliada à sua simplicidade e economia, tem-se traduzido numa elevada popularidade nos bancos centrais e instituições internacionais. Exemplos da aplicação de *bridge models* podem ser encontrados em Ingenito e Trehan (1996) para os Estados Unidos, Zheng e Rossiter (2006) para o Canadá, Parigi e Schlitzer (1995) e Golinelli e Parigi (2005) para Itália, Barhoumi *et al.* (2011) para França, Grasmann e Keereman (2001), Rünstler e Sédillot (2003) e Diron (2006) para a área do euro, Baffigi *et al.* (2004) para Alemanha, França, Itália e área do euro e Sédillot e Pain (2003) para vários países da OCDE.

O princípio subjacente a este procedimento é apresentado de forma ilustrativa no gráfico 3, onde se utilizam dois indicadores mensais para prever uma determinada variável macroeconómica com periodicidade trimestral. Tal como referido anteriormente, a ideia é explorar o conteúdo informativo dos indicadores económicos que são regularmente divulgados com vista a obter previsões de curto prazo das principais variáveis macroeconómicas. Apesar de conceptualmente simples, a implementação deste procedimento implica a resolução de vários problemas. Em primeiro lugar, coloca-se a questão de como selecionar os indicadores adequados para prever cada variável. Em segundo lugar, a utilização desta informação em tempo real exige frequentemente a projeção da evolução de curto prazo destes indicadores. A este propósito refira-se que, em geral, estes indicadores estão disponíveis numa frequência mensal enquanto as variáveis a prever são trimestrais, e assim a elaboração de uma projeção macroeconómica assente na previsão de indicadores económicos permite aumentar a transparência do exercício, facilitando a sua monitorização à medida que nova informação mensal se torna disponível. Em terceiro lugar, é necessário estabelecer a "ponte" entre estes indicadores e a variável a prever. Tal é feito através da modelização de *bridge models*.

Gráfico 3

PREVISÃO VIA *BRIDGE MODEL*



Fonte: Cálculos dos autores.

2.2.1. Seleção dos indicadores

Relativamente à escolha dos indicadores, dever-se-á ter em conta dois tipos de consideração. Por um lado, os indicadores devem estar relacionados com o fenómeno que a variável macroeconómica pretende medir. Por outro lado, deve existir uma relação estatística significativa *in-sample* entre os indicadores e a variável que se pretende prever.

Entre os indicadores escolhidos é importante distinguir dois grupos de variáveis. O primeiro consiste em indicadores diretos, os quais são usados diretamente (sem qualquer "ponte") na medida em que medem a variável a ser prevista. Os dois principais exemplos são as vendas de veículos[4] e os valores nominais do comércio externo de bens, os quais ficam disponíveis logo após o fim do mês e 45 dias após o período de referência, respetivamente.

Por sua vez, o segundo grupo é constituído pelos indicadores indiretos, *i.e.,* indicadores que estão relacionados com a variável a medir mas que não podem ser usados como medidas diretas dessa mesma variável. Entre estes indicadores é ainda possível distinguir entre indicadores quantitativos (*hard data*) e qualitativos (*soft data*).

Entre os inúmeros indicadores quantitativos, refiram-se alguns dos mais importantes. Para efeitos de projeção do consumo privado destaque-se o índice de volume de negócios no comércio a retalho e

4 Contudo, por exemplo, no caso das vendas de veículos também é tido em conta o chamado efeito de qualidade. O efeito de qualidade procura ajustar o volume das vendas de veículos em função dos respetivos segmentos. Um efeito de qualidade nulo traduz uma distribuição uniforme das vendas de veículos pelos diferentes segmentos, enquanto um efeito de qualidade positivo (negativo) implica um enviesamento dessa distribuição no sentido de uma venda maior de veículos de segmentos mais altos (baixos).

respetiva desagregação, em termos reais, divulgado pelo INE cerca de um mês após o fim do período de referência, bem como dados referentes a *Automated Teller Machines and Point of Sale (ATM/POS)* disponibilizados pelo Banco de Portugal via SIIBS alguns dias após o final do mês[5]. Outros exemplos incluem, por exemplo, as vendas de cimento das empresas nacionais para o mercado interno para projeção da FBCF em construção e as importações nominais de bens de equipamento para aferir a evolução do FBCF em máquinas e equipamento.

Para além da informação quantitativa, a utilização de indicadores de natureza qualitativa também se revela de especial importância[6]. Tal reflete o facto dos inquéritos de opinião conciliarem um conjunto de características importantes como: i) disponibilidade, quer em termos temporais quer em termos de abrangência setorial; ii) inclusão de questões de caráter prospetivo; iii) frequência mensal; iv) divulgação atempada, pois a respetiva publicação ocorre imediatamente após o fim do período de referência e v) fiabilidade, pois raramente são sujeitos a revisões.

Relativamente ao uso desta informação de natureza qualitativa, refira-se a significativa importância dos indicadores de confiança atendendo à sua capacidade de acompanhar as flutuações económicas ao mesmo tempo que apresentam algumas propriedades *leading* relativamente à evolução de algumas componentes da procura. O Banco de Portugal (2009) apresenta uma aplicação ilustrativa da importância destes indicadores na antecipação das flutuações do consumo privado. A relação entre indicadores qualitativos e investimento empresarial é analisada em Maria e Serra (2008) e o uso de indicadores qualitativos para prever as exportações de mercadorias é discutido em Cardoso e Duarte (2006).

Naturalmente, com o contínuo desenvolvimento do sistema estatístico nacional, existe uma permanente procura e reavaliação de potenciais indicadores para efeitos de projeção.

2.2.2. Previsão de curto prazo dos indicadores

Antes de estabelecer a "ponte" entre os indicadores selecionados e a variável a ser prevista, é crucial prever a evolução de curto prazo desses indicadores para que seja possível conduzir o exercício de previsão em tempo real.

Para a maioria dos indicadores, é considerado um modelo univariado SARIMA (*Seasonal AutoRegressive Integrated Moving Average*) que permite captar a sua dinâmica de curto prazo, quer sazonal quer não sazonal, do tipo

$$\phi(L)\varphi(L^s)(\Delta^d x_t - \alpha - \beta_1 D_1 - \ldots - \beta_{11} D_{11}) = \theta(L)\delta(L^s)\varepsilon_t$$

em que a é uma constante, d é a ordem de diferenciação que estaciona a variável x, D_i é uma *dummy* sazonal (i = 1, …, 11), β_i é o correspondente coeficiente, ε_t é um ruído branco e os polinómios no operador desfasamento (L) são definidos da forma habitual ($\phi(L)$ – polinómio autoregressivo; $\varphi(L^s)$ – polinómio autoregressivo sazonal; $\theta(L)$ – polinómio média móvel; $\delta(L^s)$ – polinómio média móvel sazonal). A identificação do modelo é realizada através da habitual metodologia Box-Jenkins e a respetiva estimação recorre à utilização do método de mínimos quadrados não lineares. Não obstante ser possível utilizar modelos multivariados, num contexto de previsão via *bridge models* é comum recorrer a modelos univariados para projetar a evolução de curto prazo dos indicadores, em que cada variável é apenas explicada pelas suas regularidades estatísticas passadas (ver, por exemplo, Rünstler *et al*. (2009))[7].

---

5 Relativamente ao uso da informação ATM/POS para estimar a evolução do consumo privado ver Banco de Portugal (2011a).

6 Como exemplo da complementaridade entre informação quantitativa e qualitativa, refira-se o caso dos indicadores coincidentes mensais para a atividade económica e para o consumo privado divulgados regularmente pelo Banco de Portugal (ver Rua (2004, 2005)).

7 Uma aplicação recente de um procedimento deste tipo para prever a evolução das vendas de veículos ligeiros de passageiros é apresentada em Banco de Portugal (2011b).

No caso de alguns indicadores, a evolução de curto prazo é projetada através da aplicação de modelos específicos desenvolvidos em vários estudos. Por exemplo, a evolução das exportações nominais de mercadorias é baseada em alguns indicadores qualitativos (ver Cardoso e Duarte (2006)). Por vezes são igualmente utilizadas algumas hipóteses técnicas, como por exemplo a hipótese de *carry-over* (o que corresponde a assumir a manutenção da variável no seu último valor observado). Tal é essencialmente feito para variáveis com uma elevada volatilidade e em relação às quais não foi possível encontrar nenhum modelo com capacidade preditiva satisfatória.

Adicionalmente, a utilização dos referidos modelos econométricos é complementada com informação cedida por algumas empresas de grande dimensão, nomeadamente dos setores automóvel, de aviação e energético. Esta informação é também incorporada atendendo à importância destas empresas nos dados do comércio externo.

Finalmente, a evolução de curto prazo é influenciada pela introdução de julgamento, em especial quando se pensa que essa evolução vai ser influenciada por fatores que não são possíveis de serem levados diretamente em consideração pelos modelos utilizados. Em particular, a introdução deste julgamento tanto pode ser suportada por informação não possível de antecipar pelos métodos de previsão utilizados (por exemplo, alguma informação recolhida junto de alguns agentes económicos) como pela simples sensibilidade do analista relativamente aos erros de previsão observados no período mais recente.

2.2.3. A "ponte" entre os indicadores e a variável a prever

Quando não se está em presença de um indicador direto, é necessário estimar uma relação entre os indicadores selecionados e a variável que se pretende prever. Em particular, é considerado um *bridge model* do tipo

$$y_t = \alpha + \sum_{j=1}^{J} \theta_j y_{t-j} + \sum_{m=1}^{M} \sum_{k=0}^{K} \beta_{m,k} x_{m,t-k} + \varepsilon_t$$

em que y_t representa a variável a prever e x_m o indicador m. Desta forma, a previsão depende da evolução passada da variável dependente – componente autoregressiva – e do comportamento presente e passado dos indicadores selecionados[8]. Em particular, são consideradas diversas especificações alternativas, incluindo apenas um indicador ou combinações de indicadores. Em vez de utilizar apenas o melhor modelo de previsão, Bates e Granger (1969) sugerem que se levem em consideração as previsões oriundas de diferentes modelos. De facto, resultados empíricos na literatura sugerem que a combinação de previsões de diferentes modelos pode revelar-se muito útil, em particular num contexto de instabilidade dos parâmetros ou do próprio modelo (ver, por exemplo, Aiofli *et al.* (2010)).

Uma forma possível de agregar estas múltiplas previsões consiste em utilizar o método descrito por Diebold (1988). Essencialmente, este método consiste em ponderar as diferentes previsões tendo em conta o desempenho de cada uma das equações no passado bem como a correlação entre os respetivos erros de projeção. Isto é, a previsão para cada variável é definida como uma média ponderada das previsões

8 Um modelo alternativo de previsão, que tem registado nos últimos anos um crescente interesse na literatura, é o chamado modelo de fatores comuns. Este modelo tem subjacente que o comportamento de cada variável reflete duas componentes: a componente comum, que pode ser captada por um número limitado de variáveis, os fatores comuns, e a componente idiossincrática que reflete características específicas de cada variável. Uma das principais características deste tipo de modelos é o facto de possibilitar levar em consideração dezenas ou mesmo centenas de indicadores simultaneamente. Contudo, um dos problemas que se coloca na sua utilização é facto de que a inclusão de mais indicadores no conjunto de informação não conduzir necessariamente a uma melhor *performance* em termos de previsão (ver, por exemplo, Boivin e Ng (2006)). Neste sentido, têm sido recentemente desenvolvidas abordagens alternativas por forma a lidar com esta questão (ver, por exemplo, Dias *et al.* (2010)).

obtidas com cada uma das N equações estimadas,

$$y^P = \sum_{n=1}^{N} \omega_n^* y_n^P$$

sendo y_n^P a previsão obtida com o modelo n (n=1,…,N) e em que os pesos ótimos são dados por

$$W^*_{(N\times 1)} = \Omega^{-1} i \,/\, \left(i' \Omega_i^{-1} i \right)$$

onde Ω é a matriz de variâncias-covariâncias entre os N erros de previsão a um período de distância e i é um vetor unitário de dimensão N. Refira-se que, Granger e Ramanathan (1984) mostram que estes pesos podem ser obtidos através de uma regressão dos valores observados para y nas previsões dadas pelos diferentes modelos, sem termo constante e impondo como restrição que a soma dos coeficientes é unitária.

Na prática, a previsão obtida por este meio de agregação é usualmente comparada com a resultante de uma média simples (ou seja, a atribuição de um peso igual às diferentes previsões). Por exemplo, Smith e Wallis (2009) mostram que a utilização de pesos diferenciados para efeitos de combinação das previsões não é necessariamente melhor que o uso de uma média simples, devido ao erro de estimação em amostras finitas.

Para ilustrar de uma forma mais clara o procedimento utilizado, apresenta-se em seguida uma aplicação ao consumo privado não duradouro não alimentar. Este agregado corresponde a cerca de 2/3 do consumo privado em Portugal.

Na previsão desta variável são utilizados diferentes indicadores, incluindo: (i) o índice de volume de negócios no comércio a retalho de bens não duradouros não alimentares; (ii) o indicador de confiança dos consumidores e (iii) a informação relativa a ATM/POS. É utilizada uma equação de previsão que considera individualmente cada indicador bem como um modelo onde todas as variáveis são incluídas simultaneamente. A respetiva estimação para a última década resulta nos seguintes modelos estimados:

i) $$\hat{y}_t = \underset{(0.227)}{1.117} + \underset{(0.089)}{0.628}\, y_{t-1} - \underset{(0.075)}{0.301}\, y_{t-4} + \underset{(0.042)}{0.245}\, x_{1,t}$$

ii) $$\hat{y}_t = \underset{(1.089)}{5.711} + \underset{(0.123)}{0.463}\, y_{t-1} - \underset{(0.075)}{0.260}\, y_{t-4} + \underset{(0.016)}{0.085}\, x_{2,t} + \underset{(0.027)}{0.056}\, x_{2,t-2}$$

iii) $$\hat{y}_t = \underset{(0.281)}{-0.144} + \underset{(0.100)}{0.838}\, y_{t-1} - \underset{(0.097)}{0.198}\, y_{t-4} + \underset{(0.059)}{0.231}\, x_{3,t} - \underset{(0.055)}{0.161}\, x_{3,t-1}$$

iv) $$\hat{y}_t = \underset{(0.762)}{2.752} + \underset{(0.090)}{0.631}\, y_{t-1} - \underset{(0.080)}{0.208}\, y_{t-4} + \underset{(0.064)}{0.108}\, x_{1,t} + \underset{(0.023)}{0.055}\, x_{2,t} + \underset{(0.049)}{0.074}\left(x_{3,t} - x_{3,t-1} \right)$$

em que y corresponde à taxa de variação homóloga (tvh), em volume, do consumo privado não duradouro não alimentar; x_1 diz respeito à tvh do índice de volume de negócios no comércio a retalho de bens não duradouros não alimentares; x_2 representa o indicador de confiança dos consumidores e x_3 corresponde à tvh do indicador referente a ATM/POS. Os valores apresentados entre parêntesis correspondem aos respetivos desvios-padrão dos coeficientes estimados e todos os modelos foram validados à luz de uma bateria de testes de diagnóstico, incluindo testes de especificação, autocorrelação, heterocedasticidade e de normalidade dos resíduos.

Relativamente às especificações estimadas refiram-se alguns resultados. O termo desfasado de um período de y aponta para uma elevada persistência na evolução da variável dependente, a qual não é de estranhar atendendo ao facto da variável estar medida em taxas de variação homóloga. O mesmo deverá ser referido em relação ao termo da variável endógena desfasado quatro períodos. A sua significância reflete a importância de efeitos base em variáveis medidas em taxas de variação homóloga.

Relativamente aos indicadores utilizados refira-se: o volume de negócios no comércio a retalho de bens não duradouros não alimentares aparece contemporâneo como seria de esperar; a confiança dos consumidores apresenta algum conteúdo informativo acerca da evolução futura da variável dependente (em particular, no modelo ii)); relativamente à informação de ATM/POS, regista-se a importância quer do termo contemporâneo quer do termo desfasado um período, com sinais contrários, sinalizando que este indicador nominal tem mais conteúdo informativo numa lógica de aceleração/desaceleração, sendo que para o modelo iv) a restrição de coeficientes simétricos não é rejeitada pelos dados.

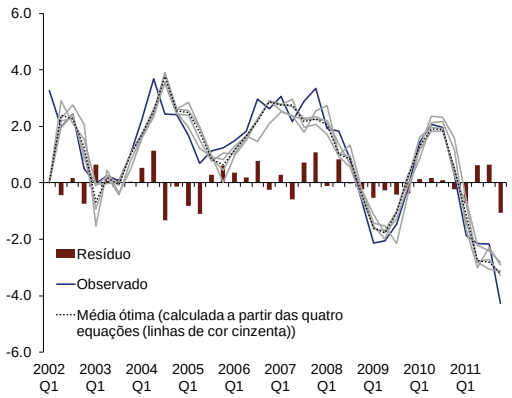
O gráfico 4 apresenta a aderência, ao longo do período amostral utilizado na estimação, quer de cada uma das equações referidas anteriormente quer da respetiva média ótima. Em particular, os pesos determinados para cada uma das equações de acordo com o procedimento acima referido são: i) 1%; ii) 30%, (iii) 5% e (iv) 64%.

O gráfico 5 ilustra a utilização deste procedimento para o primeiro período fora do período de estimação, *i.e.*, o primeiro trimestre de 2012. São apresentadas duas formas alternativas de efetuar a previsão. A primeira previsão (P1) resulta da aplicação direta do procedimento apresentado, em que a taxa de variação homóloga projetada para o consumo privado não duradouro não alimentar corresponde à média das taxas projetadas pelas várias equações estimadas utilizando os ponderadores ótimos acima mencionados. A segunda previsão (P2) corresponde a projetar a variação da taxa de variação homóloga, ou seja a aceleração/desaceleração do consumo. Neste caso, assume-se implicitamente que o resíduo irá registar o mesmo valor que foi observado no último período (este procedimento é habitualmente designado como "ajustamento de constante"). Tal opção é particularmente relevante quando se verifica um significativo desvio entre a última observação e a previsão do modelo, como foi o caso do ocorrido no último trimestre de 2011 (Gráfico 4).

Em termos gerais, refira-se que através desta "análise de resíduos" muitos outros procedimentos poderiam ser aplicáveis, como por exemplo a utilização de uma média dos resíduos mais recentes. No final, a

Gráfico 4

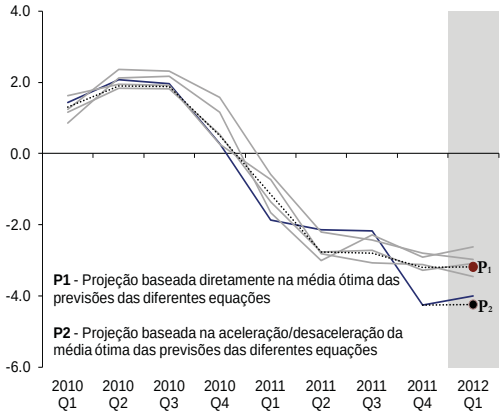
CONSUMO PRIVADO NÃO DURADOURO NÃO ALIMENTAR | EQUAÇÕES ESTIMADAS E RESPETIVA MÉDIA ÓTIMA



Fonte: Cálculos dos autores.

Gráfico 5

CONSUMO PRIVADO NÃO DURADOURO NÃO ALIMENTAR | PREVISÕES ALTERNATIVAS



Fonte: Cálculos dos autores.

escolha depende do analista e da sua interpretação quanto à natureza dos erros observados nos trimestres mais recentes. Aquando da elaboração do exercício de previsão, este passo é o que tipicamente envolve maior intervenção em termos de julgamento por parte do analista.

3. Previsão de curto prazo em outros bancos centrais

Tal como em Portugal, na maior parte dos bancos centrais, o tipo de modelos utilizado para efeitos de previsão é condicional no horizonte de projeção. Em particular, existe uma clara distinção entre previsão de curto prazo e projeção de médio/longo prazo (ver, por exemplo, Gerdrup e Nicolaisen (2011) para uma descrição detalhada da forma como o exercício de previsão é conduzido no Norges Bank, Bundesbank (2009) para o caso alemão enquanto que Pagan e Robertson (2002) descrevem o processo num conjunto de bancos centrais incluindo U.S. Federal Reserve, Bank of Canada, Reserve Bank of New Zealand, Bank of England e Reserve Bank of Australia). Em geral, o horizonte de previsão no primeiro caso abrange os dois trimestres seguintes, constituindo o ponto de partida para a projeção de médio/longo prazo que utiliza uma abordagem distinta. Esta distinção reflete, entre outros aspetos, o facto de no âmbito de um exercício de previsão de curto prazo se procurar incorporar informação de frequência mensal enquanto um modelo estrutural de equações simultâneas se baseia tipicamente em dados de frequência trimestral ou anual. Além disso, a disponibilização da informação em tempo real ocorre com diferentes desfasamentos o que *per se* constitui uma dificuldade adicional na avaliação da evolução da atividade económica no curto prazo. Assim, o tipo de instrumental econométrico deve diferir consoante o horizonte de projeção por forma a ter em conta a respetiva especificidade.

Tipicamente, pelas razões referidas anteriormente, a previsão de curto prazo nos vários bancos centrais tem subjacente uma abordagem *bottom-up*[9]. Por exemplo, no caso do Bundesbank é seguida uma abordagem *bottom-up* quer do lado da despesa quer da oferta, embora, no caso da despesa, o nível de desagregação seja inferior ao considerado no Banco de Portugal. Apesar de ser mais usual uma abordagem pela ótica de despesa, alguns bancos centrais, como nos casos do Bundesbank e Bank of England, consideram também a ótica da oferta. No caso da Alemanha, tal deve-se à importância que o

9 Em alguns casos, este tipo de análise *bottom-up* é complementado com projeções obtidas diretamente para o PIB, nomeadamente através de modelos de fatores. Para aplicações deste tipo de modelos desenvolvidas no Banco de Portugal ver, por exemplo, Dias *et al.* (2010) e Rua (2011).

setor industrial tem na evolução da atividade económica, de tal forma que o índice de produção industrial se revela um indicador de conjuntura de significativa importância. Por sua vez, no Reino Unido, existe uma maior disponibilidade de estatísticas do lado da oferta, cuja divulgação é também mais atempada, de forma que o respetivo instituto nacional de estatística compila as primeiras estimativas para o PIB pela ótica da oferta.

Como já referido, relativamente ao tipo de modelos económétricos passíveis de serem utilizados num contexto de previsão de curto prazo, existe potencialmente uma grande variedade de opções (ver, por exemplo, Rünstler *et al.* (2009) para uma discussão de diferentes alternativas de modelação económétrica para efeitos de *nowcasting* e *short-term forecasting* aplicadas a diversos países europeus). No entanto, apesar das inúmeras alternativas possíveis, a utilização de *bridge models* é claramente uma prática comum no Eurosistema. Refira-se, contudo, que num número crescente de bancos centrais tem vindo a ser estimados modelos de fatores em virtude dos desenvolvimentos da literatura nesta área. No entanto, a utilização prática deste tipo de modelos tipicamente acarreta uma maior dificuldade de monitorização e de introdução de julgamento dado o vasto conjunto de informação utilizado.

Em termos do conjunto de informação, é convencional a utilização de dados quer de natureza quantitativa quer qualitativa. Em contraste, por exemplo com o que acontece nos Estados Unidos, os indicadores provenientes de inquéritos de opinião constituem uma parte muito significativa da informação utilizada na previsão de curto prazo nos países europeus (em certos casos com uma importância igual ou mesmo superior à da informação quantitativa). Entre as vantagens acima referidas, destaque-se a capacidade destes indicadores qualitativos em antecipar a evolução futura da atividade económica.

Embora refletindo certamente as idiossincrasias de cada economia, a permanente procura de novos indicadores que permitam monitorizar em tempo real a evolução dos agregados macroeconómicos é outra prática comum. Por exemplo, no Danmarks National Bank os movimentos de cartão de crédito são utilizados para antecipar a evolução das vendas a retalho na Dinamarca (Carlsen and Storgaard (2010)); Fenz and Schneider (2009) apresentam uma medida de tráfego de veículos pesados como um indicador avançado das exportações austríacas; Huurman *et al.* (2009) sugerem a utilização de previsões meteorológicas como forma de melhorar a previsão dos preços de eletricidade nos países nórdicos.

4. Conclusão

A obtenção de uma avaliação atempada sobre a situação económica atual bem como uma correta perceção da sua evolução no curto prazo é fundamental para os diversos agentes económicos. Sem conhecer o ponto de partida será certamente mais difícil alcançar o ponto de chegada pretendido. Neste sentido, o exercício de previsão de curto prazo assume uma especial relevância.

À semelhança do que acontece com outros bancos centrais, este artigo procura descrever a metodologia utilizada para a obtenção de previsões de curto prazo para a atividade económica em Portugal. Refira-se que a prática atual resulta de uma evolução contínua verificada ao longo de vários anos, que foi sendo condicionada pelos desenvolvimentos verificados a nível do sistema estatístico nacional e que foi incentivada pela crescente exigência resultante da participação de Portugal nos exercícios regulares de previsão do Eurosistema.

Naturalmente, a síntese efetuada neste artigo bem como os resultados apresentados deverão ser considerados ilustrativos. Com efeito, a abordagem utilizada na previsão de curto prazo está em constante evolução, quer na permanente procura de novos indicadores económicos relevantes quer no desenvolvimento de modelos alternativos de projeção.

Referências

Aiofli, M., Capistran C. e Timmermann, A. (2010) Forecast Combinations, In Forecast Handbook, M. Clements and D. Hendry (editors). Oxford, *Oxford University Press.*

Amador, J. e Dias, F. (2004) "Short-term quarterly forecasting model for the Portuguese economy using high frequency data", Banco de Portugal, mimeo.

Baffigi, A., R. Gollinelli e Parigi, G. (2004) "Bridge Models to Forecast the euro area GDP", *International Journal of Forecasting*, 20, 447-460.

Banco de Portugal (2009) "Caixa 4: A evolução recente dos indicadores qualitativos", *Boletim Económico, Primavera 2009*, Banco de Portugal, 95-97.

Banco de Portugal (2011a) "Caixa 5.2 A utilização de dados ATM/POS para estimar a evolução do consumo privado", *Relatório Anual de 2010*, Banco de Portugal, 179-182.

Banco de Portugal (2011b) "Caixa 1: A evolução das vendas de automóveis em 2010", *Boletim Económico, Primavera 2011*, Banco de Portugal, 37-40.

Barhoumi, K., Darné, O., Ferrara, L. e Pluyaud, B. (2011) "Monthly forecasting of French GDP: A revised version of the OPTIM model", *Bulletin of Economic Research*, doi: 10.1111/j.1467-8586.2010.00359.x

Bates, J. M. e Granger, C. W. J. (1969) "The Combination of Forecasts", *Operations Research Quarterly*, 20, 451-468.

Boivin, J. e Ng, S. (2006) "Are more data always better for factor analysis?", *Journal of Econometrics*, 132, 169-194.

Bundesbank (2009) "Short-term forecasting methods as instruments of business cycle analysis", *Monthly Report April*, vol. 61, no. 4, Bundesbank.

Cardoso, F. e Duarte, C. (2006) "A utilização de informação qualitativa na previsão das exportações", *Boletim Económico, Inverno 2006*, Banco de Portugal, 73-81.

Cardoso, F. e Rua, A. (2011) "As contas nacionais trimestrais em tempo real: uma análise das revisões na última década", *Boletim Económico, Outono 2011*, Banco de Portugal, 147-164.

Carlsen; M e Storgaard, P.E. (2010) "Dankort payments as a timely indicator of retail sales in Denmark" *Danmarks National bank Working papers 2010-66*, March 2010.

Castro, G. C. e Esteves, P. S. (2004) "Séries trimestrais para a economia portuguesa:1977-2003", *Boletim Económico, Junho 2004*, Banco de Portugal, 51-67.

Dias, F., M. Pinheiro e Rua, A. (2010) "Forecasting using targeted diffusion indexes", *Journal of Forecasting*, vol. 29, no. 3, 341-352.

Diebold, F. (1988) "Serial Correlation and the Combination of Forecasts", *Journal of Business & Economic Statistics*, January 1988, vol. 6, nº1.

Diron M. (2006) "Short-term forecasts of Euro area real GDP growth: An assessment of real-time performance based on vintage data", *ECB Working Paper* No 622.

ECB (2008) "Short-term forecasts of economic activity in the euro area", *Monthly Bulletin April*, 69-74, ECB.

Esteves, P. S. (2011) "Direct vs bottom-up approach when forecasting GDP: reconciling literature results with institutional practice", *Banco de Portugal Working paper* 29|2011.

Fenz, G. e Schneider, M. (2009) "A Leading Indicator of Austrian Exports Based on Truck Mileage" In: *Monetary Policy & the Economy* Q1/09, OeNB 44–52.

Gerdrup, K.R. e Nicolaisen, J. (2011) "On the purpose of models - The Norges Bank experience", Staff Memo 6/2011, Norges Bank.

Golinelli R. e Parigi, G. (2005) "Short-run Italian GDP forecasting and real-time data", CEPR Discussion paper no. 5302.

Granger, C . W. J., e Ramanathan, R. (1984) "Improved methods of combining forecasts", *Journal of Forecasting*, 3, 197-204.

Grasmann P. e Keereman F. (2001) "An indicator-based short-term forecast for quarterly GDP in the euro area", *Economic Paper*, no 154, European Commission.

Huurman, C., Ravazzolo, F. e Zhou, C. (2009) "The power of weather", *DNB Working Paper* No. 236 / December 2009

Ingenito, R. e Trehan, B. (1996) "Using Monthly Data to Predict Quarterly Output", Federal Reserve Bank of S. Francisco, *Economic Review*, No 3, pp. 3-11.

José, C. (2004) "As contas nacionais trimestrais em tempo real", *Boletim Económico Dezembro*, Banco de Portugal.

Maria; J. R. e Serra, S. (2008) "Forecasting investment: A fishing contest using survey data", Banco de Portugal, *Working Paper* 18|2008.

Pagan, A. R. e Robertson, J. (2002) "Forecasting for Policy", 152-178, in Companion to Economic Forecasting, M.P. Clements e D.F. Hendry (edit.), Oxford Blackwell.

Parigi, G. e Schlitzer, G. (1995) "Quarterly Forecasts of the Italian Business Cycle by Means of Monthly Economic Indicators", *Journal of Forecasting*, March 1995, vol. 14, no. 2, 77-158..

Rua, A. (2004) "Um novo indicador coincidente para a economia portuguesa", *Boletim Económico Junho*, Banco de Portugal, 21-29.

Rua, A. (2005) "Um novo indicador coincidente para o consumo privado em Portugal", *Boletim Económico Outono*, Banco de Portugal, 69-76.

Rua, A. (2011) "A wavelet approach for factor-augmented forecasting", *Journal of Forecasting*, vol. 30, 666-678.

Rünstler, G., e Sédillot, F. (2003) "Short-term estimates of euro area real GDP by means of monthly data", *Working Paper Series 276*, European Central Bank.

Rünstler, G., Barhoumi, K., Benk, S., Cristadoro, R., Den Reijer, A., Jakaitiene, A., Jelonek, P., Rua, A., Ruth, K., Van Nieuwenhuyze, C. (2009) "Short-term forecasting of GDP using large datasets: A pseudo real-time forecast evaluation exercise", *Journal of Forecasting*, vol. 28, no. 7, 595-611.

Sédillot, F. e Pain, N. (2003) "Indicator models of real GDP growth in selected OECD countries", *OECD Economic Department Working Paper Nº 364*, July.

Smith, J. e Wallis, K.F. (2009) "A Simple Explanation of the Forecast Combination Puzzle", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 71(3), 331-355.

Zheng I.Y. e Rossiter J. (2006) "Using monthly indicators to predict quarterly GDP", *Working Paper*, 2006-26, Bank of Canada.