



Banco de Portugal

EUROSISTEMA

Boletim Económico | *Primavera 2009*

Volume 15, Número 1

Disponível em
www.bportugal.pt
Publicações

BANCO DE PORTUGAL

Edição

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

www.bportugal.pt

Distribuição

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

Impressão

DPI Cromotipo – Oficina de Artes Gráficas, Lda.

Lisboa, 2009

Tiragem

350

ISSN 0872-9794

Depósito Legal n.º 241772/06



ÍNDICE

ÍNDICE**Textos de Política e Situação Económica**

A Economia Portuguesa em 2008	9
<i>Caixa 1 Actualização intercalar das projecções macroeconómicas para 2009</i>	84
<i>Caixa 2 Evolução recente dos preços no consumidor e riscos de deflação na área do euro</i>	88
<i>Caixa 3 Perspectivas orçamentais</i>	92
<i>Caixa 4 A evolução recente dos indicadores qualitativos</i>	95

Artigos

O Mecanismo de Transmissão Monetária para uma Pequena Economia Aberta Integrada numa União Monetária	101
Novos Factos Sobre a Pobreza em Portugal	125
Os Sectores Exportadores de Têxteis e Vestuário em Portugal – Tendências Recentes	155
Percepção e Expectativas de Inflação na Área do Euro e Portugal	179

Cronologia das Principais Medidas Financeiras

Janeiro a Março 2009	I
----------------------------	---



TEXTOS DE POLÍTICA E SITUAÇÃO ECONÓMICA

A Economia Portuguesa em 2008

A ECONOMIA PORTUGUESA EM 2008

1. INTRODUÇÃO

No contexto da maior crise financeira e económica mundial dos últimos 80 anos, também a economia portuguesa desacelerou de forma marcada em 2008, iniciando no segundo semestre um período recessivo que se antevê como o mais profundo e prolongado das últimas décadas. A deterioração da economia mundial foi particularmente severa e sincronizada, com um conjunto alargado de economias avançadas em recessão e com as economias de mercado emergentes a revelarem um significativo abrandamento. Estes desenvolvimentos influenciaram directamente a evolução da economia portuguesa, dada a sua forte integração económica e financeira. Adicionalmente, a persistência de algumas fragilidades que condicionam a produtividade dos factores e restringem as condições de solvabilidade dos agentes numa perspectiva intertemporal contribuíram para que Portugal voltasse a registar em 2008 um dos crescimentos mais baixos entre os países da área do euro e da União Europeia.

Dois factores associados à crise internacional contribuíram para o aumento significativo do défice externo da economia portuguesa de 2008. Foram eles (i) a quebra abrupta da procura externa e das exportações, sobretudo na parte final do ano, que contrasta com uma menor desaceleração das importações, num quadro de virtual estabilização do crescimento consumo privado e (ii) a evolução desfavorável dos termos de troca, mercê do forte aumento, em média anual, do preço das matérias-primas, em particular do petróleo, nos mercados internacionais. Em termos macroeconómicos, esse aumento do défice externo reflecte a diminuição da taxa de poupança do sector privado e das Administrações Públicas e a manutenção do investimento em percentagem do PIB. Neste âmbito, importa

Quadro 1.1

PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICOS		
Taxas de variação, em percentagem		
	2007	2008
PIB	1.8	0.0
Consumo privado	1.6	1.7
Consumo público	0.0	0.5
FBCF	2.8	-1.7
Procura interna	1.5	0.9
Exportações	7.5	-0.4
Importações	5.6	2.1
Emprego	0.2	0.5
Taxa de desemprego (% da pop. activa)	8.0	7.6
Saldo orçamental (% do PIB)	-2.6	-2.6
Cap.(+)/Nec.(-) de financiamento da economia (% do PIB)	-8.1	-10.5
IHPC	2.4	2.7

Fontes: INE e Banco de Portugal.

destacar a inversão em 2008 do processo de consolidação estrutural das contas públicas, após dois anos de significativo ajustamento estrutural (ver “Caixa 3 [Perspectivas orçamentais](#)”).

A informação disponível aponta para que o PIB tenha registado um crescimento nulo em 2008, após 1.8 por cento em 2007 (Quadro 1.1). Do lado da oferta, a forte desaceleração da economia portuguesa reflectiu uma queda atípica da produtividade do trabalho, num quadro de criação moderada de emprego e de uma ligeira queda da taxa de desemprego, que se manteve em níveis historicamente elevados. Do lado da procura, a desaceleração da actividade esteve associada ao comportamento da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) e das exportações, ou seja, das componentes mais sensíveis a um enquadramento interno e externo caracterizado *inter alia* por uma degradação das expectativas de procura agregada. Em contraste, o consumo privado, em particular na componente de bens não duradouros, apresentou um perfil de crescimento mais alisado, sustentado em parte no crescimento do crédito ao consumo, bem como no aumento significativo das remunerações totais.

Em termos intra-anuais, a economia portuguesa registou no quarto trimestre uma deterioração abrupta e marcada dos fluxos de comércio internacional e da procura interna, em particular do investimento, em sincronia com o observado nas restantes economias avançadas e emergentes. Este comportamento reflectiu a convergência nesse trimestre de um conjunto de choques nos mercados financeiros internacionais que conduziu a uma crise de confiança sem precedentes, traduzida numa liquidação de activos em larga escala e num aumento marcado dos prémios de risco de liquidez e de crédito, cujos efeitos se transmitiram a um número crescente de instituições, segmentos dos mercados financeiros e países. Estes efeitos foram amplificados por se conjugarem com uma situação económica já caracterizada por um processo de desalavancagem financeira em curso, por uma subida acentuada dos preços das matérias-primas na primeira metade do ano e por uma dinâmica de desaceleração em várias economias avançadas, em particular as que registavam correcções significativas nos mercados imobiliários. A combinação destes efeitos elevou os níveis de incerteza e de aversão ao risco e implicou uma rápida e acentuada deterioração das perspectivas de crescimento a nível global e uma revisão em baixa da inflação esperada. Estes factores conduziram à redução e adiamento das despesas dos agentes económicos e à ruptura do comércio mundial no final do ano, que foi exacerbada por dificuldades de acesso ao crédito comercial e pela generalização nos últimos anos do fenómeno de especialização vertical da produção a nível mundial. Por sua vez, a deterioração das perspectivas económicas tendeu a reforçar as tensões sobre os mercados financeiros, numa espiral com potencial impacto sistémico não negligenciável sobre as economias a nível global.

Para fazer face a este risco sistémico, os governos e os bancos centrais de diversos países, incluindo Portugal, adoptaram um vasto conjunto de medidas de apoio ao sistema financeiro e de estímulo à actividade económica sem precedente histórico e num quadro de cooperação internacional. Muito embora estas medidas tenham contribuído para diminuir o risco sistémico e aumentar a confiança dos agentes económicos no sistema financeiro, a incerteza nos mercados permaneceu muito elevada nos primeiros meses de 2009 e a aversão ao risco por parte dos investidores continuou ainda em níveis muito elevados. Adicionalmente, no contexto da aprovação de medidas de estímulo orçamental de magnitude apreciável e de transferência de risco das instituições financeiras para os Estados, surgiram pressões ascendentes sobre as taxas de rendibilidade da dívida dos emissores soberanos, incluindo Portugal. Esta exigência de maiores prémios de risco na remuneração da dívida pública repercutiu-se numa penalização adicional sobre os custos de financiamento dos agentes económicos domésticos. Neste âmbito, importa referir que, não obstante um acréscimo da restritividade das condições de financiamento do sector privado não financeiro em Portugal, em particular no crédito à habitação, o crédito interno manteve um forte dinamismo em 2008, com destaque para o concedido às empresas não financeiras, embora evidenciando uma clara tendência de abrandamento ao longo do segundo semestre. Esta evolução foi sustentada pelo sistema bancário através de um aumento

substancial dos depósitos de clientes, pelo recurso acrescido a operações de política monetária do Eurosistema e, em menor medida, pela manutenção do acesso ao financiamento nos mercados internacionais de dívida por grosso.

O défice externo da economia portuguesa aumentou significativamente em 2008, traduzindo uma evolução desfavorável do saldo da balança de mercadorias e serviços e, em menor grau, das balanças de rendimentos e de transferências correntes. O significativo recurso à poupança externa para satisfação das necessidades de financiamento dos sectores residentes implicou que a posição de investimento internacional da economia portuguesa se tenha tornado mais devedora, situando-se em 97.2 por cento do PIB em 2008, após 91.3 por cento em 2007. Em contraste com anos anteriores, o financiamento da balança corrente e de capital em 2008 envolveu uma diminuição significativa dos fluxos de activos financeiros com o exterior (decorrente nomeadamente da venda pelos fundos de investimento de títulos da sua carteira emitidos por não residentes, para fazer face aos crescentes resgates de unidades de participação) bem como uma diminuição dos fluxos de passivos financeiros sobre o exterior (associados em particular a um menor financiamento dos bancos nos mercados de dívida por grosso).

A manutenção de uma forte incerteza sobre a evolução da procura interna e externa, bem como a persistência dos efeitos de interacção entre as crises financeira e económica a nível global, apesar das medidas de estímulo das autoridades a nível nacional e internacional, tenderão a reflectir-se numa forte contracção da procura externa dirigida às exportações nacionais em 2009, bem como numa reversão ou adiamento de decisões de consumo e investimento. No início do corrente ano, estes efeitos foram visíveis na evolução de diversos indicadores relativos à economia portuguesa, designadamente os de natureza qualitativa (ver “Caixa 4 [A evolução recente dos indicadores qualitativos](#)”). Neste contexto, as projecções mais recentes do Banco de Portugal, elaboradas com base em informação disponível até ao final de Março, apontam para uma queda do PIB de 3.5 por cento em 2009 (ver “Caixa 1 [Actualização intercalar das projecções macroeconómicas para 2009](#)”). No caso da FBCF e das exportações, projecta-se uma queda especialmente marcada, com paralelo quantitativo apenas no comportamento destas variáveis na recessão de 1975. Importa sublinhar, no entanto, que estas projecções estão rodeadas de um grau de incerteza bastante elevado, nomeadamente no que respeita à envolvente externa da economia portuguesa, quer económica quer financeira, bem como no que se refere à resposta dos agentes face ao actual enquadramento macroeconómico sem precedentes.

Relativamente à evolução da inflação, medida pela variação média anual do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), as actuais projecções apontam para que a taxa de inflação média se situe em níveis marginalmente negativos em 2009, após 2.7 por cento em 2008. Esta projecção reflecte um perfil intra-anual em 2009 claramente influenciado pelo impacto de efeitos base relacionados com a evolução dos preços dos bens energéticos e dos bens alimentares transformados em 2008 (que determinaram uma forte aceleração dos preços na primeira metade do ano e uma acentuada desaceleração na segunda metade). Assim, ao longo de 2009, a inflação deverá reduzir-se dos actuais níveis próximos de zero para valores claramente negativos em meados do ano, revertendo novamente para níveis positivos no último trimestre de 2009. No contexto da elevada heterogeneidade que caracteriza a evolução desagregada da inflação em cada momento, é de sublinhar que o peso das componentes com taxas de variação homóloga superiores a zero deverá continuar a ser significativamente superior ao das componentes que registarão quedas de preços no decurso de 2009. Deste modo, a queda marginal de preços projectada para o conjunto de 2009 não deve ser interpretada como uma situação de deflação, tendo em conta a sua natureza temporária e não generalizada. Dada a incerteza quanto à magnitude e persistência dos choques negativos que actualmente afectam a procura agregada a nível global, importa frisar que a probabilidade de ocorrência de uma situação de deflação no contexto da participação na área do euro dependerá crucialmente da manutenção da

credibilidade do BCE em ancorar as expectativas de inflação de médio e longo prazo na área em níveis consistentes com uma situação de estabilidade de preços (ver “Caixa 2 [Evolução recente dos preços no consumidor e riscos de deflação na área do euro](#)”).

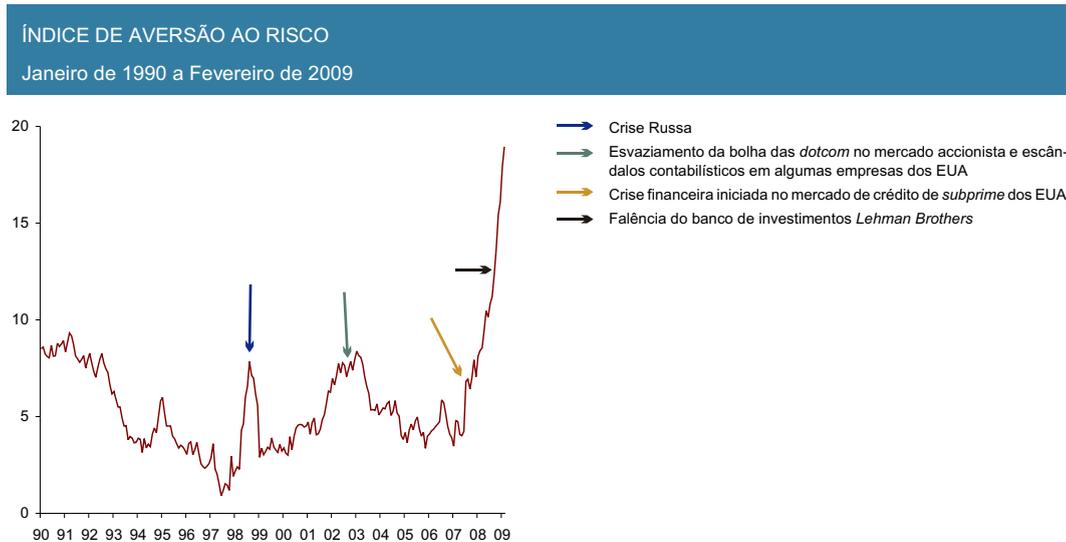
2. ENQUADRAMENTO INTERNACIONAL

Ao longo de 2008 o enquadramento externo da economia portuguesa deteriorou-se significativamente, no contexto da interacção crescente entre uma crise financeira sem precedentes a nível internacional e um acentuado enfraquecimento da actividade económica a nível mundial, com um grande número de economias avançadas em recessão e as economias de mercado emergentes a revelarem um significativo abrandamento. A turbulência financeira, iniciada no mercado de crédito hipotecário dos Estados Unidos no Verão de 2007 agravou-se ao longo de 2008 e transmitiu-se a um número crescente de instituições, segmentos do mercado financeiro e países, designadamente a partir de meados de Setembro, na sequência da falência do banco de investimento *Lehman Brothers* e da crise de confiança que se seguiu. A globalização da crise financeira teve lugar num quadro em que a actividade económica em várias economias avançadas se encontrava em desaceleração desde meados de 2007 e em que estava em curso um processo de desalavancagem financeira, de subida acentuada dos preços das matérias-primas na primeira metade do ano e de correcção significativa dos mercados de habitação em vários países. A conjugação destes factores teve consequências severas sobre a economia real na parte final do ano, tendo resultado numa deterioração abrupta das perspectivas económicas globais.

A forte deterioração da actividade económica acabou por exacerbar as expectativas de perdas do sistema financeiro, tendo-se assistido recentemente a um conjunto de efeitos negativos que se reforçam mutuamente entre as perspectivas para a actividade económica e os mercados financeiros. Para fazer face a esta situação, os governos e os bancos centrais de diversos países, incluindo Portugal, adoptaram um vasto conjunto de medidas de apoio ao sistema financeiro e de estímulo à actividade económica sem precedente histórico, quer em número quer em termos de montantes envolvidos, e num quadro de forte cooperação internacional. Muito embora estas medidas tenham contribuído para diminuir o risco sistémico e aumentar a confiança dos agentes económicos no sistema financeiro, a incerteza nos mercados financeiros permaneceu muito elevada nos primeiros meses de 2009 e a aversão ao risco por parte dos investidores continuou a intensificar-se, encontrando-se em níveis particularmente elevados (Gráfico 2.1). Adicionalmente, surgiram preocupações crescentes com a capacidade dos Estados conseguirem financiar os pacotes de apoios públicos e com a sustentabilidade da dívida pública em alguns países, gerando pressões ascendentes sobre as taxas de rendibilidade da dívida dos emissores soberanos. No início de 2009, as principais organizações internacionais reviram significativamente em baixa as previsões para a actividade económica mundial para 2009 e 2010. De acordo com estas projecções, em 2009 a economia mundial deverá registar a mais severa e sincronizada recessão económica das últimas décadas. A recuperação projectada para 2010 deverá ser muito gradual e moderada.

A turbulência nos mercados financeiros intensificou-se em 2008, de forma particularmente dramática a partir de meados de Setembro. No início do ano, os mercados financeiros foram negativamente afectados por notícias relativas à deterioração dos balanços das instituições financeiras, em especial de seguradoras *monoline* nos EUA, e pela intensificação de receios de uma recessão nos EUA e do seu impacto na economia mundial. O aumento da incerteza e da aversão ao risco acentuou-se nas primeiras semanas de Março com o agravamento das preocupações de risco sistémico. Com efeito, na tentativa generalizada de redução da exposição ao risco, os investidores aceleraram o desinvestimento em vários segmentos dos mercados financeiros, determinando quebras acentuadas nos pre-

Gráfico 2.1



Fonte: Goldman Sachs.

Nota: O índice de aversão ao risco da GS mede a propensão a investir em activos arriscados por oposição a activos sem risco com base num modelo de determinação do preço dos activos que leva em consideração o consumo futuro dos indivíduos. Um nível mais elevado do índice implica uma maior aversão ao risco e, tudo o resto constante, uma menor propensão em aplicar fundos em activos arriscados.

ços dos activos, aumento dos prémios de risco e redução da liquidez, criando pressões adicionais sobre os balanços das instituições financeiras. O risco de incumprimento de crédito das empresas avaliado pelos *spreads* dos *Credit Default Swaps* (CDS) e os diferenciais de rentabilidade da dívida privada face à dívida pública registaram subidas acentuadas, de forma mais marcada nos EUA e no sector financeiro (Gráfico 2.2). Nos mercados monetários interbancários do dólar, euro e libra, os diferenciais das taxas de juro das operações não colateralizadas face às colateralizadas aumentaram, em particular nos prazos mais longos, indicando um aumento do risco de crédito de contraparte¹.

Neste contexto, os principais bancos centrais adoptaram medidas extraordinárias de gestão de liquidez, sendo de destacar a acção concertada entre a Reserva Federal dos EUA, o BCE e outros bancos centrais de regresso às operações de cedência de dólares no dia 11 de Março de 2008. Adicionalmente, no dia 16 de Março, a Reserva Federal aprovou um plano de financiamento de modo a facilitar a aquisição do banco de investimento *Bear Stearns*, na sequência dos problemas enfrentados por esta instituição. Estas medidas, juntamente com a redução acentuada das taxas de juro oficiais norte-americanas (a taxa de referência dos *Fed Funds* diminuiu 2 p.p. no primeiro trimestre do ano, para 2.25 por cento) e com notícias de aumento do capital por parte dos bancos, induziram a percepção de uma redução do risco sistémico e a ideia de que o impacto da turbulência financeira na economia real poderia ser menor que o esperado (Gráfico 2.3). Assim, nos meses seguintes, verificou-se alguma moderação das tensões nos mercados financeiros. Durante este período surgiram preocupações crescentes com as perspectivas para a inflação, dadas as pressões ascendentes de curto prazo associadas ao forte crescimento dos preços internacionais das matérias-primas, com destaque para o petróleo.

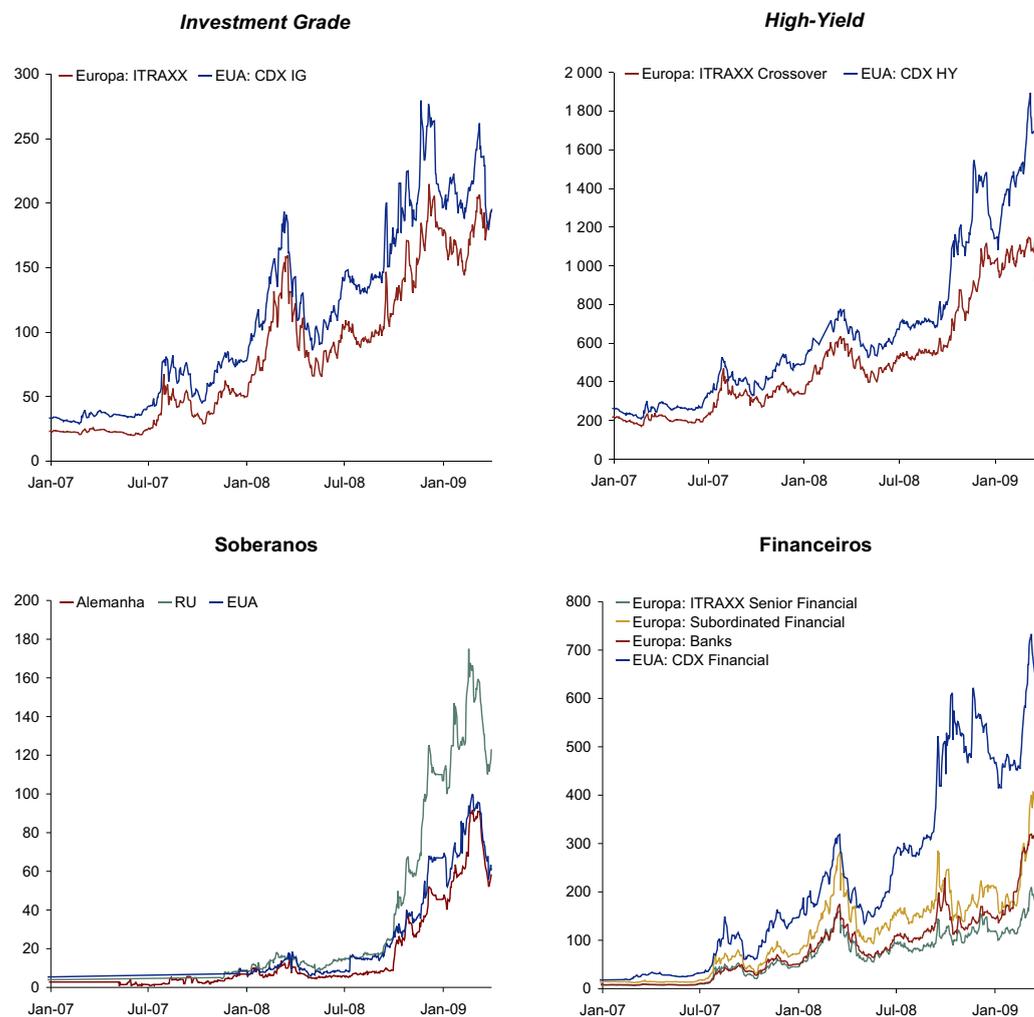
Com efeito, na primeira metade do ano os preços das matérias-primas exibiram uma forte tendência ascendente. O preço do barril de *brent* atingiu um máximo de 146 USD no início de Julho (91 USD no

(1) A importância relativa do risco de crédito no alargamento dos diferenciais das taxas de juro das operações não colateralizadas face às colateralizadas nos prazos mais longos encontra-se documentada na "Caixa 2.1 O prémio de risco no mercado monetário durante o período de turbulência nos mercados financeiros: risco de crédito ou de liquidez?", Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira 2007*.

Gráfico 2.2

CREDIT DEFAULT SWAP SPREADS (MATURIDADE 5 ANOS)

Em pontos base

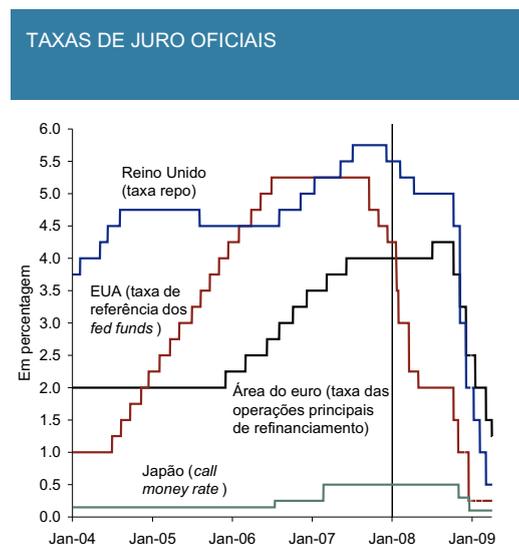


Fonte: Thomson Reuters.

final de 2007) e os preços das outras matérias-primas não energéticas subiram 26 por cento no primeiro semestre (Gráfico 2.4). Esta evolução reflectiu, por um lado, a continuação de uma procura mundial de matérias-primas robusta, no quadro da manutenção do dinamismo das economias de mercado emergentes e, por outro lado, as condições apertadas da oferta destes bens. No caso do preço do petróleo, as sucessivas revisões em baixa da oferta por parte dos países não pertencentes à OPEP e a limitada capacidade de produção disponível dos países da OPEP, geraram receios de quebras de produção designadamente dadas as tensões geopolíticas envolvendo vários países produtores. No caso das matérias-primas alimentares, a subida significativa do preço terá sido influenciada por choques adversos sobre a oferta, designadamente a imposição de restrições às exportações por parte de alguns países produtores e más colheitas agrícolas, para além da manutenção da trajectória ascendente da procura destes produtos.

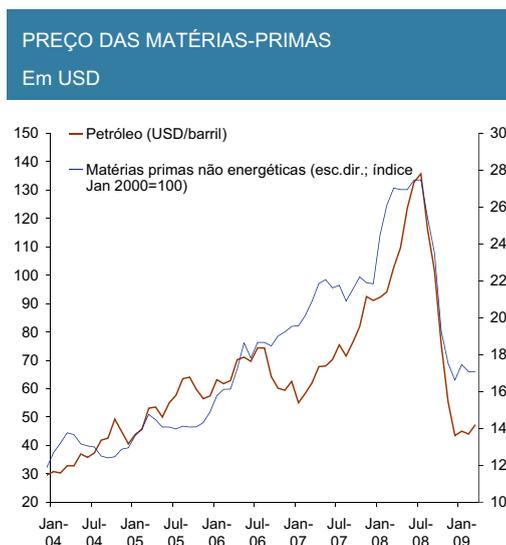
Neste contexto, assistiu-se à acentuação das pressões inflacionistas a nível global ao longo do primeiro semestre do ano, tendo a inflação atingido valores elevados na generalidade das economias. A in-

Gráfico 2.3



Fontes: BCE e Bloomberg.

Gráfico 2.4

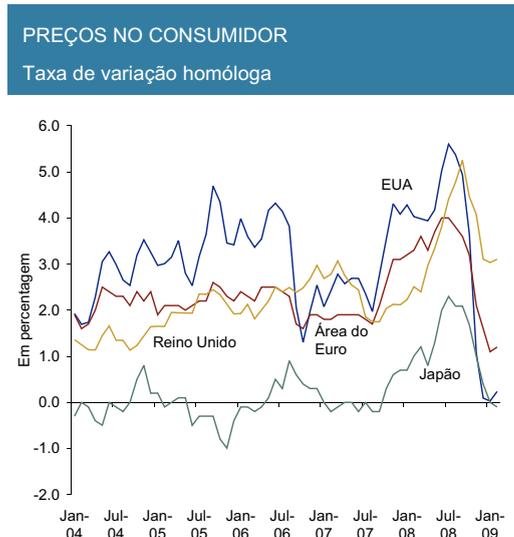


Fontes: Bloomberg e HWWA.

flação homóloga subiu de 4.1 em Dezembro de 2007 para 5.6 em Julho de 2008 nos EUA, de 3.1 para 4.0 por cento na área do euro, de 2.1 para 4.4 por cento no Reino Unido e de 0.7 para 2.3 por cento no Japão, no mesmo período (Gráfico 2.5). Com o objectivo de contrariar os crescentes riscos para a estabilidade de preços a médio prazo e evitar efeitos de segunda ordem generalizados, o Conselho do BCE decidiu no dia 3 de Julho aumentar as taxas de juro oficiais em 25 p.b.. As preocupações com os riscos ascendentes para a inflação também estiveram subjacentes às decisões de manutenção das taxas de juro oficiais inalteradas pela Reserva Federal e pelo Banco de Inglaterra neste período.

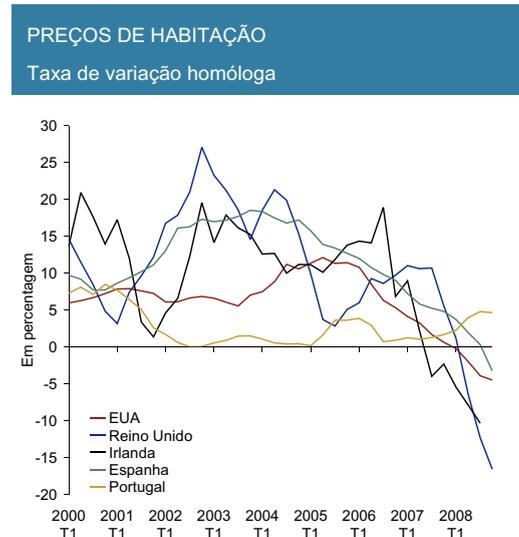
A partir do final de Maio verificou-se um novo aumento da aversão ao risco e da incerteza, que se acentuou de forma mais severa após Setembro. Esta alteração esteve inicialmente associada a sinais crescentes de desaceleração da economia mundial que, em simultâneo com o aumento das pressões inflacionistas e com o aperto das condições de financiamento, apontavam para uma deterioração dos resultados das empresas e da qualidade de crédito. Neste contexto, o mercado de crédito começou a denotar expectativas de um aumento gradual das taxas de incumprimento, com os *spreads* dos CDS a alargarem-se de novo, os diferenciais de rentabilidade da dívida privada face à dívida pública a aumentarem e os mercados accionistas a registarem quedas que se generalizaram a todos os sectores de actividade. Paralelamente, o mercado de habitação nos EUA e em várias economias europeias continuava a deteriorar-se significativamente (Gráfico 2.6). Nos EUA, a intensidade da correcção, em curso desde finais de 2005, não dava sinais de diminuição e as variações negativas dos índices de preços das habitações tinham-se acentuado ao longo do ano, sugerindo que o processo de ajustamento se iria prolongar por mais tempo do que o esperado. Adicionalmente, em vários países europeus onde o mercado de habitação também vinha a registar um processo de correcção em baixa, os preços nominais das habitações apresentaram variações homólogas muito negativas, por exemplo no Reino Unido e Irlanda, ou desacelerações muito pronunciadas, por exemplo em Espanha, onde no último trimestre de 2008 se verificou já uma queda nominal dos preços de habitação (para mais pormenores, ver “Caixa 1 Mercados de habitação em algumas economias avançadas” Banco de Portugal, *Boletim Económico-Outono de 2008*). Em Portugal, os preços das habitações mantiveram em 2008 um crescimento nominal moderado, após um período longo de crescimentos anuais próximos de zero (ver “Secção 3.1 *Política monetária do BCE e condições monetárias e financeiras da economia portuguesa*” deste Boletim). A deterioração dos mercados de habitação determinou perdas

Gráfico 2.5



Fontes: Eurostat e Thomson Reuters.

Gráfico 2.6



Fontes: Thomson Reuters e Newsletter Confidencial Imobiliário.

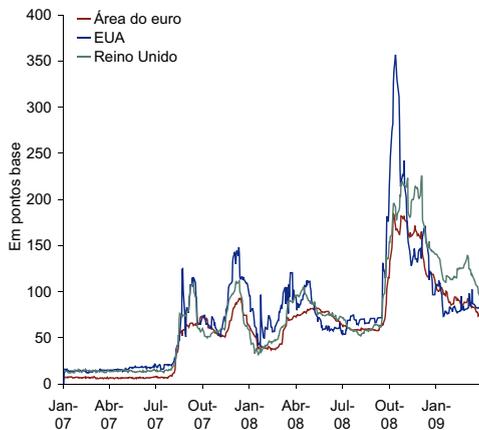
Nota: Os preços no Reino Unido, em Espanha e em Portugal dizem respeito a todas as habitações (novas e existentes), enquanto na Irlanda e nos Estados Unidos se referem a habitações existentes.

adicionais nas valorizações dos títulos de crédito hipotecário, tendo emergido preocupações acrescidas com a situação de várias instituições financeiras norte-americanas de grande dimensão especializadas neste mercado e em risco de falência, o que levou o governo norte-americano a tomar o controlo das agências de crédito hipotecário *Fannie Mae* e *Freddie Mac* no dia 7 de Setembro. A deterioração das condições de financiamento nos mercados accionistas e de crédito criou pressões adicionais sobre as instituições mais dependentes do financiamento nos mercados por grosso (como os bancos de investimento) e com forte presença nos mercados de derivados de crédito.

A turbulência nos mercados financeiros agravou-se de forma severa na sequência da falência do banco de investimento *Lehman Brothers* em 15 de Setembro dando origem a uma crise de confiança que rapidamente se transmitiu ao sistema financeiro global. A crise de confiança conduziu a uma liquidação de activos em larga escala, que afectou todos os segmentos do mercado financeiro e de forma particularmente marcada alguns segmentos dos mercados monetário e de crédito. Os prémios de risco de crédito atingiram níveis máximos desde o início da turbulência. Nos mercados monetários das principais economias, os diferenciais das taxas de juro dos empréstimos não colateralizados e colateralizados subiram de forma acentuada tendo surgido grandes dificuldades no financiamento em USD (Gráfico 2.7). O risco de incumprimento das empresas, medido pelos *spreads* dos *CDS*, também registou uma forte subida e os diferenciais de rentabilidade da dívida privada face à dívida pública atingiram máximos desde o início da turbulência. As empresas financeiras com pior *rating* foram as mais afectadas, quer nos EUA quer na área do euro. Por seu turno, os preços das acções registaram quedas acentuadas, incluindo nas economias de mercado emergentes que durante um período prolongado tinham parecido relativamente imunes à actual crise (Quadro 2.1). No conjunto do ano, o mercado accionista registou uma queda de 46 por cento na área do euro e 38 por cento nos EUA, tendo as acções dos bancos nestas economias caído 64 e 50 por cento, respectivamente. Nas economias de mercado emergentes as acções caíram em 2008 cerca de 50 por cento. Em contrapartida, a procura de instrumentos financeiros mais líquidos e mais seguros favoreceu os mercados de dívida pública que registaram ganhos. O forte aumento da incerteza é patente na subida das volatilidades implícitas nos mercados accionistas (Gráfico 2.8). Neste contexto, a situação financeira dos bancos agravou-se

Gráfico 2.7

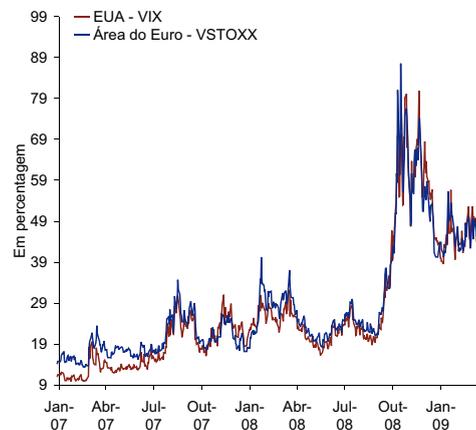
DIFERENCIAL ENTRE AS TAXAS DE JURO DAS OPERAÇÕES A 3 MESES COLATERALIZADAS E NÃO COLATERALIZADAS



Fonte: Thomson Reuters.

Gráfico 2.8

VOLATILIDADES IMPLÍCITAS NOS MERCADOS ACCIONISTAS



Fonte: Thomson Reuters.

Nota: Expectativas de mercado da volatilidade nos mercados accionistas nos próximos 30 dias com base nos preços de opções.

significativamente: por um lado, o acesso a fontes de financiamento externo ficou muito dificultado; por outro lado, a acumulação de perdas dos activos levou à erosão dos capitais próprios.

Para conter os riscos sistémicos os bancos centrais e os governos de vários países adoptaram um vasto conjunto de medidas. Numa acção concertada vários bancos centrais reduziram as taxas de juro oficiais no dia 8 de Outubro, tendo o BCE diminuído as taxas de juro oficiais em 50 p.b. (para 3.75 por cento no caso da taxa de juro das operações principais de refinanciamento). Adicionalmente, os bancos centrais procuraram promover a liquidez de mercado designadamente através de injeções substanciais de fundos e, em alguns casos, de alargamento da lista de colateral e de contrapartes aceites nas operações de política monetária². No caso do Eurosistema é de assinalar, de entre as medidas tomadas, a cedência ilimitada de liquidez a taxa de juro fixa quer nas operações em euros, quer em USD a partir de 15 de Outubro (neste último caso em acção concertada com a Reserva Federal para fazer face à forte procura de dólares) e o estreitamento do intervalo das facilidades permanentes de liquidez de 200 para 100 p.b.³. Os governos, por seu turno, recorreram quer ao apoio pontual a algumas instituições com mais dificuldades, quer à adopção de programas de intervenção mais abrangentes. Dada a natureza global da crise financeira, verificou-se também um significativo esforço de concertação da actuação dos governos a nível internacional. No início de Outubro de 2008, o G7 comunicou a concertação de um plano de acção para estabilizar os mercados financeiros e promover o crédito. No seguimento desta acção, os países da área do euro, na sequência da cimeira de chefes de Estado e de Governo no dia 12 de Outubro de 2008, anunciaram um plano de acção coordenado. As medidas adoptadas pelos vários países a nível global incidiram nos seguintes aspectos: (i) aumento das garantias dos depósitos bancários de modo a restaurar a confiança dos depositantes e a assegurar o funcionamento adequado do sistema bancário; (ii) concessão de garantias dos Estados à nova

(2) O alargamento da lista de colateral e de contrapartes aceites nas operações de política monetária foi mais relevante nos casos da Reserva Federal e do Banco de Inglaterra do que no Eurosistema. Com efeito o conjunto de contrapartes do Eurosistema já era muito vasto e a lista de activos elegíveis já abrangia um leque alargado de activos transaccionáveis e não transaccionáveis (incluído instrumentos de dívida titularizados, obrigações hipotecárias e empréstimos bancários) - ver "Caixa 2.1 O mercado monetário na área do euro no contexto da turbulência financeira", Banco de Portugal, *Relatório Anual 2007*.

(3) Em Janeiro de 2009, o intervalo foi de novo alargado para 200 p.b.

Quadro 2.1

MERCADOS FINANCEIROS INTERNACIONAIS
 Com base em valores de final de período (dados diários)

					Face ao início da crise financeira (variação em percentagem ou pontos base) ^(b)	
	2006	2007	2008	2009 ^(a)	2008	2009 ^(a)
Índices bolsistas (variação em percentagem)						
<i>Dow Jones Euro Stoxx</i>	20	5	-46	-14	-49	-56
Bancos	22	-9	-64	-18	-68	-74
<i>S&P 500</i>	13	4	-38	-12	-41	-48
Bancos	12	-33	-50	-45	-64	-80
<i>Nikkei 225</i>	6	-50	-42	-8	-51	-55
<i>FTSE 100</i>	11	-45	-31	-11	-33	-41
<i>MSCI - economias de mercado emergentes</i> ^(c)	26	-65	-47	4	-44	-42
Taxas de juro a 10 anos - dívida pública (percentagem)						
Área do euro	4.1	4.4	3.8	4.1	-71	-46
Estados Unidos	4.7	4.0	2.2	2.7	-274	-229
Japão	1.7	1.5	1.2	1.4	-69	-51
Reino Unido	4.7	4.5	3.0	3.2	-230	-215
Diferenciais entre as taxas de rendibilidade de obrigações de dívida privada e as de obrigações de dívida pública (pontos base)						
Área do euro						
AA	26	88	196	191	156	152
Empresas não financeiras	22	53	104	105	79	80
Empresas financeiras	27	96	217	218	175	176
BBB	73	145	573	586	501	514
Empresas não financeiras	70	134	455	370	387	301
Empresas financeiras	98	240	1369	2432	1259	2322
Bancos	35	105	399	429	354	384
Estados Unidos						
AA	51	171	420	415	344	339
Empresas não financeiras	54	139	299	268	230	199
Empresas financeiras	51	176	458	495	381	418
BBB	113	262	802	756	669	623
Empresas não financeiras	113	238	735	645	605	515
Empresas financeiras	130	458	1450	1775	1273	1598
Bancos	75	250	656	779	562	685
Spreads de dívida de mercados emergentes (pontos base)						
EMBI+	169	239	690	636	508	454
Taxas de câmbio efectivas nominais (variação em percentagem)						
Euro	4.7	6.3	2.7	-0.7	6.8	6.1
Dólar norte-americano	-4.3	-7.5	8.6	3.7	5.0	9.0
Iene japonês	-6.1	0.8	30.8	-3.8	38.2	33.1
Libra esterlina	6.0	-6.0	-23.4	1.8	-28.7	-27.4
<i>Por memória:</i>						
Taxa de câmbio EUR/USD ^(d)	11.6	11.8	-5.5	-4.4	0.7	-3.7

Fontes. Banco de Pagamentos Internacionais, BCE, Bloomberg, JPMorgan e Reserva Federal.

Notas: (a) Dados até 31 de Março. (b) Variações face ao dia 23 de Julho de 2007. (c) Índice da Morgan Stanley Capital International para as economias de mercado emergentes: Argentina, Brasil, Chile, China, Colômbia, República Checa, Egipto, Hungria, Índia, Indonésia, Israel, Jordânia, Coreia, Malásia, México, Marrocos, Paquistão e Peru. (d) Uma variação positiva corresponde a uma apreciação do euro.

emissão de títulos de dívida por instituições financeiras para recuperar a confiança dos investidores⁴; (iii) programas de recapitalização voluntária e injeções de capital público nas instituições financeiras em dificuldade; (iv) alguns governos também disponibilizaram programas de empréstimos a instituições bancárias ou de troca de activos com menor liquidez⁵.

(4) Na Irlanda, o governo garantiu a totalidade das responsabilidades do sistema financeiro entre Setembro de 2008 e Setembro de 2010.

(5) Por exemplo, a Grécia emitiu títulos de dívida pública para serem emprestados directamente a bancos ao valor nominal contra a entrega de colateral e a Espanha criou um fundo para a compra de activos de alta qualidade a instituições financeiras, num montante até 50 mil milhões de euros.

As medidas adoptadas contribuíram para aumentar a confiança dos agentes económicos no sistema financeiro e para a atenuação das tensões em alguns segmentos do mercado, designadamente nos mercados monetários interbancários onde se verificou uma diminuição progressiva dos diferenciais de juro dos empréstimos não colateralizados e colateralizados. Adicionalmente, os *spreads* dos CDS e os diferenciais da dívida do sector financeiro reduziram-se para níveis anteriores a Setembro, tendo-se assistido em paralelo a um aumento dos *spreads* dos CDS dos emissores soberanos, o que terá estado associado à transferência de risco das instituições financeiras para os Estados no quadro das medidas de apoio adoptadas (Gráfico 2.2). A partir de finais de Outubro, a acumulação de evidência sugerindo um acentuado enfraquecimento da actividade económica a nível mundial, com um grande número de economias avançadas em recessão e as economias de mercado emergentes a revelarem um significativo abrandamento, originou um novo aumento da incerteza e da aversão ao risco e, em consequência, quebras acentuadas nos preços dos activos. Ao longo do último trimestre de 2008, esta situação traduziu-se num grau de confiança muito baixo dos agentes económicos e acentuou as perdas do sistema financeiro. Os últimos dois meses de 2008 e o primeiro trimestre de 2009 foram marcados pela acentuação da interacção de impactos negativos entre a actividade económica e os mercados financeiros, agravando substancialmente as perspectivas económicas e financeiras a nível global. De salientar que as perspectivas relativamente aos resultados das empresas não financeiras, que permaneciam relativamente inalteradas desde o início da crise, registaram a partir de Outubro de 2008 significativas revisões em baixa. Já no início de 2009, os *spreads* dos CDS e os diferenciais de rentabilidade da dívida privada face à dívida pública registaram novos aumentos, mais acentuados no sector financeiro. Também os mercados accionistas registaram novas quedas, lideradas pelo sector financeiro, e as volatilidades permaneceram elevadas. Na segunda metade de Março de 2009 verificou-se alguma reversão destes movimentos na sequência da divulgação de resultados por parte de instituições financeiras que foram considerados melhores do que o esperado e do anúncio de novas medidas de apoio à economia nos EUA e no Reino Unido. No final do primeiro trimestre de 2009, os preços das acções na área do euro e nos EUA situavam-se respectivamente 14 e 12 por cento abaixo dos níveis do final de 2008, tendo as acções do sector bancário destas economias caído 18 e 45 por cento no mesmo período (Gráfico 2.9). No mercado monetário, os diferenciais entre as taxas de juro das operações não colateralizadas e colateralizadas permaneceram, nos primeiros

Gráfico 2.9



Fontes: Bloomberg e Thomson Reuters.

meses de 2009, relativamente inalterados em níveis superiores aos observados antes da intensificação da turbulência financeira em Setembro de 2008. No final de Março de 2009, estes diferenciais para os prazos de 3 meses situavam-se em 74 p.b. na área do euro, 79 p.b. nos EUA e em 94 p.b. no Reino Unido.

Num contexto de crescente fraqueza económica e de redução das pressões inflacionistas, as autoridades nacionais das principais economias mundiais têm vindo a tomar medidas de estímulo à actividade económica, quer ao nível da política monetária, quer ao nível da política orçamental. De referir que a partir de Julho de 2008 os preços das matérias-primas iniciaram um movimento de queda acentuada, o qual foi exacerbado a partir de Setembro com o agravamento da crise financeira e da sua transmissão à economia real. No final de 2008, o preço do barril de *brent* situava-se em 39.5 USD, o que corresponde a uma diminuição de 58 por cento face ao nível observado no final de 2007 (diminuição de 56 por cento quando avaliado em euros). No primeiro trimestre de 2009 o preço do *brent* continuou a registar uma volatilidade significativa, tendo-se situado em média em cerca de 45 USD/barril. Os preços das matérias-primas não energéticas também registaram uma queda acentuada, situando-se no final de 2008 cerca de 28 por cento abaixo do final de 2007, tendo-se mantido relativamente inalterados no primeiro trimestre de 2009.

Nas principais economias avançadas as taxas de juro oficiais foram reduzidas a um ritmo e magnitude sem precedentes, situando-se, em alguns casos, em mínimos históricos no final de 2008 (0.25 por cento nos EUA, 2 por cento no Reino Unido e 2.5 por cento na área do euro). No início de 2009 algumas autoridades monetárias prosseguiram os movimentos de redução das taxas de juro oficiais, para 0.5 por cento no Reino Unido e 1.25 por cento na área do euro. Vários bancos centrais adoptaram ainda medidas quantitativas de estímulo à economia. Por exemplo, a Reserva Federal criou facilidades de financiamento directo ao sector privado não financeiro – através de compra de papel comercial e de concessão de empréstimos com prazo até 3 anos às empresas (financeiras e não financeiras) garantidos com créditos titularizados⁶ – e anunciou a compra de montantes significativos de créditos hipotecários e de dívida das agências especializadas em crédito hipotecário, bem como de títulos do Tesouro a longo prazo⁷. Também o Banco de Inglaterra estabeleceu, já em 2009, um programa de compra no mercado secundário de títulos de dívida pública e privada (que inclui papel comercial e obrigações de empresas)⁸. O anúncio destas medidas teve um impacto significativo nas taxas de rendibilidade dos títulos de dívida pública de longo prazo que diminuíram não apenas nestas economias mas também na área do euro, dada a forte ligação entre os mercados.

Ao nível da política orçamental, no final de 2008 e início de 2009, vários governos anunciaram programas de estímulo à actividade económica com vista a limitar o impacto da actual crise sobre a economia real. Nos EUA foi aprovado o “American Recovery and Reinvestment Act” já em Fevereiro de 2009. Na Europa, vários países vinham desde o Verão a adoptar medidas orçamentais de combate à crise. No final de Novembro de 2008, a Comissão Europeia apresentou o “Plano Europeu de Recuperação Económica”, propondo um pacote coordenado de estímulo (da ordem de 1.5 por cento do PIB da União Europeia, sendo 1.2 por cento do PIB financiado pelos orçamentos nacionais), tendo na sequência do mesmo sido adoptados vários pacotes nacionais por parte dos Estados-membros. As medidas adoptadas pelos diferentes países a nível mundial são numerosas e envolvem quer a receita quer a despesa pública. No entanto, a composição destas medidas varia substancialmente de país

(6) “Commercial Paper Funding Facility” anunciada a 7 de Outubro de 2008 e a “Term Asset-Backed Securities Loan Facility” anunciada a 25 de Novembro de 2008, ver “Caixa 2 Actuação das autoridades no contexto da crise financeira: medidas de gestão de liquidez e de intervenção nos sistemas financeiros”, Banco de Portugal, *Boletim Económico-Outono 2008*.

(7) No dia 18 de Março de 2009, a Reserva Federal anunciou que irá comprar: (i) 300 mil milhões de dólares de dívida pública de longo prazo durante os seis meses subsequentes; (ii) mais 750 mil milhões de dólares de créditos hipotecários das agências (totalizando 1.25 biliões de dólares) e (iii) mais 100 mil milhões de dólares de dívida das agências (totalizando 200 mil milhões de dólares).

(8) “Assets Purchase Facility” anunciada a 5 de Março de 2009.

para país, sendo de destacar as reduções dos impostos sobre o rendimento dos indivíduos e das empresas, bem como do IVA, o aumento do investimento público, a concessão de subsídios à aquisição de bens de consumo duradouro (por exemplo à compra de automóveis nos EUA, Alemanha, França e Itália) e o aumento das despesas de carácter social (centradas no apoio a famílias de baixos rendimentos) (relativamente a Portugal ver “Secção 3.2 *Política orçamental*” deste Boletim).

Na sequência destas medidas, os participantes nos mercados financeiros começaram a denotar preocupações com a sustentabilidade das finanças públicas em alguns países associadas, em particular, com a emissão de grandes montantes de dívida pública que poderão ser difíceis de absorver. No caso dos países da área do euro, a evolução das taxas de rendibilidade da dívida pública foi diversificada, tendo resultado num aumento substancial dos diferenciais face à Alemanha, os quais atingiram níveis apenas observados no período anterior à introdução da moeda única. Tal deverá ter reflectido a maior liquidez relativa dos títulos de dívida alemã num quadro de movimentos de “fuga para a liquidez”, bem como uma reavaliação do risco de crédito dos diferentes países, penalizando aqueles com maiores desequilíbrios macroeconómicos e/ou onde as contas públicas potencialmente se poderão deteriorar mais, designadamente pela transferência de risco do sector financeiro. A evolução dos prémios de risco de crédito terá também reflectido o aumento do preço do risco nos mercados financeiros a nível global⁹. No final de 2008, o diferencial mais elevado da taxa de juro da dívida pública a 10 anos era o da Grécia, o qual se situava em cerca de 230 p.b.. Na Irlanda, em Itália, em Portugal, em Espanha e na Bélgica os diferenciais registaram também aumentos bastante significativos, situando-se no final do ano entre 83 p.b. na Bélgica e 142 p.b. em Itália. Em Portugal, o diferencial aumentou no mesmo período de 81 p.b. para 102 p.b.. No início de 2009 manteve-se a tendência de subida, acompanhada de uma elevada volatilidade, no quadro de uma nova deterioração das perspectivas de crescimento económico, de uma revisão em baixa das notações de *rating* de alguns países da área do euro (Grécia, Espanha, Portugal e Irlanda¹⁰) e de aumento dos receios de fortes perturbações nas economias da Europa do Leste e consequentes efeitos de contágio aos bancos e economias da área do euro mais expostos àquela região. Neste período, o diferencial da dívida pública irlandesa evidenciou um aumento particularmente acentuado, situando-se no final de Março em cerca de 223 p.b., ou seja próximo do da Grécia. Os diferenciais de Portugal e da Áustria registaram igualmente acréscimos superiores aos das restantes economias analisadas (situando-se em cerca de 132 p.b. e 103 p.b., respectivamente, no final do primeiro trimestre de 2009), reflectindo no último caso uma exposição elevada ao sistema bancário da Europa de Leste (Gráfico 2.10). O aumento dos diferenciais de rendibilidade a longo prazo da dívida pública constitui uma penalização adicional sobre os custos de financiamento dos agentes económicos nestes países. Tal implica, designadamente, uma diferenciação dos custos da emissão de dívida dos bancos com garantia dos Estados entre os vários países da área do euro, bem como da emissão de dívida a longo prazo das empresas não financeiras (Gráfico 2.11).

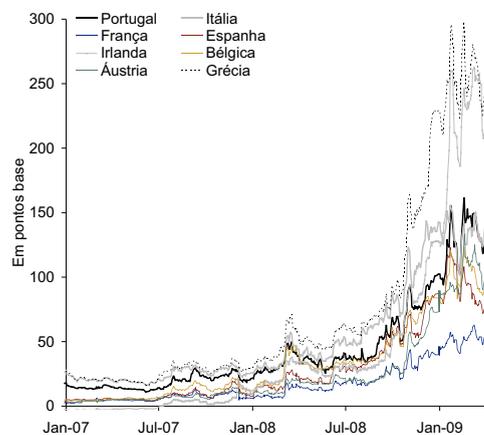
Apesar do aumento significativo dos diferenciais, as taxas de rendibilidade da dívida pública a 10 anos das economias da área do euro, com excepção da Irlanda e da Grécia, encontram-se ainda abaixo dos níveis registados antes do Verão de 2007, embora no caso de Portugal e Itália a diferença seja muito reduzida (inferior a 0.3 p.p.) (Gráfico 2.12). Em contraste, na Alemanha as taxas de rendibilidade da dívida pública a 10 anos reduziram-se significativamente (-1.4 p.p. entre o final de Julho de 2007 e o final de Março de 2009), situando-se desde o início de 2009 em torno de 3.0 por cento.

(9) Com efeito em alturas de menor apetite pelo risco, o preço do risco exigido pelos investidores tende a aumentar, o que só por si gera um aumento dos diferenciais dos países com maior risco face a países com menor risco e, em situações de deterioração do risco do país, amplifica o impacto desta deterioração sobre os diferenciais.

(10) De referir que nos primeiros meses de 2009 as agências de *rating* reviram o *outlook* da dívida pública irlandesa de estável para negativo e no dia 30 de Março a *Standards&Poors* acabou por descer o *rating* de AAA para AA+ mantendo o *outlook* negativo.

Gráfico 2.10

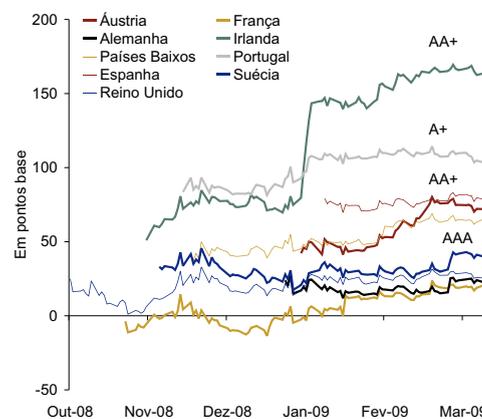
DIFERENCIAIS DAS TAXAS DE RENDIBILIDADE DE LONGO PRAZO FACE À ALEMANHA



Fonte: Thomson Reuters.

Gráfico 2.11

ASSET SWAP SPREADS DAS OBRIGAÇÕES EMITIDAS PELOS BANCOS EM EUROS COM GARANTIA DOS ESTADOS

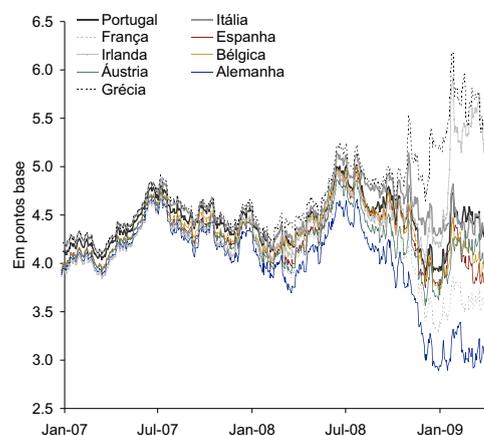


Fontes: Bloomberg e Banco de Portugal.

No mercado cambial verificaram-se, após meados de Outubro de 2008, movimentos abruptos na evolução das principais moedas. Em termos nominais efectivos destaca-se a forte apreciação do iene, em cerca de 31 por cento no final de 2008 face ao final de 2007, associada em larga medida à reversão dos movimentos de *carry trade*, num quadro de aumento da aversão ao risco e de *de-leveraging* e a significativa depreciação da libra esterlina, em cerca de 23 por cento. Por seu turno, o dólar apreciou 8.6 por cento, tendo-se aproximado da média de longo prazo e o euro apreciou 2.7 por cento, permanecendo apreciado face à média de longo prazo (Gráfico 2.13). Em termos bilaterais, o euro deprecou cerca 24 por cento face ao iene, 6 por cento face ao USD, 10 por cento face ao franco suíço e apreciou 30 por cento face à libra. No primeiro trimestre de 2009, o dólar e a libra apreciaram-se em

Gráfico 2.12

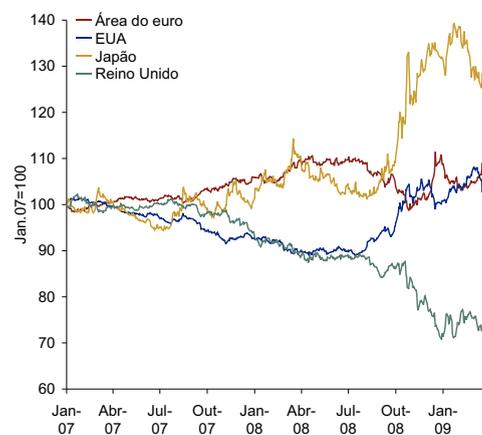
TAXAS DE RENDIBILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA A 10 ANOS



Fonte: Thomson Reuters.

Gráfico 2.13

TAXAS DE CÂMBIO EFECTIVAS NOMINAIS



Fontes: BCE, Banco de Pagamentos Internacionais e Reserva Federal.

termos nominais efectivos 3.7 e 1.8 por cento, respectivamente, enquanto o iene se depreciou 3.8 por cento. Neste período, o euro apreciou-se face à generalidade das moedas dos novos Estados-membros da União Europeia e face ao iene, tendo-se depreciado 4.4 e 2.3 por cento respectivamente face ao dólar e à libra, resultando numa depreciação nominal efectiva de 0.7 por cento.

A economia mundial desacelerou significativamente em 2008, tendo o PIB mundial registado um crescimento de 3.2 por cento, após vários anos com crescimentos superiores a 5 por cento (Quadro 2.2). A desaceleração foi particularmente marcada na parte final do ano, tendo o crescimento homólogo do PIB mundial, excluindo a área do euro, diminuído de 5.0 por cento no primeiro trimestre de 2008, para apenas 0.6 por cento no último trimestre. Os fluxos de comércio mundial prosseguiram ao longo de 2008 a tendência de desaceleração iniciada em meados de 2007, reflectindo o abrandamento da actividade económica mundial, tendo nos últimos meses do ano registado uma queda abrupta. A ruptura do comércio mundial no final de 2008 foi precipitada pela quebra generalizada de confiança e pelo elevado nível de incerteza que levaram os agentes económicos a reduzir ou adiar despesas, e foi exacerbada por dificuldades de acesso a crédito comercial no contexto de intensificação da crise financeira. Adicionalmente, o fenómeno de especialização vertical da produção a nível mundial observado nos últimos anos (com a deslocalização de partes da produção de actividades industriais e de serviços) terá contribuído também para esta forte contracção do comércio mundial (ver “Caixa 1.1 A intensificação do processo de globalização”, Banco de Portugal, *Relatório Anual 2005*). De facto, a especialização vertical da produção a nível mundial aumenta a sensibilidade dos fluxos de comércio a alterações na procura numa dada economia, tendo contribuído para a rápida expansão dos fluxos de comércio mundial observada nos últimos anos e, mais recentemente, para a sua contracção.

O comércio mundial, excluindo a área do euro, contraiu-se 1.8 por cento em termos homólogos no último trimestre de 2008, que compara com um crescimento de 5.7 por cento no trimestre anterior. A contracção das importações no final de 2008 foi comum aos países industrializados (excluindo a área do euro) e aos países em desenvolvimento, cuja procura robusta tinha vindo até então a sustentar o comércio mundial, apesar da situação de turbulência financeira. A contracção do comércio mundial no final de 2008 foi acompanhada pela queda da produção industrial a nível global. Os indicadores qualitativos disponíveis sugerem que as importações do mundo, excluindo a área do euro, irão continuar a contrair-se nos primeiros meses de 2009.

Quadro 2.2

EVOLUÇÃO DA ECONOMIA MUNDIAL

Taxas de variação, em percentagem

	Fonte	2006	2007	2008
PIB				
Economia mundial	(a)	5.1	5.2	3.2
EUA	(b)	2.8	2.0	1.1
Japão	(b)	2.1	2.4	-0.7
Área do euro	(c)	3.0	2.6	0.7
Alemanha	(c)	3.2	2.6	1.0
França	(c)	2.6	2.1	0.7
Itália	(c)	2.1	1.5	-1.0
Espanha	(c)	3.9	3.7	1.2
Portugal	(d)	1.4	1.8	0.0
Reino Unido	(b)	2.8	3.0	0.7
China	(b)	11.6	13.0	9.0
Volume de comércio de mercadorias	(e)	9.3	7.7	2.7

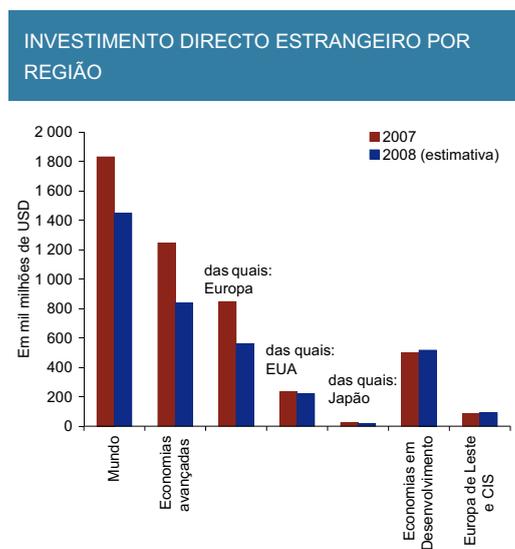
Fontes: (a) FMI, (b) Thomson Reuters, (c) Eurostat, (d) Banco de Portugal, (e) CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

De igual modo, os fluxos de investimento directo estrangeiro a nível global registaram em 2008 uma diminuição de cerca de 21 por cento, de acordo com estimativas da UNCTAD. Em termos de regiões, as economias avançadas foram aquelas em que os fluxos de investimento directo estrangeiro mais diminuíram (Gráfico 2.14). Esta evolução terá reflectido o significativo aumento da incerteza quanto às perspectivas económicas, bem como a deterioração dos resultados das empresas multinacionais e uma diminuição nos empréstimos bancários (nomeadamente dos empréstimos sindicados) que dificultou o financiamento destes investimentos. Nas economias em desenvolvimento, o crescimento do investimento directo estrangeiro, embora tenha sido muito inferior ao observado em 2007 (em que excedeu 20 por cento), manteve em 2008 um valor positivo de cerca de 4 por cento. A globalização da crise financeira e o agravamento das perspectivas económicas mundiais sugere que em 2009 os fluxos de investimento directo estrangeiro para estas economias também irão ser significativamente afectados.

O crescimento do turismo mundial registou também uma significativa diminuição ao longo de 2008, em particular na segunda metade do ano. Com efeito, após um crescimento homólogo de 5 por cento nos primeiros seis meses de 2008, o turismo mundial contraiu-se cerca de 1 por cento em termos homólogos nos seis meses seguintes, tendo no conjunto do ano atingido uma expansão de apenas 2.0 por cento (que compara com 7.0 por cento no ano anterior) (Gráfico 2.15). Nos países europeus verificou-se em 2008 uma estagnação das entradas de turistas. Esta evolução reflecte quedas no turismo nos países do norte da Europa e nos da Europa ocidental, de 2.1 e 1.2 por cento, respectivamente. Quanto aos países da Europa do sul e mediterrânea, as entradas de turistas registaram um crescimento muito reduzido em 2008, 0.6 por cento, o qual traduz uma expansão de 3.9 por cento no primeiro semestre, seguida de uma contracção de 2.3 por cento no semestre seguinte.

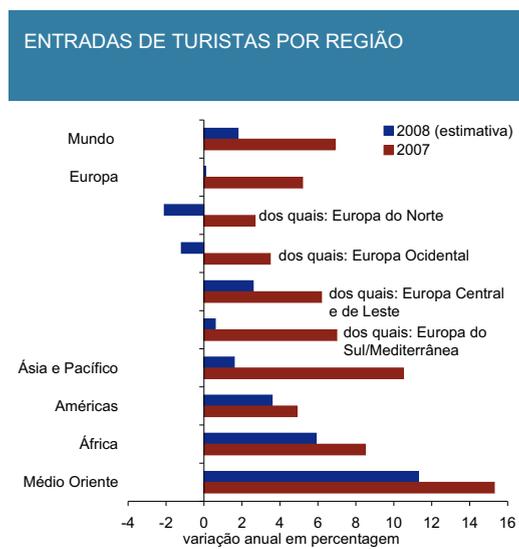
Nos EUA, a taxa de crescimento do PIB reduziu-se de 2.0 por cento para 1.1 por cento em 2008. Ao longo do primeiro semestre de 2008 o PIB apresentou uma trajectória de desaceleração mantendo, no entanto, um crescimento positivo, sustentado temporariamente pelo pacote de estímulo orçamental implementado em Fevereiro, pela forte redução das taxas de juro oficiais e pela depreciação do dólar, juntamente com a manutenção de uma procura externa robusta. Contudo, no segundo semestre, o desvanecimento do efeito temporário do estímulo orçamental, a continuação da correcção em baixa

Gráfico 2.14



Fonte: UNCTAD.

Gráfico 2.15



Fonte: UNWTO World Tourism Barometer.

no mercado da habitação e a intensificação da crise financeira, com consequente aperto das condições de crédito e quebra acentuada nos preços dos activos, determinou um enfraquecimento acentuado da actividade económica. No último trimestre de 2008 o PIB contraiu-se 1.6 por cento em variação em cadeia, após uma contracção de 0.1 por cento no trimestre anterior. Em contraste com o observado na primeira metade do ano, o contributo da procura externa líquida tornou-se negativo, reflectindo em particular uma queda abrupta nas exportações. No que diz respeito à procura interna, o consumo privado e o investimento não residencial, que na primeira metade do ano tinham, juntamente com o consumo público, compensado o impacto negativo da redução do investimento residencial, registaram na segunda metade do ano reduções significativas. Neste contexto, a procura interna registou uma queda particularmente acentuada no último trimestre do ano. De acordo com as projecções apresentadas pela Reserva Federal em Fevereiro de 2009, no quarto trimestre de 2009 o PIB deverá registar em contracção homóloga entre -1.3 e -0.5 por cento e o desemprego deverá subir para valores entre 8.5 e 8.8 por cento¹¹.

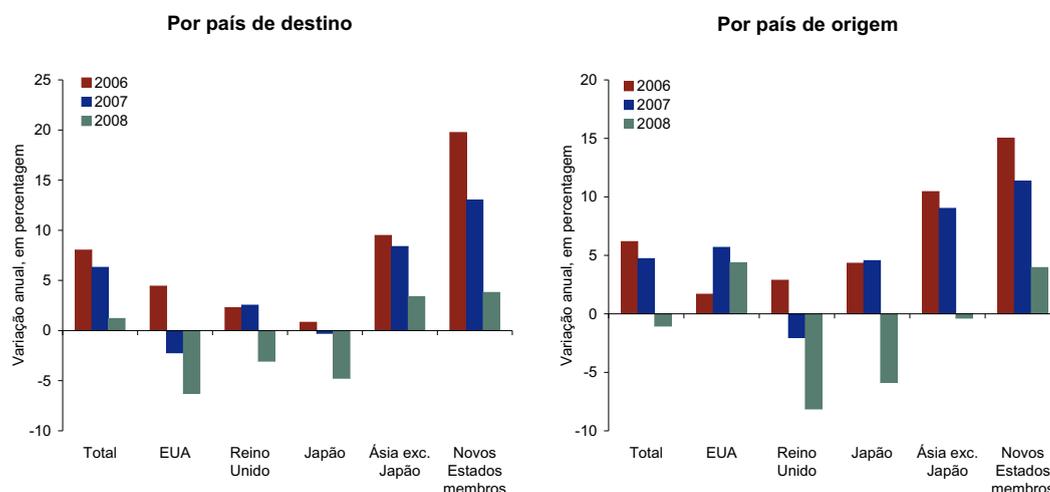
O enfraquecimento da actividade económica foi particularmente significativo na área do euro, onde o ritmo de expansão se reduziu de 2.6 por cento em 2007 para 0.7 por cento em 2008. Após um crescimento em cadeia apreciável de 0.7 por cento no primeiro trimestre de 2008 face ao trimestre anterior, em parte associado a factores de natureza temporária – em especial condições meteorológicas relativamente amenas em diversos países que favoreceram a actividade da construção – o PIB registou quedas sucessivas nos três trimestres seguintes¹². A contracção da actividade económica foi particularmente marcada no último trimestre de 2008 (-1.5 por cento face ao trimestre anterior), reflectindo o impacto do agravamento e generalização da crise económica e financeira sobre a procura externa e sobre as decisões de consumo e investimento dos agentes económicos da área do euro. No conjunto do ano, o consumo privado cresceu apenas 0.5 por cento (1.6 por cento no ano anterior). O consumo privado manteve-se fraco nos três primeiros trimestres reflectindo, em particular, o impacto no rendimento real disponível das famílias associado ao elevado aumento dos preços no consumidor, nomeadamente dos preços dos produtos energéticos e alimentares. No final do ano, as fortes quebras nos mercados de capitais e o substancial aumento da incerteza relativamente às perspectivas para a actividade económica e para o emprego, determinaram uma forte deterioração adicional da confiança dos consumidores e uma contracção do consumo privado (-0.9 por cento face ao trimestre anterior). Por seu turno, a taxa de crescimento do investimento total registou uma forte diminuição em 2008 para 0.4 por cento, após os valores elevados observados nos anos anteriores (4.3 e 5.9 por cento em 2007 e 2006, respectivamente). Em termos intra-anuais, o investimento evidenciou quedas sucessivas a partir do segundo trimestre (inclusive), tendo-se observado uma contracção de 2.7 por cento no quarto trimestre face ao trimestre anterior. As exportações de bens e serviços também registaram uma desaceleração acentuada em 2008, para uma taxa de crescimento anual de 1.6 por cento, que compara com 5.6 no ano anterior. No último trimestre de 2008, as exportações registaram uma contracção abrupta de 7.3 por cento relativamente ao trimestre anterior. A queda das exportações foi generalizada a todo o tipo de mercadorias, mas particularmente acentuada nos bens intermédios. Uma análise por destinos geográficos, mostra que as exportações de mercadorias para os EUA, Japão e Reino Unido registaram quedas acentuadas mas que se continuaram a expandir para os novos Estados-membros da União Europeia (UE) e para a Ásia excluindo Japão, embora a taxas muito inferiores às observadas nos dois anos anteriores (Gráfico 2.16). As importações da área do euro também desaceleraram de forma marcada em 2008, para 1.7 por cento, face a 5.3 por cento no ano anterior, reflectindo o enfraquecimento da procura interna. No que diz respeito às importações de bens,

(11) De referir que os dados relativos ao mercado de trabalho nos EUA em Fevereiro de 2009 revelaram um aumento da taxa de desemprego para 8.1 por cento.

(12) A queda observada na actividade no segundo trimestre de 2008 (0.3 por cento em cadeia) reflecte, em parte, uma correcção face ao crescimento apreciável registado no primeiro trimestre do ano.

Gráfico 2.16

VOLUME DE EXPORTAÇÕES DE MERCADORIAS DA ÁREA DO EURO (EXTRA)



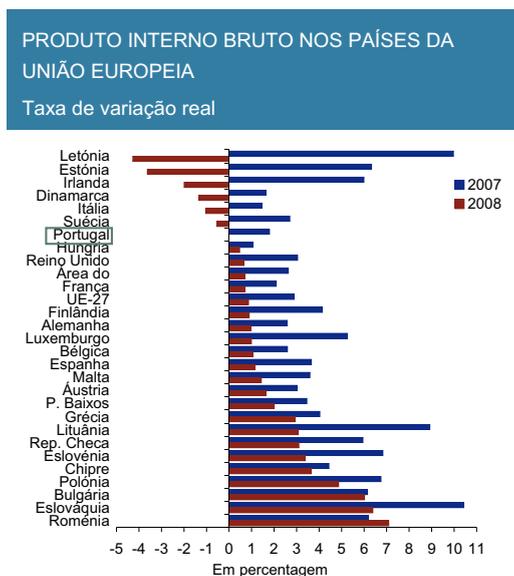
Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.

verificou-se mesmo uma contracção no conjunto do ano, sendo de assinalar as quebras das compras ao Reino Unido, Japão e, em menor escala, aos países da Ásia excluindo Japão. As importações dos EUA e dos novos Estados-membros apresentaram crescimentos positivos. No conjunto do ano, a procura externa líquida teve um contributo nulo para a expansão da actividade económica, tendo na segunda metade do ano esse contributo sido negativo.

A desaceleração da actividade económica foi comum a todas as economias da área do euro, tendo sido particularmente pronunciada na Irlanda, Finlândia e, em menor grau, em Espanha e Itália. Na Irlanda e em Itália a actividade registou mesmo uma contracção no conjunto do ano, de 2.0 e 1.0 por cento, respectivamente, enquanto que na Finlândia a taxa de crescimento do PIB caiu para 0.9 por cento (4.2 por cento em 2007) e em Espanha para 1.2 por cento em 2008 (3.7 por cento em 2007). Na Alemanha e em França o ritmo de expansão da actividade económica reduziu-se para 1.0 e 0.7 por cento, respectivamente, face a 2.6 e 2.1 por cento em 2007. Portugal apresentou um dos mais fracos desempenhos de entre os países da área do euro e da UE, tendo a actividade económica estagnado em 2008 depois de ter crescido 1.8 por cento em 2007 (Gráfico 2.17). Os países da UE não pertencentes à área do euro, com excepção da Roménia, também observaram um abrandamento da actividade económica em 2008. Contudo, a maioria dos novos Estados-membros continuou a registar taxas de crescimento significativamente superiores à média da UE. Nos países bálticos (Estónia, Letónia e Lituânia) o enfraquecimento da actividade económica foi particularmente significativo, tendo a Estónia e a Letónia registado as maiores contracções do PIB de entre os países da UE em 2008 (-3.6 e -4.3 por cento, respectivamente). De entre as restantes economias da UE, é de realçar a desaceleração do PIB no Reino Unido de 3.0 para 0.7 por cento.

A evolução da situação económica nos principais países de destino das exportações portuguesas foi caracterizada por um significativo enfraquecimento das suas importações de bens e serviços, que registaram uma queda abrupta generalizada no último trimestre de 2008. Esta queda foi particularmente marcada nas importações da economia espanhola, principal destino das exportações de Portugal, que registaram uma contracção homóloga de 13.2 por cento no último trimestre de 2008, e de 2.5 por cento no conjunto do ano (face a um crescimento de 6.2 por cento no ano anterior) (Quadro 2.3). As

Gráfico 2.17



Fontes: Comissão Europeia, Eurostat e Banco de Portugal.

importações da Alemanha e de França também desaceleraram significativamente no quarto trimestre de 2008, mas mantiveram taxas de crescimento positivas, tendo-se expandido 3.6 e 2.0 por cento, respectivamente, no ano como um todo. Já as importações do Reino Unido, EUA e Itália registaram quedas significativas no quarto trimestre, 7.9, 7.5 e 8.8 por cento, respectivamente, e também no conjunto do ano. Neste contexto, o indicador de procura externa de bens e serviços dirigida à economia portuguesa registou uma significativa desaceleração em 2008, tendo crescido apenas 1.5 por cento (que compara com 5.6 por cento no ano anterior), contribuindo para explicar a quebra nas exportações portuguesas de bens e serviços neste ano (ver “Secção 5 *Despesa*” deste Boletim). De acordo com a informação disponível, as exportações portuguesas de bens e serviços deverão ter registado alguma perda de quota de mercado, em particular no último trimestre de 2008.

Quadro 2.3

IMPORTAÇÕES DE BENS E SERVIÇOS DE ALGUNS DOS PRINCIPAIS MERCADOS DE DESTINO DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESES
Taxa de variação real

	2008 ^(a)							
	Pesos 2007	2006	2007	2008	T1	T2	T3	T4
Espanha	28.3	10.3	6.2	-2.5	3.6	1.8	-2.0	-13.2
Alemanha	13.0	12.2	5.2	3.6	4.5	3.5	4.9	1.5
França	12.6	6.5	5.9	2.0	4.3	1.9	1.7	0.3
Reino Unido ^(b)	6.0	6.8	3.7	-0.8	4.1	3.0	-2.2	-7.9
EUA	4.8	6.0	2.2	-3.5	-1.0	-1.9	-3.5	-7.5
Itália	4.1	6.2	3.3	-4.5	-2.4	-2.7	-4.1	-8.8

Fontes: Eurostat e Thomson Reuters.

Notas: (a) Taxa de variação homóloga; (b) Exclui os efeitos da fraude do IVA, de acordo com estimativas do Instituto de Estatística do Reino Unido.

3. POLÍTICAS MACROECONÓMICAS

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

Política monetária do BCE

Durante a primeira metade do ano, o BCE manteve as taxas de juro de referência inalteradas, situando-se a taxa de juro mínima das operações principais de refinanciamento em 4.0 por cento (Quadro 3.1.1). No início de 2008, as perspectivas eram de que a inflação iria permanecer em níveis significativamente acima de 2 por cento nos primeiros meses do ano e que registaria uma diminuição muito gradual ao longo do ano, retornando a níveis compatíveis com a definição de estabilidade de preços apenas em 2009. Adicionalmente, a informação disponível continuava a apontar para que o PIB continuasse a crescer a taxas próximas do potencial. Adicionalmente, a procura externa deveria continuar a apoiar as exportações da área do euro. A evolução positiva do mercado de trabalho e a hipótese de existirem restrições em termos de capacidade produtiva sugeriam a possibilidade de crescimentos dos salários superiores ao esperado. Este facto, juntamente com a eventualidade de novos aumentos dos preços do petróleo e dos produtos agrícolas, bem como dos preços administrados e impostos indirectos constituíam riscos ascendentes para a estabilidade de preços no médio prazo na área do euro. De acordo com o Conselho do BCE, estes riscos eram confirmados pela continuação de um forte crescimento da moeda e do crédito. Em contraste, os riscos em torno das perspectivas para a actividade económica situavam-se do lado descendente, estando sobretudo relacionados com o impacto potencialmente maior do que o esperado do processo de reavaliação de risco nos mercados financeiros sobre as condições financeiras e sentimento económico, com efeito negativo no crescimento económico mundial e da área do euro.

Nos meses seguintes, a continuação da forte tendência ascendente dos preços dos produtos energéticos e alimentares a nível mundial apontava para que a inflação na área do euro iria permanecer em níveis elevados por um período mais prolongado do que o anteriormente previsto. A inflação homólo-

Quadro 3.1.1

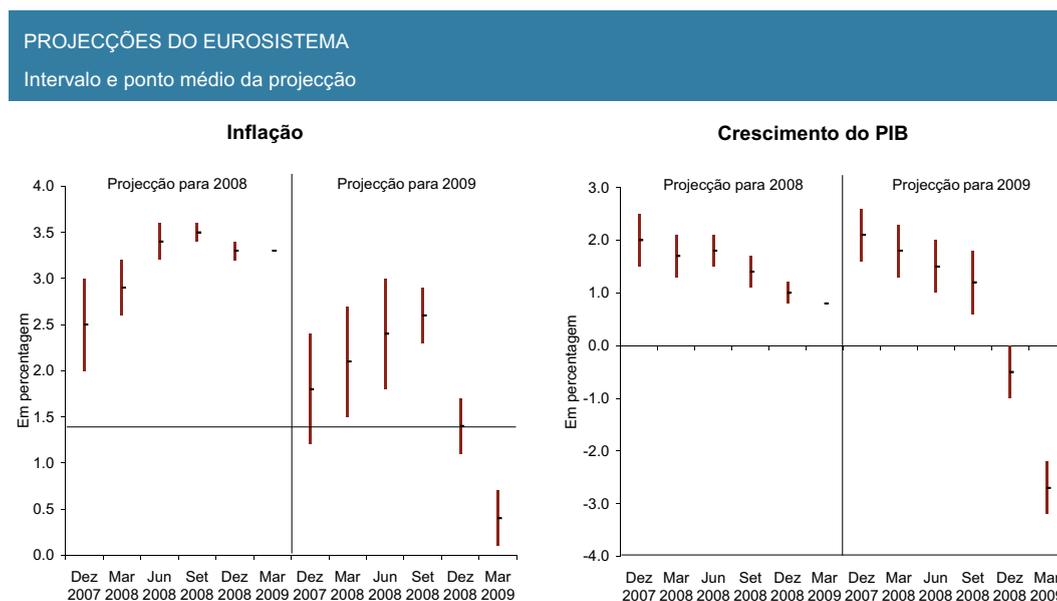
TAXAS DE JURO DO BANCO CENTRAL EUROPEU			
Em percentagem			
Data da decisão	Facilidade permanente de depósito	Operações principais de refinanciamento	Facilidade permanente de cedência
6 Jun. 2007	3.00	4.00	5.00
3 Jul. 2008	3.25	4.25	5.25
8 Out. 2008	3.25	3.75	4.25
6 Nov. 2008	2.75	3.25	3.75
4 Dez. 2008	2.00	2.50	3.00
15 Jan. 2009	1.00	2.00	3.00
5 Mar. 2009	0.50	1.50	2.50
2 Abr. 2009	0.25	1.25	2.25

Fonte: BCE.

ga medida pelo IHPC registou uma subida acentuada ao longo do primeiro semestre, tendo atingido máximos de 4 por cento em Junho e Julho. Também o perfil projectado para a inflação em 2008 e 2009 foi gradualmente revisto em alta, sugerindo valores superiores a 2 por cento até ao final de 2009 (Gráfico 3.1.1). Neste contexto, na reunião de 3 de Julho de 2008, o Conselho do BCE decidiu aumentar em 25 p.b. as taxas de juro de referência, tendo a taxa mínima das operações principais de refinanciamento passado a situar-se em 4.25 por cento e as taxas de juro das facilidades permanentes de cedência de liquidez e de depósito em 5.25 e 3.25 por cento, respectivamente. Esta decisão foi justificada pela necessidade de evitar efeitos de segunda ordem generalizados e contrariar os crescentes riscos para a estabilidade de preços a médio prazo. A avaliação do Conselho foi mantida nos meses seguintes tendo as taxas de juro de referência permanecido inalteradas até Setembro.

Com o agravamento e generalização da turbulência nos mercados financeiros a partir de meados de Setembro materializaram-se os principais riscos descendentes anteriormente identificados pelo Conselho para a actividade económica e diminuíram os riscos em alta para a estabilidade de preços. As perspectivas económicas globais deterioraram-se significativamente ao longo do último trimestre do ano à medida que se tornou evidente que as repercussões da turbulência financeira sobre a economia real seriam mais significativas e alastrariam das economias avançadas para as economias de mercado emergentes. Os indicadores disponíveis relativamente à actividade na área do euro evidenciavam um enfraquecimento adicional no segundo semestre de 2008 e as projecções para o PIB real na área do euro em 2008 e 2009 foram substancialmente revistas em baixa. Neste cenário, e tendo em conta a queda acentuada dos preços das matérias-primas observada desde o Verão, as pressões inflacionistas diminuíram e o balanço de riscos para a estabilidade de preços no horizonte relevante para a política monetária tornou-se equilibrado na avaliação do Conselho. As expectativas apontavam para que a taxa de inflação homóloga medida pelo IHPC continuasse a baixar, atingindo um nível compatível com a estabilidade de preços logo no início de 2009. As projecções para a inflação em 2008 e 2009 foram significativamente revistas em baixa a partir de meados de Setembro. Neste contexto, entre o início de Outubro e o início de Dezembro, o Conselho do BCE reduziu as taxas das operações principais de refinanciamento por três vezes no total de 175 p.b..

Gráfico 3.1.1



Fonte: BCE.

Nos primeiros meses de 2009, o Conselho continuou a reduzir as taxas de juro oficiais num quadro de diminuição das pressões inflacionistas e de evidência de um novo enfraquecimento das perspectivas para a actividade económica mundial. As taxas de juro foram reduzidas num total de 125 p.b., colocando a queda acumulada desde Outubro de 2008 em 300 p.b.. A taxa das operações principais de refinanciamento do Eurosistema situa-se actualmente em 1.25 por cento, o nível mais baixo desde o início da área do euro. A informação disponível confirmou uma forte contracção da actividade económica da área do euro nos últimos meses de 2008 e as projecções para o PIB real foram substancialmente revistas em baixa, apontando para taxas de crescimento no intervalo de -3.2 a -2.2 por cento em 2009 e entre -0.7 e 0.7 por cento em 2010. O Conselho considerou que os riscos para a actividade económica da área do euro se encontram mais equilibrados dada a possibilidade de efeitos mais fortes do que o esperado, designadamente sobre a confiança, das medidas de apoio à economia. Adicionalmente, surgiram sinais de uma redução mais generalizada dos riscos inflacionistas, associados ao impacto do enfraquecimento da actividade económica sobre os salários e os preços (ver “Caixa 2 *Evolução recente dos preços no consumidor e riscos de deflação na área do euro*”). Neste contexto as projecções do Eurosistema para a inflação foram substancialmente revistas em baixa para valores entre 0.1 e 0.7 por cento em 2009 e entre 0.6 e 1.4 por cento em 2010. Na avaliação do Conselho os riscos para a inflação encontram-se equilibrados.

Num quadro de enfraquecimento das perspectivas para a actividade económica e de condições de financiamento mais restritivas assistiu-se ao longo de 2008 a uma moderação da expansão monetária e do crescimento do crédito, mais acentuada a partir de Setembro, tendência que se manteve no início de 2009 (Quadro 3.1.2). O agregado M3 desacelerou em termos homólogos de 11.5 em Dezembro de 2007 para 5.9 por cento em Fevereiro de 2009. A intensificação da turbulência financeira após Setembro induziu também alterações na composição da carteira dos agentes económicos, que substituíram instrumentos negociáveis com risco de mercado por activos líquidos, nomeadamente cobertos por garantia públicas, tendo levado a alterações na composição do agregado M3. Assim

Quadro 3.1.2

AGREGADOS MONETÁRIOS E DE CRÉDITO

Taxas de variação homóloga, corrigidas de sazonalidade, em percentagem e em fim de período

	2006	2007	2008				2009
			T1	T2	T3	T4	Fev.
Agregados monetários							
M1	7.6	3.9	2.8	1.5	1.2	2.3	6.3
M2	9.4	10.1	9.8	9.5	8.9	8.2	7.0
M3	10.0	11.5	10.0	9.6	8.7	7.5	5.9
Empréstimos							
Empréstimos ao sector privado	10.8	11.2	10.9	9.9	8.5	5.8	4.2
Sociedades não financeiras	13.1	14.4	14.9	13.7	12.1	9.5	7.6
Famílias ^(a)	8.2	6.2	5.4	4.2	3.9	1.6	0.7
Crédito ao consumo	7.7	5.3	5.3	4.9	4.4	1.7	1.0
Crédito para aquisição de habitação	9.6	7.1	6.2	4.4	4.1	1.5	0.5

Fonte: BCE.

Nota: (a) Inclui empréstimos a instituições sem fins lucrativos ao serviço das famílias.

observou-se uma diminuição nos contributos dos outros instrumentos negociáveis (isto é, M3-M2)¹³ e dos outros depósitos de curto prazo excepto depósitos à ordem (isto é, M2-M1)¹⁴ e um aumento do contributo do M1. O crescimento mais forte do M1 reflectiu o comportamento de ambas as componentes sendo de assinalar o aumento da procura de notas. Em Outubro de 2008, na sequência da falência do banco de investimento *Lehman Brothers* e da generalização das preocupações sobre a solidez financeira do sistema bancário da área do euro, verificou-se um significativo aumento da procura de notas de euro por parte do público (Gráfico 3.1.2). Nos meses seguintes a procura de notas de euro normalizou, o que terá reflectido as medidas de apoio ao sistema financeiro adoptadas pelos governos, designadamente o aumento das garantias de depósitos (ver “Secção 2 [Enquadramento Internacional](#)” deste Boletim).

A desaceleração do crédito concedido a residentes na área do euro reflectiu a evolução do crédito ao sector privado, uma vez que o crédito concedido às administrações públicas deixou de se contrair e passou a registar crescimentos positivos a partir do segundo semestre de 2008. As compras de títulos (excluindo acções) pelas instituições financeiras monetárias continuaram a apresentar taxas de crescimento elevadas ao longo do ano, determinando um ligeiro aumento do peso desta componente no total de crédito concedido ao sector privado. Este aumento reflecte em larga medida as compras de títulos emitidos por outras instituições financeiras no contexto da actividade de titularização de crédito. Apesar de terem desacelerado, os empréstimos permaneceram como a principal componente do crédito concedido ao sector privado pelas instituições financeiras monetárias da área do euro. No início de 2008, os empréstimos ao sector privado mantiveram taxas de crescimento muito elevadas, cerca de 11 por cento no primeiro trimestre, as quais foram diminuindo ao longo do ano, de forma mais marcada a partir do terceiro trimestre, situando-se em 4.2 por cento em Fevereiro de 2009. Importa referir que estas taxas subestimam o crescimento dos empréstimos ao sector privado devido à prática de desreconhecimento de créditos no balanço por venda ou titularização dos mesmos. De facto, estimativas que levam em consideração as vendas e titularização de créditos apontam para um crescimento homólogo dos empréstimos ao sector privado de 5.9 por cento em Fevereiro de 2009.

A desaceleração dos empréstimos bancários foi comum aos vários sectores da economia. Os empréstimos às famílias prosseguiram a tendência de forte desaceleração observada em 2007, tendo a taxa de crescimento homóloga caído para 0.7 por cento em Fevereiro de 2009 (que compara com 6.2 em Dezembro de 2007), resultante da desaceleração do crédito quer para aquisição de habitação quer para consumo¹⁵. A evolução dos empréstimos para aquisição de habitação terá estado associada à desaceleração dos preços e da actividade no mercado de habitação em várias economias da área do euro, à deterioração das perspectivas económicas gerais e a condições de financiamento mais restritivas. Com efeito, até Outubro as taxas de juro dos empréstimos às famílias registaram uma tendência de aumento, a qual se inverteu no final do ano no contexto da redução abrupta das taxas de juro oficiais. No conjunto do ano, as taxas dos empréstimos para habitação ficaram virtualmente estáveis e as dos empréstimos ao consumo aumentaram 0.2 p.p.. Paralelamente verificou-se um aumento dos diferenciais destas taxas relativamente às taxas de juro de mercado de referência, bem como um aumento da percentagem de bancos que reportaram condições mais restritivas de crédito às famílias para habitação e para consumo (Gráfico 3.1.3).

Por seu turno, os empréstimos às sociedades não financeiras iniciaram uma tendência de moderação a partir do segundo trimestre de 2008, tendo a taxa de crescimento homóloga descido para 7.6 por cento em Fevereiro de 2009, face a um máximo de 14.9 por cento em Março de 2008. Esta evolução

(13) Inclui por exemplo: acordos de recompra, acções e unidades de participação em fundos do mercado monetário e títulos de dívida com prazo até 2 anos.

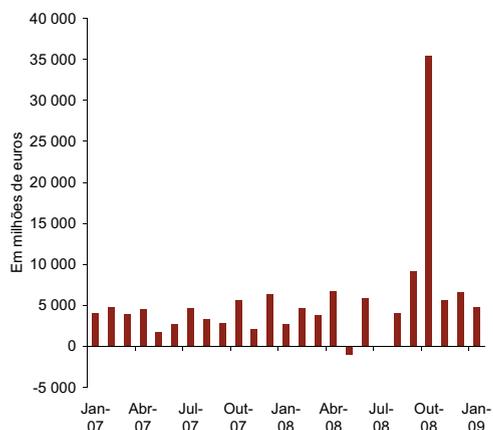
(14) Inclui por exemplo: depósitos com prazo acordado até 2 anos e depósitos reembolsáveis com pré-aviso até 3 meses.

(15) De acordo com a informação disponível os empréstimos para aquisição de habitação são os mais afectados pela prática de desreconhecimento de créditos no balanço por venda ou titularização.

Gráfico 3.1.2

NOTAS E MOEDAS EM CIRCULAÇÃO NA ÁREA DO EURO – FLUXOS MENSAIS

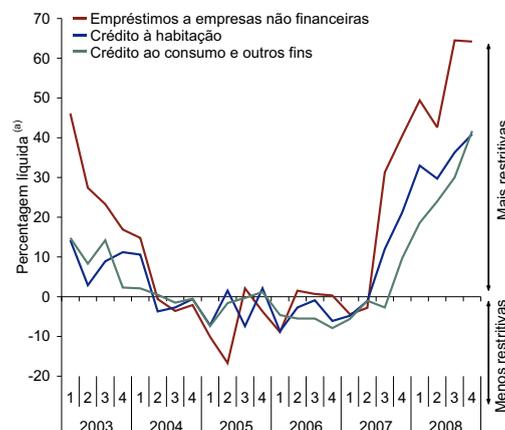
Ajustados de sazonalidade e efeitos de calendário



Fonte: BCE.

Gráfico 3.1.3

CONDIÇÕES DE CONCESSÃO DE CRÉDITO



Fonte: Bank Lending Survey.

Nota: (a) Percentagem líquida definida como a diferença entre a percentagem de bancos que responderam no *Bank Lending Survey* "consideravelmente" e "ligeiramente mais restritivos" e a dos que reportaram "ligeiramente" e "consideravelmente menos restritivos". Um valor positivo representa critérios mais restritivos face ao trimestre anterior.

ocorreu num contexto em que as taxas de juro dos empréstimos às empresas evidenciaram até Outubro um movimento ascendente, a que se seguiu uma descida muito acentuada até ao final do ano, associada à evolução das taxas de juro oficiais. No conjunto do ano as taxas de juro dos novos empréstimos às empresas reduziram-se em 1.0 p.p. nos prazos curtos e em 0.5 p.p. nos prazos longos. Os diferenciais destas taxas face às de referência de mercado evidenciaram uma tendência de aumento, que no caso das de longo prazo foi acompanhada de alguma variabilidade ao longo do ano associada à volatilidade das taxas de juro da dívida pública. Adicionalmente, os resultados do inquérito aos bancos sobre as condições de crédito revelaram desde meados de 2007 uma tendência crescente significativa da percentagem de bancos que terão aplicado condições de concessão de crédito mais restritivas às empresas. Parte do crescimento dos empréstimos às empresas não financeiras deverá ter estado associado a dificuldades de financiamento nos mercados de títulos através de emissão de obrigações e de acções. Com efeito, a taxa de crescimento dos títulos emitidos por empresas não financeiras diminuiu de 8.2 por cento em Dezembro de 2007 para 6.7 em Janeiro de 2009 e a emissão de acções cotadas foi virtualmente nula desde o segundo semestre de 2008.

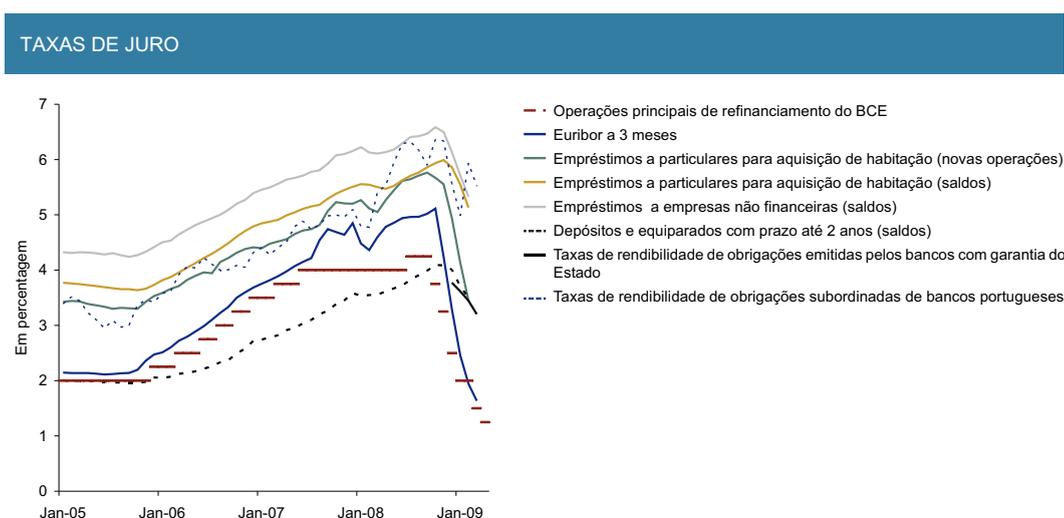
Condições monetárias e financeiras da economia portuguesa

A crise que eclodiu nos mercados financeiros internacionais no Verão de 2007 e a sua crescente interacção com a desaceleração económica a nível global têm condicionado de forma significativa a evolução das condições monetárias e financeiras da economia portuguesa. Este condicionamento surge potenciado pelo elevado grau de integração económica e financeira da economia portuguesa que se tem traduzido, nomeadamente, na manutenção prolongada de uma situação de recurso à poupança externa como forma de financiamento da despesa interna. Neste quadro, as respostas de política definidas pelas autoridades a nível global para fazer face a estes desenvolvimentos têm permitido mitigar a evolução adversa das condições monetárias e financeiras da economia portuguesa.

Numa fase inicial, ainda em 2007, as dificuldades no financiamento nos mercados por grosso afectaram essencialmente as instituições financeiras das economias avançadas. Estas instituições assumiram um papel central na génese, desenvolvimento e propagação da crise financeira, tendo visto severamente alteradas as suas condições de financiamento nos mercados monetários interbancários, de dívida e de acções. Posteriormente, ao longo de 2008 e nos primeiros meses de 2009, as condições de financiamento nos mercados por grosso têm-se tornado progressivamente mais difíceis também para o sector não financeiro, tanto para entidades privadas como, de forma mais marcada no período mais recente, para os próprios Estados nacionais. Neste enquadramento, os bancos a nível global têm vindo a tornar mais restritivas as condições de financiamento aos seus clientes, seja ao nível dos volumes, seja em termos dos preços e de outras condições praticadas nas operações de crédito.

Durante os três primeiros trimestres de 2008, as taxas de juro de curto prazo do mercado monetário, utilizadas como referência para as taxas de juro bancárias em Portugal, mantiveram a tendência de subida iniciada no último trimestre de 2005, não obstante a quase estabilidade da taxa das operações principais de refinanciamento do BCE (Gráfico 3.1.4 e Quadro 3.1.3). Esta evolução foi significativamente condicionada pela elevada incerteza nos mercados financeiros internacionais, pela quebra de confiança generalizada e pelo aumento do risco de contraparte, factos que desde o eclodir da crise financeira levaram os bancos a restringir a oferta de fundos no mercado monetário interbancário, procurando igualmente prevenir eventuais dificuldades de liquidez. Em menor grau, e de forma muito mais localizada no tempo, nomeadamente em Junho, as taxas de juro de curto prazo do mercado monetário terão adicionalmente reagido ao nível entretanto atingido pela inflação na área do euro e à expectativa reforçada de aumento das taxas de intervenção do BCE. No início de Outubro assistiu-se a uma inversão acentuada da evolução das taxas de juro oficiais na área do euro, num movimento partilhado com as autoridades monetárias de outros países. Esta redução surge no contexto da intensificação da crise económica e financeira a nível global, e da manifestação dos seus efeitos em termos de menores riscos para a estabilidade de preços, em particular devido à evolução dos preços das matérias primas a nível internacional. A redução que as taxas de juro oficiais da área do euro verificaram

Gráfico 3.1.4



Fontes: BCE, Bloomberg e Banco de Portugal.

Nota: As garantias do Estado concedidas à emissão de obrigações de bancos portugueses inserem-se no âmbito do conjunto de medidas de apoio à estabilidade financeira anunciadas pelo Governo a 12 de Outubro de 2008. As obrigações foram emitidas com uma maturidade de 3 anos.

Quadro 3.1.3

CONDIÇÕES MONETÁRIAS E FINANCEIRAS DA ECONOMIA PORTUGUESA

	2006	2007	2008	Evolução trimestral								Evolução mensal		
				2007T1	2007T2	2007T3	2007T4	2008T1	2008T2	2008T3	2008T4	Jan-09	Fev-09	Mar-09
Taxas de juro nominais - valores médios de período (em percentagem)														
Euribor a 3 meses	3.1	4.3	4.6	3.8	4.1	4.5	4.7	4.5	4.9	5.0	4.2	2.5	1.9	1.6
Euribor a 12 meses	3.4	4.4	4.8	4.1	4.4	4.7	4.7	4.5	5.1	5.4	4.4	2.6	2.1	1.9
Taxa de rendibilidade das obrigações do Tesouro emitidas a taxa fixa com maturidade 10 anos	3.9	4.4	4.5	4.2	4.5	4.6	4.4	4.3	4.7	4.8	4.3	4.3	4.5	4.7
Taxas de juro bancárias														
Sobre saldos de empréstimos														
Sociedades não financeiras	4.9	5.8	6.3	5.5	5.7	5.8	6.1	6.2	6.2	6.4	6.4	5.7	5.3	
Particulares para habitação	4.3	5.1	5.7	4.9	5.0	5.2	5.4	5.5	5.5	5.8	5.9	5.5	5.1	
Particulares para consumo e outros fins	8.0	8.6	9.0	8.3	8.6	8.6	8.8	8.8	8.9	9.1	9.2	9.0	8.8	
Sobre saldos de depósitos com prazo acordado														
Sector privado não financeiro - até 2 anos (exclui dep. ordem, com pré-aviso)	2.3	3.1	3.8	2.8	3.0	3.2	3.5	3.5	3.7	3.9	4.1	3.7	3.5	
Sobre novas operações de empréstimos														
Particulares para habitação	4.0	4.8	5.4	4.5	4.6	4.9	5.2	5.1	5.4	5.7	5.4	4.1	3.4	
Taxa de câmbio - valores médios de período														
Índice cambial efectivo nominal ^{(a)(b)}	100.9	101.8	103.0	101.3	101.7	101.8	102.4	102.9	103.5	103.2	102.5	103.3	103.0	103.6
Índice cambial efectivo nominal - variação percentual face ao período comparável precedente	0.2	0.8	1.2	0.2	0.4	0.1	0.6	0.5	0.6	-0.3	-0.7	0.0	-0.4	0.7
Mercado accionista - variação percentual face ao período comparável precedente (valores de fim de período)														
PSI Geral	33.3	18.3	-49.7	5.2	17.8	-11.4	7.7	-18.8	-10.8	-11.4	-21.6	2.5	-5.8	4.0
Dow Jones Euro Stock Alargado	20.3	4.9	-46.3	3.4	6.3	-3.4	-1.2	-16.4	-7.3	-12.1	-21.2	-7.0	-11.0	4.0
Preços no mercado da habitação - taxa de variação anual em fim de período														
Índice Confidencial Imobiliário ^(c)	2.1	1.3	3.9	1.4	1.0	1.1	1.3	1.6	2.3	3.2	3.9	4.2	4.2	
Avaliação bancária (INE)	0.3	0.5	-4.3	0.0	0.5	1.0	0.5	-0.2	-1.7	-3.0	-4.3	nd	nd	
Crédito ao sector privado não financeiro - taxa de variação anual em fim de período														
Empréstimos concedidos por instituições financeiras monetárias residentes ^(d)														
Sector privado não financeiro														
Particulares - Total	8.7	9.9	7.1	8.8	9.0	9.2	9.9	10.4	9.7	8.7	7.1	6.2	5.7	
Para aquisição de habitação	9.9	9.0	4.6	9.6	9.4	9.2	9.0	8.5	7.7	6.3	4.6	3.9	3.5	
Para consumo e outros fins	9.9	8.5	4.3	9.4	9.0	8.8	8.5	7.8	7.1	5.8	4.3	3.8	3.5	
Sociedades não financeiras	10.1	11.3	6.1	10.9	11.3	10.9	11.3	11.3	10.6	8.7	6.1	4.3	3.6	
Depósitos em instituições financeiras monetárias residentes - taxa de variação anual em fim de período	7.1	11.2	10.6	7.8	8.5	9.2	11.2	13.0	12.3	12.0	10.6	9.3	8.7	
Sector privado não financeiro	4.2	5.7	10.6	4.3	6.5	7.5	5.7	10.1	9.6	11.4	10.6	10.5	11.0	
Por memória:														
IHPC - Taxa de variação média anual em fim de período														
Portugal	3.0	2.4	2.7	2.9	2.6	2.4	2.4	2.6	2.7	2.9	2.7	2.4	2.2	
Área do euro	2.2	2.1	3.3	2.1	1.9	1.9	2.1	2.5	2.9	3.4	3.3	3.1	2.9	

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

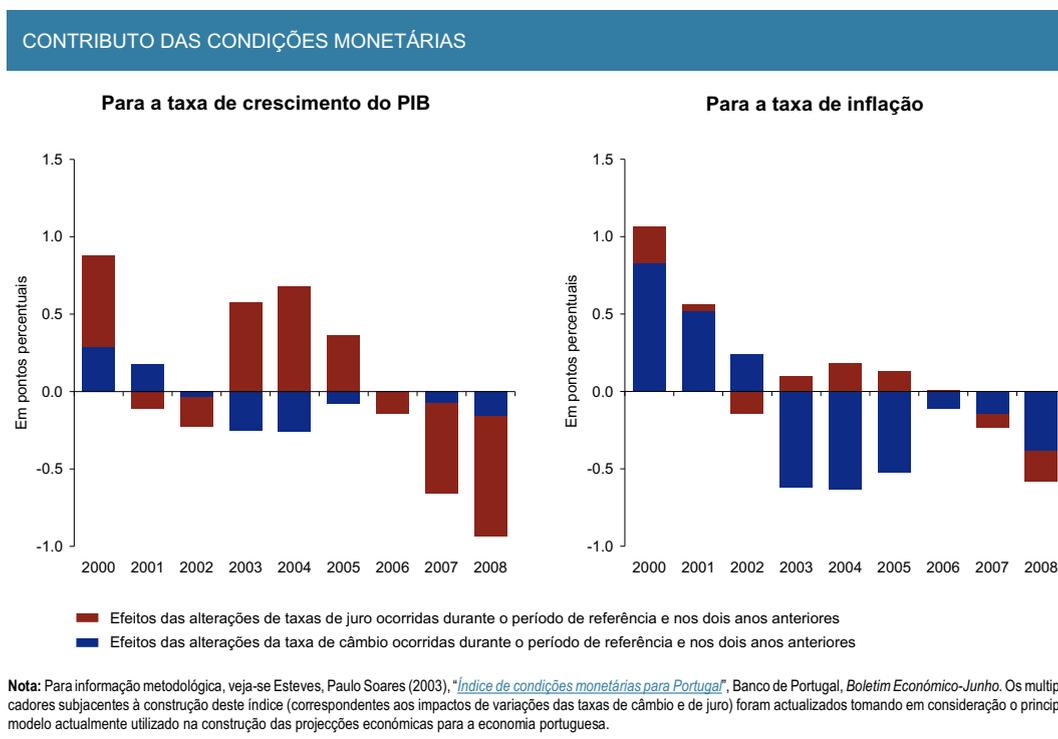
Notas: (a) Uma variação positiva corresponde a uma apreciação do índice cambial efectivo. (b) Cálculos efectuados face a um grupo de 22 parceiros comerciais. Para uma descrição detalhada da metodologia, veja-se Gouveia, A. C. e Coimbra C. (2004), "Novo índice cambial efectivo para a economia portuguesa", Banco de Portugal, Boletim Económico-Dezembro. (c) O Índice Confidencial Imobiliário retrata a evolução do mercado residencial em Portugal, em particular nas Áreas Metropolitanas de Lisboa e Porto, tendo adoptado, em Outubro de 2006, uma nova metodologia e alargado a sua informação de base. O índice passou a depender da informação do portal imobiliário Lardocel.ar.com que, em 2005, continha cerca de 280 mil registos de imóveis. Para informação adicional sobre a metodologia adoptada, deverá consultar-se o artigo "Índice Confidencial Imobiliário: procedimentos metodológicos", de Isabel Fonseca e Ricardo Guimarães, na "Newsletter Imobiliária Portuguesa" - Confidencial Imobiliário, Outubro de 2006. (d) As taxas de variação anual são calculadas com base na relação entre saldos de empréstimos bancários em fim de mês, ajustados de operações de titularização, e transacções mensais, as quais são calculadas a partir de saldos corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao activo e de reavaliações cambiais e de preço.

desde Outubro (3 p.p.) foi acompanhada por uma queda mais marcada das taxas de juro do mercado monetário, reflectindo, por um lado, uma significativa diminuição do prémio de risco associado às operações não colateralizadas e, por outro, uma expectativa acrescida de reduções adicionais nas taxas de juro oficiais, dado o contexto particularmente negativo observado e perspectivado para a actividade económica na área do euro e a nível global¹⁶.

De acordo com o índice de condições monetárias para a economia portuguesa, a evolução das taxas de juro ao longo dos últimos anos terá exercido um impacto particularmente restritivo sobre o crescimento da actividade económica em 2008, reflectindo quer o ciclo de subida de taxas de juro oficiais iniciado no final de 2005, quer o aumento dos prémios de risco no mercado monetário no período mais recente (Gráfico 3.1.5)¹⁷. O comportamento do índice cambial efectivo terá contribuído no mesmo sentido, embora o seu impacto seja claramente menor. Ainda com base no índice de condições monetárias, quer a evolução das taxas de juro, quer principalmente a apreciação do índice cambial efectivo terão contribuído para a redução da inflação no mesmo período.

Neste contexto, importa referir que o índice cambial efectivo para Portugal manteve até Julho de 2008 a tendência de apreciação que iniciou no final de 2005 (variando cerca de 1 por cento nos primeiros 7 meses de 2008). Posteriormente, depreciou-se cerca de 1.5 por cento até Outubro, recuperando depois desde Dezembro para um nível semelhante ao máximo anual DE 2008, atingido em Julho. Em termos médios anuais, a apreciação situou-se em 2008 em 1.2 por cento (após 0.8 por cento em 2007).

Gráfico 3.1.5



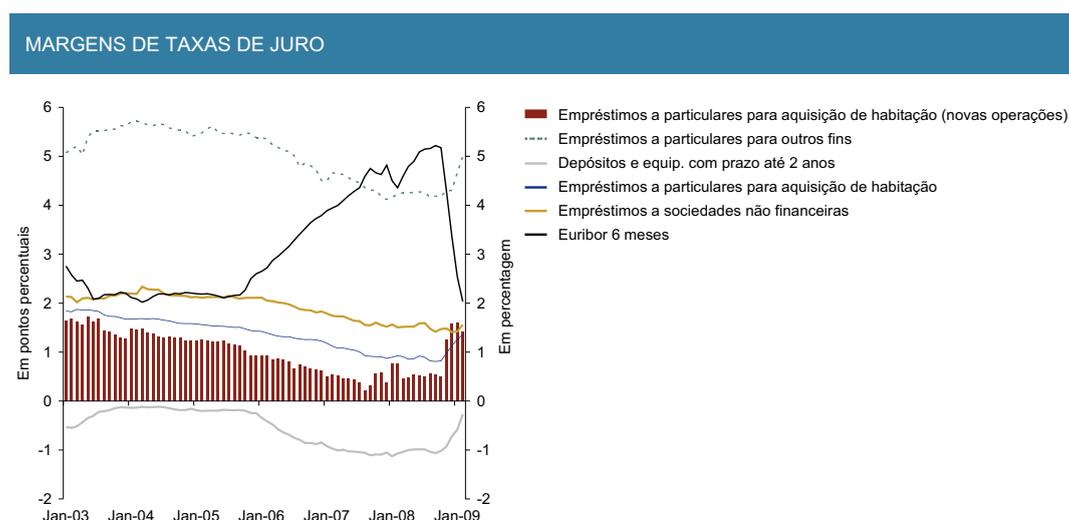
(16) O prémio de risco associado às operações não colateralizadas é avaliado pelo *repo-spread*, i.e., pela diferença entre as taxas de juro em operações não colateralizadas e colateralizadas nos mercados monetários interbancários. Quando considerado um horizonte de 3 meses para as operações em euros, este indicador atingiu um nível máximo no início de Outubro de 2008 (próximo de 180 p.b.), reduzindo-se no final de Março de 2009 para cerca de 75 p.b.

(17) Para informação metodológica, veja-se Esteves, Paulo Soares (2003), *“Índice de condições monetárias para Portugal”*, Banco de Portugal, *Boletim Económico-Junho*.

O contexto de actuação dos bancos portugueses alterou-se de forma muito significativa desde meados de 2007, o que foi exacerbado pela evolução particularmente adversa dos mercados de capitais e pela contínua, significativa e abrangente degradação das perspectivas quanto à evolução da actividade económica. Por outro lado, os bancos portugueses à semelhança dos bancos europeus em geral têm sido afectados quer em termos de obtenção de financiamento nos mercados por grosso, quer no tocante à sua rentabilidade e qualidade de activos, quer ainda ao nível da sua solvabilidade. Desta forma, o papel que o sistema bancário português vinha desenvolvendo ao longo dos últimos anos, de intermediação financeira entre o exterior e os sectores residentes, terá sido significativamente condicionado. No entanto, as restrições e a falta de liquidez nos mercados monetários interbancários e nos de papel comercial têm vindo mais recentemente a diminuir permitindo um retomar gradual do financiamento dos bancos. Este quadro foi reforçado pelo programa de garantias públicas ao individualmente dos bancos. Relembre-se que, no âmbito da participação na área do euro e do quadro financeiro particularmente favorável que se verificou por um período muito prolongado até ao eclodir da crise financeira, os bancos portugueses viram facilitada a captação de fundos em euros e por prazos alargados nos mercados financeiros internacionais, o que permitiu sustentar um diferencial elevado entre os crescimentos da procura e rendimento internos, traduzido em significativos défices da balança corrente e de capital.

As dificuldades de acesso aos mercados de financiamento por grosso, em termos de quantidades e preços, que surgiram desde meados de 2007, terão levado os bancos a alterar o seu relacionamento com os clientes a vários níveis, em linha com o observado em vários países europeus. Por um lado, proporcionando melhores remunerações aos depósitos de clientes (por via de uma redução dos *spreads* de taxa de juro nestas operações face às taxas de juro do mercado monetário). Por outro lado, tornando mais restritivas as condições de concessão de crédito ao sector privado não financeiro, tanto ao nível de taxas de juro praticadas (nomeadamente por via de um alargamento dos *spreads*) como ao nível de outras condições contratuais (como sejam as maturidades, os montantes concedidos, as garantias exigidas, bem como a relação entre estas duas últimas variáveis).

Gráfico 3.1.6



Fontes: BCE e Banco de Portugal.

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

Até ao terceiro trimestre de 2008, em Portugal, a melhor remuneração dos depósitos com prazo acordado não se reflectiu de forma evidente numa redução dos *spreads* entre taxas de juro relativas a saldos de depósitos com prazo acordado até 2 anos e as taxas de mercado monetário (Gráfico 3.1.6). De facto, para além do habitual gradualismo na transmissão das variações nas taxas de juro de curto prazo do mercado monetário às taxas de juro bancárias de novas operações, o aumento das taxas deverá ter beneficiado apenas uma fracção do saldo total de depósitos, particularmente os novos depósitos entretanto contratados ou os depósitos que foram renovados compreendendo uma renegociação de taxa através de um envolvimento activo dos clientes¹⁸. De igual forma, a evolução dos *spreads* de taxa de juro relativos ao saldo das operações de empréstimo terá reflectido estes factores de inércia. Adicionalmente, terá também sido condicionada pelo impacto de uma eventual maior prevalência de operações colateralizadas e, em sentido contrário, pela imposição de maiores *spreads* nas operações com um mesmo nível de risco¹⁹. Posteriormente, dada a redução pronunciada das taxas do mercado monetário, verificou-se um alargamento substancial dos *spreads* nas operações activas (e uma redução nas operações de depósito), o que aponta para a possibilidade de reduções relativamente significativas também nas taxas de juro bancárias no futuro. Contudo, dado o agravamento da situação económica e financeira e o conseqüente aumento do risco de crédito, será de esperar uma estabilização destes *spreads* a níveis superiores aos observados em anos recentes. A informação mais recente relativa aos *spreads* de taxa de juro nas novas operações de empréstimos a particulares parece confirmar esta alteração.

Tendo em conta os constrangimentos ao financiamento dos bancos nos mercados internacionais por grosso e o abrandamento da actividade económica, traduzido numa desaceleração do PIB nominal de cerca de 5 por cento em 2007 para 1.8 por cento em 2008, o crédito bancário ao sector privado não financeiro residente manteve ao longo de 2008 e no início de 2009 uma taxa de variação anual que se pode considerar elevada, embora evidenciando uma clara tendência de abrandamento ao longo do segundo semestre. Contudo, continuou a assistir-se a evoluções diferenciadas do crédito a particulares e a sociedades não financeiras. No caso do crédito a particulares, o abrandamento verificado inseriu-se na tendência iniciada em meados de 2006, tendo-se acentuado desde o segundo trimestre do ano, quando a taxa de variação do crédito para consumo e outros fins atingiu o seu valor máximo no ano de 11.4 por cento. Em Dezembro de 2008, a taxa de variação dos empréstimos ao sector fixou-se em 4.6 por cento (o que compara com 9.0 por cento um ano antes), tendo as taxas relativas aos segmentos de habitação e de consumo e outros fins atingido, respectivamente, 4.3 e 6.1 por cento (8.5 e 11.3 por cento em Dezembro de 2007). Já em Fevereiro de 2009, as taxas de variação do agregado total do crédito a particulares e dos segmentos de habitação e de consumo e outros fins reduziram-se adicionalmente, para 3.5, 3.5 e 3.6 por cento, respectivamente, havendo a salientar que a dinâmica mais recente dos empréstimos (avaliada pelas taxas de variação trimestral anualizadas, calculada com base em valores dessazonalizados) aponta claramente para reduções adicionais nas taxas de variação anual no decurso dos próximos meses (em Fevereiro de 2009, a taxa de variação trimestral anualizada do crédito total a particulares foi de 1.5 por cento) (Gráficos 3.1.7 e 3.1.8).

O perfil de progressivo abrandamento na evolução intra-anual dos empréstimos a particulares surge em linha com os resultados do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, em que se apontam como factores indutores desta evolução a contínua redução da confiança dos consumidores, a dete-

(18) Estes são os requisitos definidos para se classificar estatisticamente uma operação de crédito ou de depósito como nova operação. Excluem-se assim deste conceito as situações de prorrogação automática de depósitos e de contratos de empréstimos preexistentes, ou seja, que não exijam qualquer envolvimento activo por parte do cliente e que não envolvam qualquer renegociação dos termos e condições do contrato (incluindo a taxa de juro) e as alterações de taxas de juro variáveis que derivem de ajustamentos automáticos, dado não constituírem novos acordos. Note-se também que, em cada mês, somente uma fracção do saldo de depósitos é constituído por novas operações constituídas nesse período. Ao longo de 2008, esta fracção terá sido em média ligeiramente superior a 10 por cento.

(19) Esta prevalência de operações colateralizadas enquadra-se no indicado pelos bancos participantes no Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, no sentido da exigência de maiores garantias nas operações de crédito.

Gráfico 3.1.7

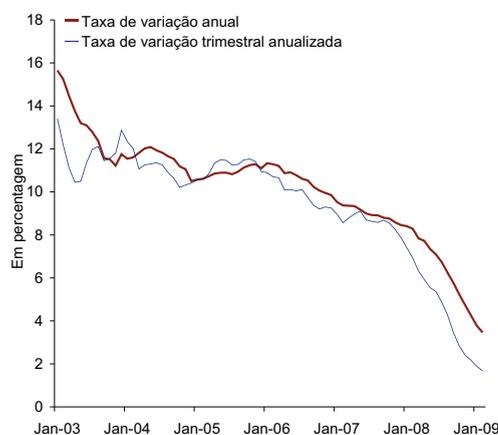
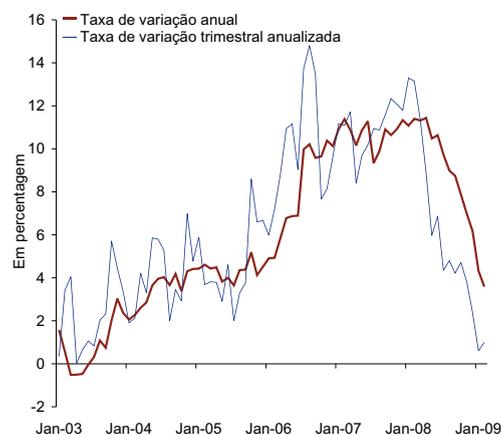
**EMPRÉSTIMOS CONCEDIDOS A PARTICULARES
PARA HABITAÇÃO POR INSTITUIÇÕES
MONETÁRIAS RESIDENTES**


Gráfico 3.1.8

**EMPRÉSTIMOS CONCEDIDOS A PARTICULARES
PARA CONSUMO E OUTROS FINS POR
INSTITUIÇÕES MONETÁRIAS RESIDENTES**


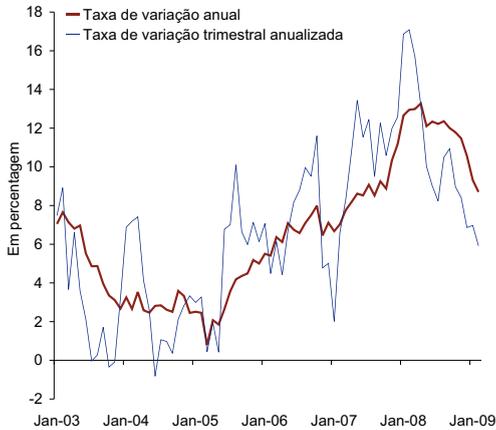
Fonte: Banco de Portugal.

Nota: As taxas de variação anual e trimestral são calculadas com base na relação entre saldos de empréstimos bancários em fim de mês, ajustados de operações de titularização, e transações mensais, as quais são calculadas a partir de saldos corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao activo e de reavaliações cambiais e de preço. A taxa de variação trimestral é ajustada de sazonalidade.

rioração das perspectivas para o mercado da habitação e a redução das despesas de consumo relativas a bens duradouros (por exemplo, automóveis e mobiliário).

Por seu turno, os empréstimos bancários a sociedades não financeiras apresentaram crescimentos muito fortes durante grande parte de 2008 (entre 12 e 13 por cento), denotando uma desaceleração significativa apenas a partir do último trimestre (Gráfico 3.1.9). De qualquer modo, em Fevereiro de 2009, continuavam a apresentar ritmos de expansão ainda elevados, ascendendo a 8.7 por cento a taxa homóloga e a 5.9 por cento a taxa de variação trimestral anualizada (calculada sobre valores dessazonalizados). Acresce que o financiamento dos bancos às sociedades não financeiras em 2008 envolveu também a aquisição de volumes muito substanciais de títulos de dívida, com destaque para o papel comercial. De facto, nos primeiros seis meses do ano, as emissões líquidas deste instrumento registaram um forte aumento (para cerca de 3700 milhões de euros, o que compara com cerca de 1000 milhões em período homólogo de 2007 e com pouco mais de 2700 milhões no segundo semestre de 2007), tendo sido adquiridas em grande medida pelos bancos, o que terá estado associado às dificuldades de emissão de títulos de dívida por prazos mais longos por parte das empresas. Contudo, a emissão de títulos de dívida por este sector, em particular de papel comercial, reduziu-se drasticamente no último trimestre. Assim, um agregado mais lato de financiamento dos bancos às sociedades não financeiras, que engloba quer os empréstimos quer os títulos de dívida emitidos por este sector e na carteira dos bancos, apresentou crescimentos ainda mais elevados do que os empréstimos bancários, na ordem de 16 por cento durante os três primeiros trimestres de 2008, apresentando também um abrandamento a partir do último trimestre (crescimentos de 9.8 por cento em termos homólogos e de 4.8 por cento em termos de taxa de variação trimestral anualizada em Fevereiro de 2009) (Gráfico 3.1.10). De acordo com as instituições participantes no Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito o abrandamento do crédito estará associado à diminuição das necessidades de financiamento para investimento e para fusões/aquisições e reestruturação empresarial (reportando simultaneamente uma diminuição progressiva da procura de empréstimos de longo prazo). Em sentido oposto, identificam como factores indutores de procura de crédito a reestruturação de dívida e o financiamento de existências e de necessidades de fundo de maneio.

Gráfico 3.1.9

EMPRÉSTIMOS CONCEDIDOS A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS POR INSTITUIÇÕES MONETÁRIAS RESIDENTES


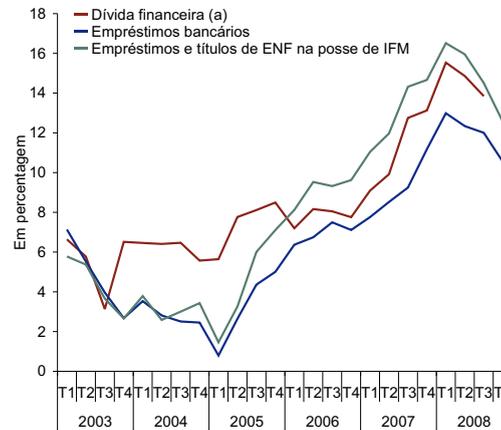
Fonte: Banco de Portugal.

Nota: As taxas de variação anual e trimestral são calculadas com base na relação entre saldos de empréstimos bancários em fim de mês, ajustados de operações de titularização, e transacções mensais, as quais são calculadas a partir de saldos corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao activo e de reavaliações cambiais e de preço. A taxa de variação trimestral é ajustada de sazonalidade.

Gráfico 3.1.10

DÍVIDA DAS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS

Taxas de variação anual



Fonte: Banco de Portugal.

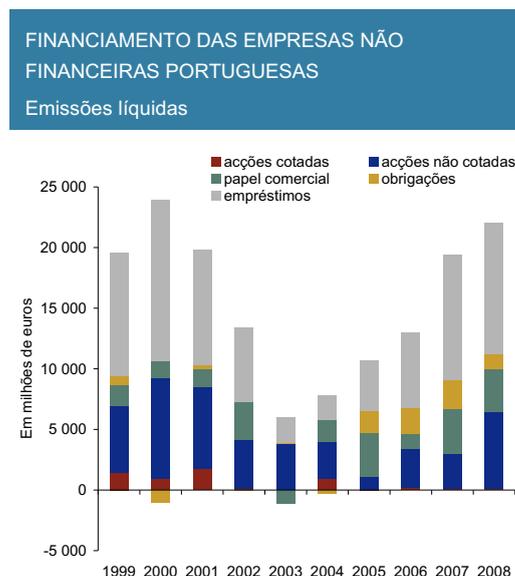
Nota: (a) Inclui empréstimos concedidos por instituições de crédito residentes e não residentes; empréstimos/suprimentos concedidos por empresas não residentes do mesmo grupo económico (excluindo os concedidos a sociedades não financeiras com sede na zona franca da Madeira); títulos de dívida emitidos por sociedades não financeiras na posse de outros sectores.

Deste modo, a dívida financeira total das sociedades não financeiras, que engloba os empréstimos e os títulos de dívida colocados junto dos bancos e de outros investidores, tem acompanhado a evolução do referido agregado mais lato de financiamento bancário às sociedades não financeiras, registando um crescimento apenas ligeiramente inferior. Assim, no final de 2008, ter-se-á verificado um aumento do endividamento e do rácio de dívida financeira em relação ao capital das sociedades não financeiras face ao observado no ano anterior (Gráfico 3.1.11)²⁰.

A relativa sustentação do financiamento dos bancos às sociedades não financeiras, não obstante o contexto desfavorável nos mercados internacionais de dívida por grosso, terá sido possibilitada pela significativa expansão dos recursos de clientes, nomeadamente dos depósitos de particulares residentes, que em Fevereiro de 2009 apresentavam uma taxa de crescimento próxima de 15 por cento (Gráfico 3.1.12). Para além de reflectir a já referida adopção de estratégias mais competitivas por parte das instituições bancárias na captação de recursos de clientes, no contexto de perturbações nos mercados de financiamento por grosso, esta evolução estará a reflectir essencialmente uma procura acrescida, por parte dos investidores, de aplicações financeiras menos sensíveis a flutuações de mercado. Adicionalmente, a oferta de crédito foi também suportada por um recurso acrescido ao financiamento através das operações de política monetária do Eurosistema. A titularização de empréstimos tem também constituído uma importante fonte de financiamento para os bancos portugueses, se bem que de forma indirecta. De facto, no actual enquadramento, a procura de títulos resultantes de operações de titularização registou uma diminuição assinalável. Neste contexto, à semelhança do efectuado por outros bancos europeus, alguns bancos portugueses adquiriram os títulos resultantes destas operações aos veículos de titularização detidos por terceiros, utilizando-os como garantia nas operações de crédito do Eurosistema. Finalmente, apesar das já referidas condições adversas nos mercados financeiros por grosso, os bancos portugueses conseguiram preservar algum acesso aos

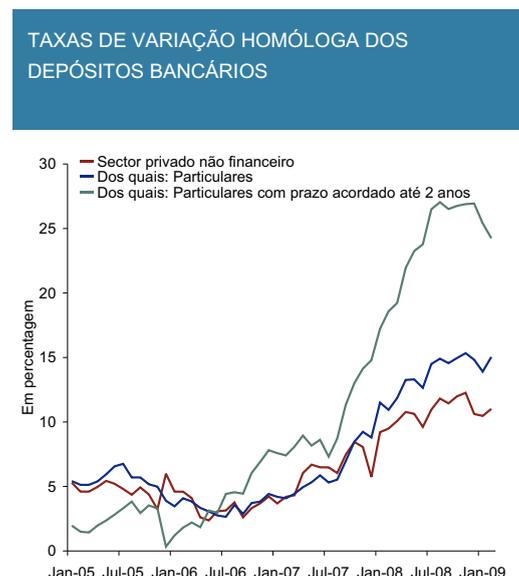
(20) No total do ano, a emissão de acções evidenciou um significativo aumento face a 2007. No entanto, verificou-se uma relativa concentração de montantes num reduzido número de emissões, sendo que uma delas, na ordem de 1900 milhões de euros, esteve associada à criação da Capitalpor, uma SGPS criada pela Parpública no âmbito da reorganização das suas participações financeiras.

Gráfico 3.1.11



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 3.1.12



Fonte: Banco de Portugal.

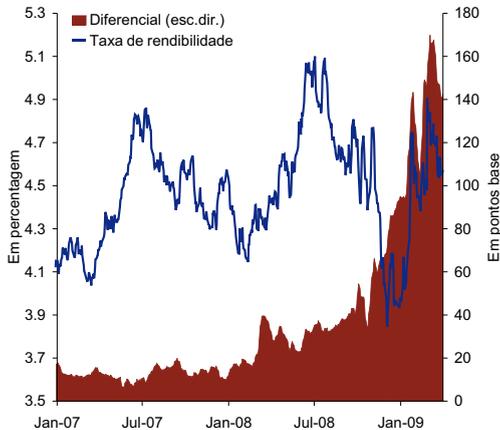
mercados primários de emissões de títulos de dívida, em particular no segundo trimestre de 2008, ainda que a custos relativamente elevados e com maturidades mais reduzidas, reflectindo a dificuldade na colocação de títulos a médio e longo prazo a nível global (Gráfico 3.1.4). Desde o último trimestre de 2008, esse acesso estará a beneficiar das medidas de apoio do governo ao sector bancário, à semelhança do verificado noutros países europeus, nomeadamente das garantias prestadas na emissão de dívida. Beneficiando dessas garantias, alguns dos principais grupos bancários portugueses procederam a emissões de dívida em mercado em Dezembro de 2008 e em Janeiro de 2009, num montante superior a 4000 milhões de euros.

Conforme já referido na secção anterior, e à semelhança do observado em outros países da área do euro, no último trimestre de 2008 e nos primeiros meses de 2009, assistiu-se a um aumento do diferencial das taxas de rendibilidade das obrigações do Tesouro português com maturidade residual de 10 anos face à dívida alemã, o que terá reflectido prémios de risco de liquidez e de risco de crédito mais elevados e a redução da notação da República Portuguesa pela Standard & Poors' (Gráficos 3.1.13 e 3.1.14). Sublinhe-se, no entanto, que o agravamento dos diferenciais das taxas de rendibilidade da dívida pública se verificou em simultâneo para um vasto conjunto de países europeus (ver Gráfico 2.1.10 na "Secção 2 *Enquadramento internacional*"). A exigência de maiores prémios de risco na remuneração da dívida pública também se repercutiu numa penalização adicional sobre os custos de financiamento dos agentes económicos domésticos. Importa, no entanto, referir que, depois de terem assumido valores máximos em Junho e Julho, as taxas de rendibilidade das obrigações do Tesouro português com maturidade residual de 10 anos mantiveram uma trajectória descendente até ao final de 2008, atingindo-se no final do ano um nível próximo de 4 por cento, cerca de 50 p.b. inferior ao verificado no final de 2007²¹. Nos primeiros meses de 2009, a taxa relativa à dívida pública portuguesa verificou uma tendência crescente, em linha com o aumento do diferencial face à taxa de juro relativa à dívida pública alemã, situando-se num nível semelhante ao verificado no final de 2007.

(21) Em termos de valores médios anuais, o nível de 2008 foi 10 p.b. superior ao de 2007, embora claramente inferior ao observado nos primeiros anos da área do euro.

Gráfico 3.1.13

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

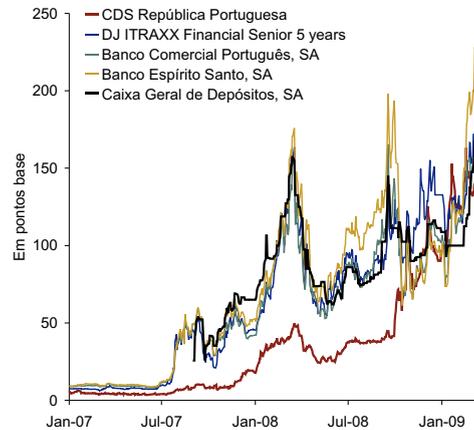


Fontes: Thomson Reuters e Banco de Portugal.

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

Gráfico 3.1.14

CREDIT DEFAULT SWAPS SPREADS DE BANCOS PORTUGUESES - 5 ANOS SENIOR



Fontes: Bloomberg e Thomson Reuters.

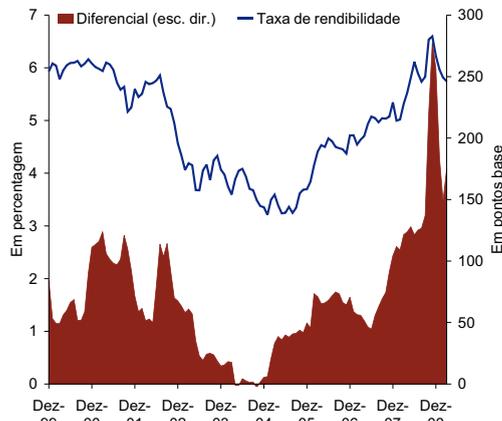
De igual forma, no mesmo quadro de reavaliação dos riscos por parte dos participantes nos mercados, que tem implicado uma discriminação de preço claramente mais significativa entre os diferentes graus de risco, assistiu-se ao longo de 2008 a um claro aumento dos diferenciais de taxa de juro nas obrigações de empresas não financeiras portuguesas face a títulos de dívida pública de maturidade comparável, tendo essa evolução sido particularmente pronunciada no último trimestre do ano, se bem que parcialmente revertida no início de 2009 (Gráfico 3.1.15). Neste caso, refira-se que, tanto em termos de média anual como em termos de valor de final de período, se assistiu em 2008 a um aumento do nível das taxas de juro, e portanto do custo de financiamento das sociedades não financeiras por via deste instrumento. Recorde-se, contudo, que o financiamento por via da emissão de obrigações representa apenas uma pequena fracção do financiamento total das sociedades não financeiras em Portugal.

As condições financeiras a nível global foram significativamente afectadas pelas fortes quedas dos preços nos mercados accionistas em 2008. O índice PSI – Geral registou uma redução de 50 por cento ao longo do ano, semelhante à verificada na área do euro. Esta evolução terá reflectido o adensar dos problemas no sistema financeiro a nível global e a sua crescente interacção com a desaceleração observada e perspectivada da actividade económica. Para além de afectar de forma muito directa a rendibilidade e solvabilidade das instituições financeiras, esta evolução vem também dificultar o financiamento do sector não financeiro, por via do aumento do custo de financiamento por capitais próprios.

Dados os desenvolvimentos verificados nos vários segmentos dos mercados financeiros, o custo de financiamento real das empresas não financeiras portuguesas nas grandes categorias de instrumentos financeiros (considerando um indicador que sintetiza os custos associados a acções e outras participações, empréstimos bancários e dívida titulada) verificou um aumento em 2008 face ao nível do

Gráfico 3.1.15

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

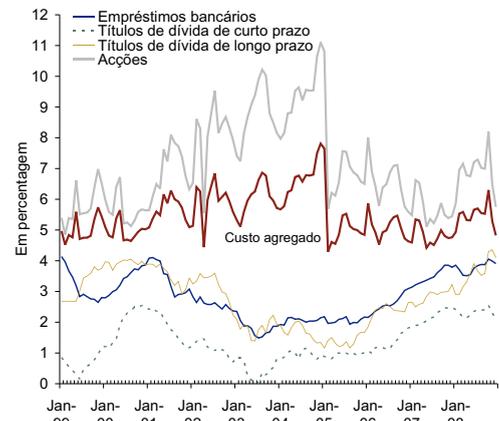


Fontes: Barclays Capital e Banco de Portugal.

Gráfico 3.1.16

EVOLUÇÃO DO CUSTO DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS EM PORTUGAL

Em termos reais



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

Nota: Em Janeiro de 2003 ocorreu uma quebra de série com a introdução das estatísticas harmonizadas ao nível do eurosistema para as taxas de juro bancárias praticadas pelas IFM.

ano precedente (Gráfico 3.1.16)²². Esta evolução derivou essencialmente do aumento da estimativa para o custo de financiamento por capitais próprios, reflectindo a queda significativa nas cotações accionistas, embora as restantes componentes do indicador tenham também registado um ligeiro aumento.

Uma das vertentes mais marcantes da crise económica e financeira a nível internacional prende-se com o ajustamento da sobrevalorização dos mercados imobiliários em alguns países (Estados Unidos, Reino Unido, Irlanda e Espanha), onde os preços já registaram pronunciadas desacelerações, que chegaram mesmo a traduzir-se em diminuições nominais significativas. A evidência disponível não aponta para a possibilidade de um ajustamento comparável em Portugal. De facto, não se terão verificado, no caso português, a um nível agregado, situações significativas de valorização excessiva dos activos imobiliários, nomeadamente na componente residencial. Tendo por base os dados do índice Confidencial Imobiliário, constata-se que desde o início da década corrente, a média da taxa de variação anual dos preços no mercado residencial português foi de 3 por cento em termos nominais, e aproximadamente nula em termos reais. Ainda assim, não será de excluir a possibilidade de algum ajustamento dos preços neste mercado. Este poderá resultar do contexto de crise económica e financeira que condiciona a procura de activos imobiliários pela via das expectativas (acerca da evolução do rendimento e dos próprios preços no mercado imobiliário) e de uma menor disponibilidade de financiamento bancário para este tipo de investimento. Neste contexto, refira-se que o Inquérito à Avaliação Bancária na Habitação (realizado pelo INE) indica que os valores médios de avaliação bancária de habitação têm registado taxas de variação homóloga progressivamente negativas desde o final de

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

2007, atingindo -6.3 por cento no final de 2008²³. Será importante notar, no entanto, que tratando-se de um indicador de avaliação bancária, estes valores são influenciados pelo aumento da restritividade nas condições de oferta de crédito pelos bancos. Por sua vez, o índice Confidencial Imobiliário registou em Fevereiro de 2009 uma taxa de variação homóloga de 4.2 por cento. Este valor reflecte, em grande medida, uma melhoria da qualidade média da oferta, que se traduziu numa taxa de variação dos preços dos imóveis novos de 5.5 por cento, claramente distinta da taxa de variação dos imóveis usados, de 1.3 por cento²⁴.

3.2. Política orçamental²⁵

Em 2008, o défice das administrações públicas, na óptica das Contas Nacionais, situou-se em 2.6 por cento do PIB, valor idêntico ao observado em 2007 (Quadro 3.2.1). Este resultado é mais elevado que o objectivo oficial para o défice, que havia sido fixado em 2.2 por cento do PIB. O rácio da dívida pública aumentou 2.9 pontos percentuais (p.p.) em 2008, ascendendo a 66.4 por cento no final do ano.

Apesar do défice efectivo se ter mantido abaixo do valor de referência de 3 por cento do PIB, a execução de 2008 foi marcada por um montante muito significativo de medidas temporárias. De acordo com a definição utilizada no Eurosistema, as medidas temporárias cifraram-se em 1.1 por cento do PIB em 2008 (que compara com 0.1 por cento em 2007), tendo decorrido de receitas provenientes de concessões, registadas em Contas Nacionais a subtrair à despesa de capital²⁶.

Segundo as estimativas do Banco de Portugal, o défice estrutural, ou seja, ajustado do ciclo e excluindo o efeito de medidas temporárias, situou-se em 4.6 por cento do PIB tendencial²⁷ em 2008, o que representou uma deterioração de 1.4 p.p. face a 2007. A evolução macroeconómica teve uma contribuição no sentido de uma melhoria da situação orçamental. Com efeito, não obstante a forte desaceleração da actividade económica em 2008, a composição do crescimento económico terá sido favorável às contas públicas, uma vez que o consumo privado e, em particular, a massa salarial do sector privado cresceram acima da respectiva tendência. As despesas com juros em rácio do PIB aumentaram apenas ligeiramente, devido essencialmente ao crescimento do *stock* da dívida. Neste contexto, a política orçamental apresentou, em 2008, uma natureza claramente expansionista, evidenciada uma diminuição do saldo primário estrutural em 1.2 p.p. do PIB tendencial, ao contrário do ocorrido em 2006 e 2007. A deterioração da situação orçamental reflecte predominantemente o aumento da despesa corrente primária estrutural em rácio do PIB tendencial (+0.9 p.p.), após a quase estabilização nos dois anos anteriores, explicado em parte pelo crescimento da despesa em pensões e, numa menor medida, do consumo intermédio.

A carga fiscal em rácio do PIB estabilizou em 2008, em resultado do aumento da receita dos impostos sobre o rendimento e o património e das contribuições sociais, que compensou a redução da colecta dos impostos sobre a produção e a importação (Quadro 3.2.2). No primeiro caso, a evolução favorável

(23) Esta evolução surge em linha com os resultados do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, em que as instituições participantes têm indicado, de forma consistentemente mais significativa desde o final de 2006, os Riscos associados a perspectivas para o mercado da habitação como factor indutor de condições mais restritivas na sua oferta de crédito para aquisição de habitação e as Perspectivas para o mercado da habitação como factor contribuindo para uma redução da procura no segmento.

(24) Relembre-se que este índice é calculado com base em preços de oferta e ponderado por região e estado de uso do alojamento. No entanto, o ajustamento de qualidade no cálculo do índice não permite controlar de forma integral variações neste parâmetro. Para informação metodológica, veja-se "Índice Confidencial Imobiliário (base 2005)", Imométrica, Outubro 2006.

(25) Esta secção baseia-se na notificação do procedimento dos défices excessivos e nas contas provisórias das administrações públicas, na óptica da contabilidade nacional, enviadas pelo INE ao Eurostat no final de Março.

(26) As receitas classificadas como medidas temporárias resultaram do alargamento do prazo de concessão das barragens já existentes (€759 milhões), de novos contratos de concessão para barragens ainda não construídas (€624 milhões) e de concessões no sector rodoviário (€471 milhões, dos quais €200 milhões relativos à auto-estrada do 'Douro Litoral' e €271 milhões associados ao prolongamento de diversos prazos de concessões em contratos com a Brisa).

(27) O défice total estrutural em percentagem do PIB ascendeu a 4.5 por cento.

Quadro 3.2.1

PRINCIPAIS INDICADORES ORÇAMENTAIS				
Em percentagem do PIB				
	2005	2006	2007	2008
Saldo total	-6.1	-3.9	-2.6	-2.6
Saldo primário	-3.5	-1.2	0.2	0.3
Medidas temporárias	-0.1	0.0	0.1	1.1
Saldo total estrutural ^(a)	-5.5	-3.8	-3.2	-4.6
Saldo primário estrutural ^(a)	-2.9	-1.0	-0.4	-1.6
Receita total estrutural ^(a)	41.6	42.6	43.6	43.3
Despesa primária estrutural ^(a)	44.6	43.6	43.9	45.0
Despesa corrente primária estrutural ^(a)	40.3	40.2	40.2	41.1
Dívida pública	63.6	64.7	63.5	66.4

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (a) Os valores estruturais são ajustados do ciclo e dos efeitos de medidas temporárias e apresentados em rácio do PIB tendencial. As componentes cíclicas e as medidas temporárias são apuradas pelo Banco de Portugal de acordo com as metodologias utilizadas no Eurosistema.

vel decorre essencialmente do comportamento do IRC, em virtude dos bons resultados das empresas em 2007 e de ganhos adicionais gerados pela melhoria da eficácia da administração fiscal, embora numa medida muito inferior à observada nos últimos anos. Relativamente às contribuições sociais, o contributo positivo para o saldo orçamental é explicado pelas contribuições para o subsistema Segurança Social, cujo crescimento acompanhou de forma próxima o da massa salarial do sector privado. Por último, o decréscimo da receita dos impostos sobre a produção e a importação resultou da evolução desfavorável do IVA, do Imposto sobre os Produtos Petrolíferos (ISP)²⁸, do Imposto sobre Veículos (ISV) e do Imposto Municipal sobre as Transmissões de Imóveis (IMT). Os desenvolvimentos na colecta do IVA excederam o impacto esperado da redução da taxa normal de 21 para 20 por cento a partir de meados de 2008, tendo sido particularmente afectados pela desaceleração forte da receita nos últimos meses do ano e no início de 2009²⁹. A receita do ISP foi crucialmente influenciada pela diminuição das quantidades consumidas de combustíveis e a colecta do IMT pelo abrandamento das transacções no mercado imobiliário. As alterações legislativas na tributação automóvel, introduzidas em meados de 2007, foram determinantes para a diminuição da receita do ISV.

A variação da despesa corrente primária a nível desagregado em 2008 está afectada pelo remanescente do efeito da empresarialização de alguns hospitais públicos em Fevereiro e Agosto de 2007 e pela transformação de novos hospitais em Setembro e Outubro de 2008. Esta quebra de série, que diminui as despesas com pessoal e o consumo intermédio e aumenta os pagamentos sociais em espécie, está corrigida na análise que se apresenta de seguida³⁰.

Os pagamentos sociais em dinheiro em percentagem do PIB aumentaram de forma muito significativa em 2008 (+0.5 p.p.). Com efeito, a despesa em pensões registou um novo acréscimo em rácio do PIB (+0.4 p.p.), apesar de continuar em desaceleração, em particular no subsistema Caixa Geral de Aposentações. Os encargos com subsídios de desemprego diminuíram ligeiramente em rácio do PIB, mas este efeito foi atenuado pela evolução de outras despesas sociais, nomeadamente na sequência

(28) Incluindo a Contribuição para o Serviço Rodoviário, que a partir de Fevereiro de 2008 constitui uma receita das Estradas de Portugal.

(29) O IVA registado em Contas Nacionais no ano *t* inclui 75 por cento da colecta de Janeiro e Fevereiro do ano *t+1* e exclui 75 por cento da receita de Janeiro e Fevereiro do próprio ano.

(30) Ao contrário do que acontece no Quadro 3.2.2.

Quadro 3.2.2

	Em percentagem do PIB			Taxa de variação	
	2006	2007	2008	2007	2008
Receitas totais	42.3	43.1	43.2	6.9	2.1
Receita corrente	41.2	42.2	42.3	7.6	2.0
Impostos sobre o rendimento e património	8.8	9.7	9.9	15.9	3.9
Impostos sobre a produção e a importação	15.4	15.0	14.6	2.5	-1.1
Contribuições sociais	12.5	12.7	13.0	7.0	4.0
Efectivas	11.4	11.7	11.9	7.7	4.1
Imputadas	1.1	1.0	1.0	-0.5	3.2
Vendas ^(a)	2.4	2.5	2.5	9.7	0.6
Outras receitas correntes	2.1	2.2	2.3	11.3	5.8
Receitas de capital	1.1	0.9	0.9	-17.4	6.0
Despesas totais	46.3	45.7	45.9	3.7	2.2
Despesa corrente	42.9	42.2	43.2	3.4	4.1
Despesas com pessoal ^(a)	13.6	12.9	12.9	-0.5	1.5
Consumo intermédio ^(a)	4.1	4.1	4.4	5.7	7.5
Juros	2.7	2.8	2.9	7.6	4.9
Pagamentos sociais	18.8	19.2	19.9	7.4	5.4
em dinheiro	15.1	15.1	15.6	5.5	5.1
em espécie ^(a)	3.7	4.1	4.3	15.2	6.8
Subsídios	1.4	1.2	1.2	-14.8	1.6
Outras despesas correntes	2.2	2.0	2.0	-3.2	1.6
Despesas de capital	3.4	3.5	2.7	7.4	-21.4
Formação bruta de capital fixo	2.4	2.3	2.1	1.8	-5.8
Outras despesas de capital	1.0	1.2	0.6	20.3	-52.1
Saldo total	-3.9	-2.6	-2.6		
Saldo total (excluindo medidas temporárias)	-3.9	-2.7	-3.7		

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (a) Rubricas afectadas pelas alterações na delimitação do sector das administrações públicas na sequência da empresarialização de alguns hospitais do SNS, em 2007 e 2008. Os valores apresentados neste quadro não se encontram corrigidos do impacto dessa alteração.

das medidas introduzidas em meados de 2008. Estas incluíram o alargamento do complemento solidário para idosos e a introdução de benefícios adicionais de saúde, bem como o aumento do abono de família para agregados de baixos rendimentos e a criação do passe escolar. As transferências para as famílias sob a forma de pagamentos em espécie mantiveram-se praticamente inalteradas em rácio do PIB, apesar dos gastos com convenções e farmácias terem acelerado face ao ano anterior.

Os vencimentos dos trabalhadores das administrações públicas estabilizaram em rácio do PIB, tendo apresentado um crescimento de 1.3 por cento. Esta evolução decorreu, em larga medida, da actualização da tabela salarial em 2.1 por cento e da diminuição do salário médio por via da aposentação/contratação³¹. Por seu turno, as despesas com consumo intermédio cresceram significativamente, aumentando o seu peso no PIB em 0.3 p.p, em parte devido ao aumento dos pagamentos às concessionárias das SCUT.

O investimento público diminuiu em termos nominais, uma vez que a sua evolução foi influenciada pela aceleração da receita proveniente da alienação de imóveis (que é registada como desinvestimento) em comparação com o ano anterior. Excluindo este impacto, obtém-se uma taxa de variação posi-

(31) O salário médio dos trabalhadores que saem da função pública, essencialmente por motivos de aposentação, é claramente superior ao dos novos funcionários.

tiva. As outras despesas de capital tiveram uma evolução fortemente negativa devido às medidas temporárias atrás mencionadas. Líquidas deste efeito, registaram um aumento em rácio do PIB, explicado, em larga medida, pelo tratamento como transferência de capital, em Contas Nacionais, do montante relativo à amortização do défice tarifário no sector eléctrico.

Em 2008, após a redução observada no ano anterior, o rácio da dívida voltou a aumentar de forma muito significativa (+2.9 p.p.), situando-se em 66.4 por cento do PIB no final do ano. Este resultado reflecte, essencialmente, o efeito do diferencial entre a taxa de juro implícita da dívida pública e a taxa de crescimento do PIB nominal (+1.7 p.p.) e os ajustamentos défice-dívida (+1.4 p.p.), já que o saldo primário teve um pequeno contributo no sentido da diminuição da dívida.

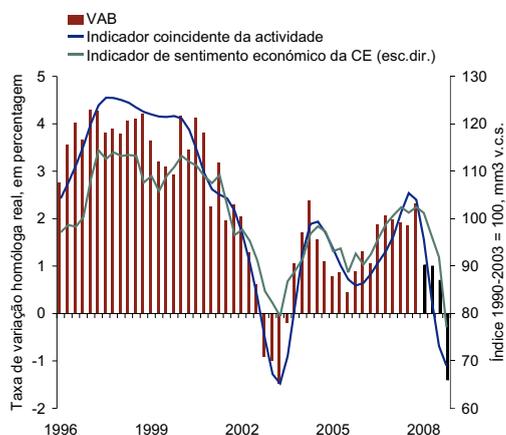
4. OFERTA

De acordo com as actuais estimativas, em 2008 o valor acrescentado bruto (VAB) da economia portuguesa cresceu 0.3 por cento face a 2007. Em termos intra-anuais, observou-se um crescimento homólogo de 1.0 por cento no primeiro e segundo trimestres, de 0.7 por cento no terceiro trimestre e de -1.4 por cento no quarto trimestre, quando no conjunto de 2007 se havia verificado um crescimento de 2.0 por cento. Este perfil de desaceleração gradual da actividade nos três primeiros trimestres de 2008, e de contracção marcada no quarto trimestre, é confirmado pelo indicador coincidente de actividade do Banco de Portugal e pelo indicador de sentimento económico da Comissão Europeia, que mantiveram ao longo do ano a trajectória descendente iniciada no quarto trimestre de 2007 (Gráfico 4.1). As indicações fornecidas pelo leque de indicadores qualitativos disponíveis (nomeadamente os indicadores de confiança na indústria transformadora, na construção, nos serviços, no comércio a retalho e ainda os indicadores de expectativas de produção nos próximos meses, de carteira de encomendas, incluindo para exportação) são semelhantes, sendo que no início de 2009 a generalidade destes indicadores permanece com uma forte tendência decrescente.

Em termos sectoriais (Quadro 4.1), a variação observada no VAB resulta essencialmente da forte contracção na construção (-5.1 por cento face a 2007) e na indústria (-2.4 por cento). A contracção do VAB nestes sectores iniciou-se ainda no primeiro semestre (com uma variação homóloga de -4.0 por

Gráfico 4.1

VAB, INDICADOR COINCIDENTE DA ACTIVIDADE E INDICADOR DE SENTIMENTO ECONÓMICO



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

Quadro 4.1

VALOR ACRESCENTADO BRUTO POR RAMO DE ACTIVIDADE						
Taxa de variação real, em percentagem						
	Pesos 2004 ^(a)	2004	2005	2006	2007	2008
Agricultura, silvicultura e pescas	3.2	5.8	-5.6	2.5	-4.2	4.3
Indústria	15.5	0.2	-0.9	0.8	2.8	-2.4
Electricidade, gás e água	2.8	3.2	-3.0	11.3	5.7	0.7
Construção	7.1	-0.3	-3.0	-3.3	0.7	-5.1
Serviços	71.4	2.0	2.0	1.8	2.1	1.2
VAB	100.0	1.7	0.7	1.6	2.0	0.3
<i>Por memória:</i>						
PIB ^(b)		1.5	0.9	1.3	1.8	0.0

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (a) Em percentagem do VAB total a preços correntes. (b) PIB a preços de mercado. O valor nominal do PIB inclui, para além dos VAB sectoriais, os impostos e subsídios sobre produtos e os impostos sobre as importações.

cento no primeiro trimestre e de -1.7 por cento no segundo trimestre no sector da construção e uma variação homóloga de -1.6 por cento no primeiro trimestre e de -1.1 por cento no segundo trimestre na indústria). No terceiro trimestre o VAB na indústria caiu apenas 0.9 por cento ao passo que na construção caiu 4.4 por cento. O destaque vai, no entanto, para a particularmente acentuada contracção no quarto trimestre (com uma variação homóloga de -10.5 por cento no sector da construção e de -5.9 por cento na indústria). No sector da agricultura e pescas registou-se uma forte recuperação em 2008, por oposição à contracção verificada em 2007, mantendo-se assim a elevada volatilidade que caracteriza a variação do VAB deste sector.

No conjunto de 2008, o VAB dos serviços manteve uma dinâmica de crescimento, embora mais ligeira que em anos anteriores (1.2 por cento, o que compara com um crescimento médio de 2.0 por cento entre 2004 e 2007). O VAB dos serviços desacelerou gradualmente ao longo dos três primeiros trimestres (crescimento homólogo de 1.9 por cento no primeiro trimestre, 1.5 no segundo trimestre e 1.2 no terceiro trimestre) e de forma mais marcada no quarto trimestre (crescimento de apenas 0.2 por cento em termos homólogos). O sector dos serviços continuou assim a aumentar o seu peso no total do VAB, contribuindo sistematicamente de forma positiva para o seu crescimento, ao contrário do que sucede, especialmente em fases descendentes do ciclo económico, com a construção e a indústria (Gráfico 4.2). Em 2008, verificou-se também um crescimento do VAB nas actividades financeiras e imobiliárias, de 2.6 por cento face a 2007, mantendo-se portanto a dinâmica de forte crescimento deste subsector na última década.

No que se refere à evolução do produto para o conjunto de 2008, estima-se que este tenha estagnado (ver “Secção 5 *Despesa*”). Ao factor capital é imputável um contributo para o crescimento do PIB de 0.4 p.p., em linha com o observado nos últimos três anos, enquanto o factor trabalho contribuiu com 0.3 p.p., que compara com contributos praticamente nulos em 2006 e 2007. Estima-se também um contributo negativo da produtividade total dos factores, de -0.7 p.p. em 2008³², o que contrasta com um contributo de 1.2 p.p. em 2007. A evolução da produtividade total dos factores terá resultado principalmente da evolução (tipicamente pró-cíclica) da taxa de utilização da capacidade produtiva que interrompeu no primeiro semestre de 2008 uma fase de crescimento acentuado iniciada no segundo semestre de 2006 (Gráfico 4.3).

(32) A decomposição do crescimento do produto é descrita detalhadamente, incluindo os cuidados a ter na sua interpretação, em Almeida, V. e R. Félix, (2006), “Cálculo do produto potencial e do hiato do produto para a economia portuguesa”, Banco de Portugal, *Boletim Económico-Outono*.

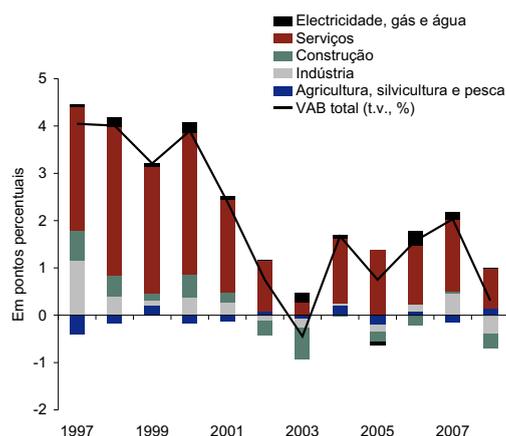
Por seu turno, a produtividade aparente do trabalho no sector privado deverá ter decrescido 0.3 por cento em 2008, algo inédito na economia portuguesa, e que compara com um crescimento de 1.7 por cento em 2007 (Gráfico 4.4). Globalmente, a evolução da produtividade encontra-se significativamente condicionada pela relativamente forte dinâmica estimada para o emprego total da economia (incluindo o do sector privado) em 2008, de acordo com o Inquérito ao Emprego do INE (Gráfico 4.3). Esta dinâmica do emprego é globalmente consistente com a relação histórica entre a evolução do emprego e da actividade do sector privado na economia portuguesa (Gráfico 4.5).

De acordo com os dados do Inquérito ao Emprego do INE, a taxa de participação no ano de 2008 foi de 74.2 por cento (Quadro 4.2), o que compara com uma taxa de 74.1 por cento em 2007. Verifica-se assim a estabilização da taxa de participação, que vinha aumentando nos últimos anos principalmente devido ao aumento da taxa de participação das mulheres e a factores demográficos. Concretamente, a diminuição do peso de grupos etários com taxas de participação menores e o aumento do peso do grupo com maior taxa de participação (30 aos 54 anos) têm resultado num aumento da taxa de participação agregada³³.

Durante o ano de 2008, o emprego total da economia aumentou 0.5 por cento face a 2007 (Quadro 4.2). A recuperação do emprego num contexto de desaceleração da actividade económica que se iniciou ainda no primeiro semestre é incaracterística, mesmo quando se considera o desfasamento verificado entre a evolução do emprego e da actividade. No entanto, é de salientar o forte crescimento do emprego no primeiro semestre que contrasta com uma ligeira contracção no segundo semestre. O aumento no conjunto de 2008 resultou do crescimento quer do trabalho por conta de outrem (1.2 por cento), quer do trabalho por conta própria (0.9 por cento), que mantém desde o segundo semestre de 2007 uma recuperação assinalável face à anterior tendência decrescente iniciada em 2001, para a

Gráfico 4.2

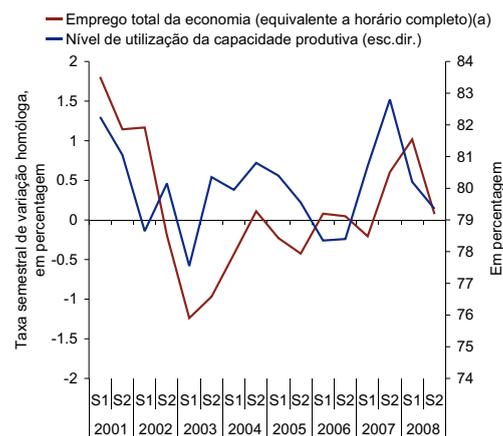
CONTRIBUIÇÕES SECTORIAIS PARA A VARIAÇÃO DO VAB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 4.3

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



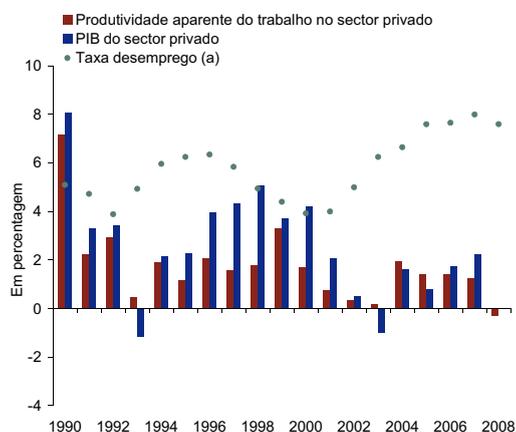
Fontes: INE e Comissão Europeia.

Nota: (a) O nível de emprego utilizado corresponde ao nível de emprego total da economia corrigido para o número de horas trabalhadas. Em particular, a cada emprego corresponde um número de horas trabalhadas equivalente a horário completo. Para 2007 e 2008 estes dados são provisórios, reflectindo o crescimento apurado para o emprego no Inquérito ao Emprego.

(33) Esta estimativa assume que, em 2008, para cada nível de idade, as taxas de participação não se alteraram face a 2007. Para uma análise detalhada do impacto da evolução demográfica nas taxas de participação ver "Caixa II.4.1 Implicações da evolução da estrutura etária da população portuguesa nas taxas de participação e desemprego", Banco de Portugal, *Relatório Anual 2001*.

Gráfico 4.4

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

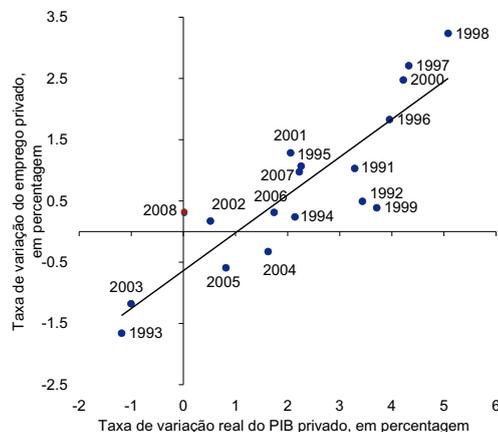


Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (a) A colagem da série da taxa de desemprego foi efectuada de acordo com a metodologia descrita em Castro, G. L. e Esteves, P. S. (2004), "Séries trimestrais para a economia portuguesa: 1977-2003", Banco de Portugal, *Boletim Económico-Junho*. O emprego do sector privado é definido como o emprego total excluindo o emprego nos sectores da administração pública, saúde e educação definidos no Inquérito ao Emprego.

Gráfico 4.5

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



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (a) O emprego do sector privado é definido como o emprego total excluindo o emprego nos sectores da administração pública, saúde e educação definidos no Inquérito ao Emprego. Para 2007 e 2008, a série de emprego privado equivalente a horário completo assume a manutenção do número médio de horas trabalhadas por trabalhador. O PIB privado é calculado como o PIB total subtraído das remunerações e consumo de capital fixo das administrações públicas. A série do PIB privado não inclui os hospitais públicos empresarializados.

Quadro 4.2

POPULAÇÃO, EMPREGO E DESEMPREGO

Taxa de variação em percentagem, salvo indicação em contrário

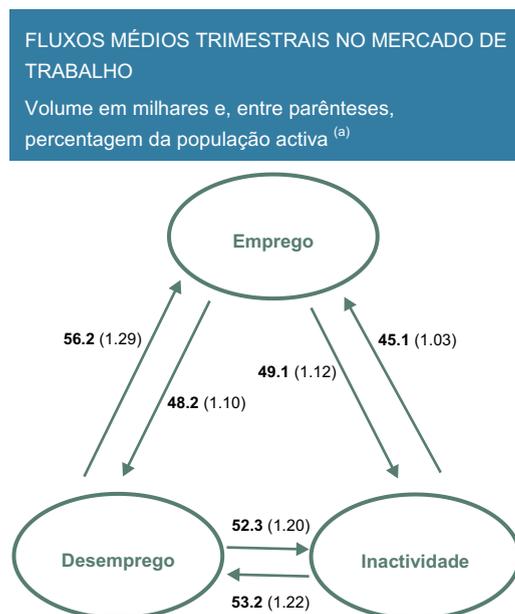
	2003	2004	2005	2006	2007	2008
População	0.8	0.6	0.5	0.2	0.2	0.2
População activa	1.0	0.5	1.0	0.8	0.6	0.1
Taxa de actividade 15-64 anos (em % da população)	72.8	72.9	73.4	73.9	74.1	74.2
Emprego total	-0.4	0.1	0.0	0.7	0.2	0.5
Emprego por conta de outrem	-0.3	1.2	0.8	2.2	0.1	1.2
Contrato sem termo	0.9	2.2	1.3	0.9	-2.2	0.6
Contrato a termo	-2.6	-1.9	1.7	9.3	8.0	6.2
Emprego excluindo Trabalhadores por conta de outrem	-0.5	-3.0	-2.4	-3.6	0.5	-1.5
Emprego por conta própria	0.5	-3.1	-2.8	-2.7	1.3	0.9
Trabalhador familiar não remunerado e outros	-12.1	-2.3	2.9	-14.2	-10.3	-37.6
Desemprego total	26.5	6.6	15.7	1.3	4.9	-4.8
Taxa de desemprego total (em % da população activa)	6.3	6.7	7.6	7.7	8.0	7.6
Desemprego de longa duração (em % do desemprego total) ^(a)	37.7	46.2	49.9	51.7	48.9	49.8

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

Nota: (a) Considera-se desempregado de longa duração o indivíduo que procura emprego há 12 ou mais meses.

qual terá contribuído o aumento das contribuições sociais obrigatórias dos trabalhadores nestas condições. Ainda assim, no conjunto do emprego excluindo trabalhadores por conta de outrem (que inclui não só os trabalhadores por conta própria mas também trabalhadores familiares não remunerados e outros), regista-se uma contracção de 1.5 por cento em 2008.

Gráfico 4.6



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 quatro trimestres de 2008.

Em relação à composição do emprego por conta de outrem por tipo de contrato de trabalho, verificou-se a continuação da tendência de diminuição do peso dos contratos sem termo no total desta categoria de emprego. O número de trabalhadores com contrato sem termo aumentou apenas 0.6 por cento face a 2007, enquanto o número de trabalhadores com contrato a termo aumentou 6.2 por cento e o número daqueles com contrato de prestação de serviços aumentou 2.2 por cento. Esta recomposição do emprego por tipo de contrato pode contribuir para a observação simultânea de aumento do emprego e desaceleração da actividade, embora seja de realçar o facto de esta recomposição ter sido fundamentalmente determinada pelos desenvolvimentos ocorridos no primeiro semestre. De facto, regista-se um crescimento relativo do número de trabalhadores com contrato sem termo no segundo semestre e especialmente no quarto trimestre, o que é surpreendente dada a actual conjuntura. Acentuou-se de qualquer maneira a polarização do mercado de trabalho que, desde 1995 e mais acentuadamente nos últimos três anos, se traduz num aumento sistemático do peso dos trabalhadores com contrato a termo no total do emprego, mantendo uma incidência significativa entre os trabalhadores mais jovens e para as durações mais curtas de emprego. Esta clara polarização é a resposta dos agentes às restrições impostas pelo regime de contratação sem termo.

Em termos sectoriais, é de salientar o aumento de 3.0 por cento do emprego nos serviços, reforçando-se assim o peso do sector terciário no total do emprego, algo que se vem verificando de forma consistente nas últimas décadas. Dentro deste sector, o emprego na administração pública, educação e saúde aumentou 1.7 por cento, evolução que parece pouco consistente com a informação obtida a partir de outras fontes, incluindo o comportamento das despesas com o pessoal nas administrações públicas (ver "Secção 3.2 *Política orçamental*"). Em todos os outros sectores verificou-se uma diminuição do emprego, especialmente no segundo semestre do ano. O emprego na indústria transformadora caiu 3.9 por cento em 2008 (variação homóloga de -3.0 por cento no primeiro semestre e de -4.8 por cento no segundo semestre) e o emprego na construção caiu 3.0 por cento (variação homóloga de -0.1 por cento no primeiro semestre e de -5.8 por cento no segundo semestre). Na agricultura e pescas o emprego diminuiu 1.0 por cento no conjunto do ano.

Durante o ano de 2008, a taxa de desemprego atingiu 7.6 por cento, o que compara com 8.0 por cento em 2007, situando-se assim num nível próximo do registado em 2006 (Quadro 4.2). O número de desempregados diminuiu 4.8 por cento. No entanto, no primeiro semestre a taxa de desemprego situou-se em 7.5 por cento, enquanto que no segundo semestre se fixou em 7.8 por cento. Globalmente, a ligeira diminuição da taxa de desemprego em relação a 2007 é incaracterística, dado o perfil de contínua deterioração da actividade económica ao longo do ano (com uma marcada contracção na parte final) e o facto de os movimentos na taxa de desemprego apresentarem um desfazamento menor em relação à actividade económica em períodos recessivos. No entanto, os dados do Instituto de Emprego e Formação Profissional apontam para um crescimento excepcional do número de desempregados inscritos nos centros de emprego já nos primeiros meses de 2009. Observando-se uma relativa estabilização da taxa de desemprego em 2008, convém assinalar que esta se situa em níveis historicamente elevados no contexto português. A média da taxa de desemprego entre 1990 e 2006 foi de 5.5 por cento. Factores estruturais, como a lenta adaptação de alguns sectores à acrescida concorrência externa, em interacção com a legislação laboral e a baixa qualificação de uma parte relevante dos trabalhadores, estarão a contribuir para a manutenção da taxa de desemprego num patamar mais elevado nos últimos anos. Neste contexto, há um risco acrescido de que aumentos substanciais dos salários, nomeadamente do salário mínimo, que não estejam associados a ganhos de produtividade, contribuam para o agravamento das condições no mercado de trabalho.

O total dos fluxos entre os vários estados do mercado de trabalho – inactividade, emprego e desemprego –, representou 7.0 por cento da população activa em 2008, próximo de 6.8 por cento observado em 2007. O Gráfico 4.6 apresenta as médias trimestrais desses fluxos ao longo do ano de 2008. Transitaram em média do emprego para a inactividade 49.1 mil indivíduos e 45.1 mil em sentido contrário. Do desemprego para o emprego transitaram 56.2 mil indivíduos (apenas 6.3 mil com contrato sem termo) e em sentido contrário 48.2 mil indivíduos (14.9 mil com contrato sem termo). Finalmente, registou-se um fluxo de 53.2 mil indivíduos da inactividade para o desemprego e 52.3 mil em sentido contrário. A dinâmica destes fluxos é semelhante à verificada no ano de 2007 e próxima da observada nos últimos 10 anos. No entanto, é de realçar o facto de a proporção de transições do desemprego para a inactividade (que inclui os indivíduos desencorajados, *i.e.*, que estão disponíveis para trabalhar mas não procuraram activamente emprego) ter aumentado gradualmente nos últimos 10 anos, de cerca de 0.85 por cento da população activa em 2000 para 1.2 por cento em 2008 (valor semelhante ao observado em 2007).

Em 2008, verificou-se um aumento do peso do desemprego de longa duração (12 ou mais meses), de 48.9 por cento em 2007 para 49.8 por cento no total dos desempregados. Este aumento resulta de uma diminuição mais acentuada do desemprego de curta duração, visto que o desemprego de longa duração também diminuiu (3.2 por cento) em termos absolutos. Mantém-se assim a clara tendência de aumento do peso do desemprego de longa duração no total do desemprego observada desde 2004. A média do peso do desemprego de longa duração entre 1998 e 2003 foi de 40.5 por cento do total do desemprego.

A duração média do desemprego aumentou, de 22 meses em 2007 para 22.6 meses em 2008, reflectindo a tendência de aumento do peso do desemprego de longa duração nos últimos anos. Refira-se adicionalmente que as alterações legislativas de Novembro de 2006, ao originarem o exercício de maior controlo sobre a procura activa de emprego por parte dos desempregados subsidiados, resultaram numa tendência de manutenção do estatuto de desempregado (ao invés de inactivo), principalmente por parte dos desempregados de longa duração.

5. DESPESA

De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, a economia portuguesa apresentou uma estagnação em 2008, após um crescimento de 1.8 por cento no ano anterior, interrompendo deste modo a trajectória de recuperação moderada e gradual observada desde 2006 (Quadro 5.1). A acentuada desaceleração da actividade económica em 2008 ocorreu num contexto de interacção entre uma crise financeira sem precedentes nos mercados financeiros internacionais, que se adensou na segunda metade do ano, e um forte abrandamento da actividade económica à escala global. Apesar da desaceleração, igualmente significativa, do PIB na área do euro, Portugal manterá, pelo sétimo ano consecutivo, um diferencial de crescimento negativo em relação ao conjunto da área, continuando a apresentar um dos crescimentos mais baixos entre os países da área do euro e da União Europeia (Gráfico 5.1 e “Secção 2 *Enquadramento internacional*”).

A desaceleração da actividade económica em 2008 resultou da virtual estabilização do crescimento do consumo privado e do menor crescimento das restantes componentes da procura global, com particular destaque para as exportações e para a FBCF, que apresentaram uma queda em relação ao ano anterior, num contexto de deterioração crescente das perspectivas de procura nos mercados interno e externo. A desaceleração das exportações de bens e serviços em 2008 foi mais acentuada do que o abrandamento estimado para a procura externa traduzindo-se numa perda de quota de mercado no conjunto do ano (Gráfico 5.2)³⁴. Conforme referido, contrariando a tendência das restantes componentes da despesa, o consumo privado registou uma taxa de variação semelhante à observada em 2007, continuando deste modo a apresentar um significativo grau de alisamento, não obstante o enquadramento económico e financeiro adverso e o já elevado nível de endividamento das famílias. No contexto de uma forte desaceleração da actividade económica e da procura global ponderada, as

Quadro 5.1

PIB E PRINCIPAIS COMPONENTES DA DESPESA ^(a)						
Taxa de variação real, em percentagem						
	2003	2004	2005	2006	2007	2008
PIB	-0.8	1.5	0.9	1.4	1.8	0.0
Consumo privado	-0.2	2.5	1.9	1.9	1.6	1.7
Consumo público	0.2	2.6	3.2	-1.4	0.0	0.5
Investimento	-8.3	2.5	-1.5	-0.3	2.7	-0.9
FBCF	-7.4	0.2	-0.9	-0.7	2.8	-1.7
Variação de existências ^(b)	-0.3	0.5	-0.1	0.1	0.0	0.2
Procura interna	-2.0	2.5	1.5	0.8	1.5	0.9
Exportações	3.9	4.0	2.1	8.7	7.5	-0.4
Importações	-0.9	6.7	3.5	5.2	5.6	2.1
Contributo procura interna para PIB ^(b)	-2.2	2.7	1.6	0.9	1.7	1.0
Contributo procura externa líquida para PIB ^(b)	1.4	-1.2	-0.7	0.5	0.2	-1.0

Fontes: INE e Banco de Portugal.

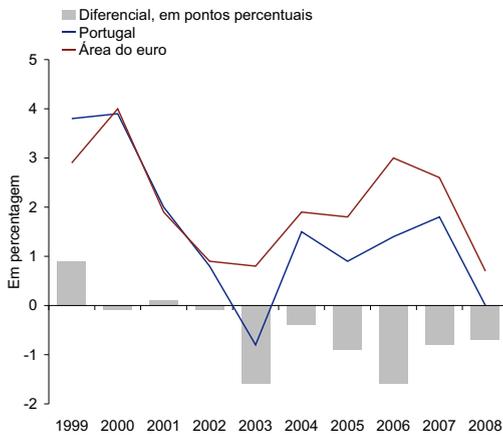
Notas: (a) Estimativas do Banco de Portugal a partir das Contas Nacionais do INE para os anos de 1995 a 2006 (SEC95). (b) Contribuição para a taxa de variação do PIB em pontos percentuais.

(34) O comportamento das exportações no período mais recente tem sido fortemente influenciado pelo crescimento expressivo de alguns mercados, com particular destaque para Angola, que ao não serem incluídos no indicador de procura externa, devido a limitações de natureza estatística, dificultam a análise das quotas de mercado.

Gráfico 5.1

PRODUTO INTERNO BRUTO

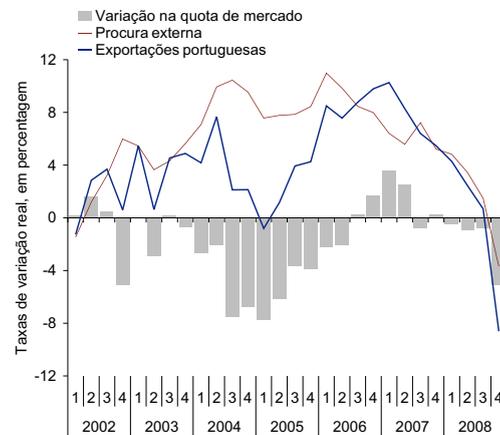
Taxa de variação real



Fontes: Eurostat, INE e Banco de Portugal.

Gráfico 5.2

QUOTA DE MERCADO DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE BENS E SERVIÇOS



Fontes: BCE, Instituto de Estatística do Reino Unido e cálculos do Banco de Portugal.
Nota: Procura externa corrigida do efeito da fraude fiscal no Reino Unido.

importações de bens e serviços registaram igualmente um abrandamento significativo em relação a 2007.

O perfil intra-anual de crescimento do PIB em 2008 foi caracterizado por uma trajetória claramente descendente, com particular destaque para a queda abrupta e marcada verificada no quarto trimestre (Gráfico 5.3). A desaceleração do PIB no último trimestre do ano (de 0,4 por cento no terceiro trimestre, para uma variação de -1,8 por cento, em termos homólogos) foi generalizada a todas as suas principais componentes, com destaque para a forte queda em volume das exportações de bens e serviços (-8,9 por cento) e da FBCF (-8,6 por cento). Apesar de as estimativas apontarem para uma forte queda da procura externa no final do ano, a quebra das exportações nacionais foi ainda superior e a respectiva quota de mercado terá diminuído de forma significativa no último trimestre de 2008. O consumo privado apresentou igualmente uma desaceleração em relação ao trimestre anterior, com particular destaque para a componente relativa ao consumo de bens duradouros, que registou uma queda em termos homólogos de 0,7 por cento. Os indicadores quantitativos e qualitativos disponíveis apontam para a manutenção da trajetória descendente de crescimento do PIB no início de 2009 (ver “Caixa 4 [A evolução recente dos indicadores qualitativos](#)”).

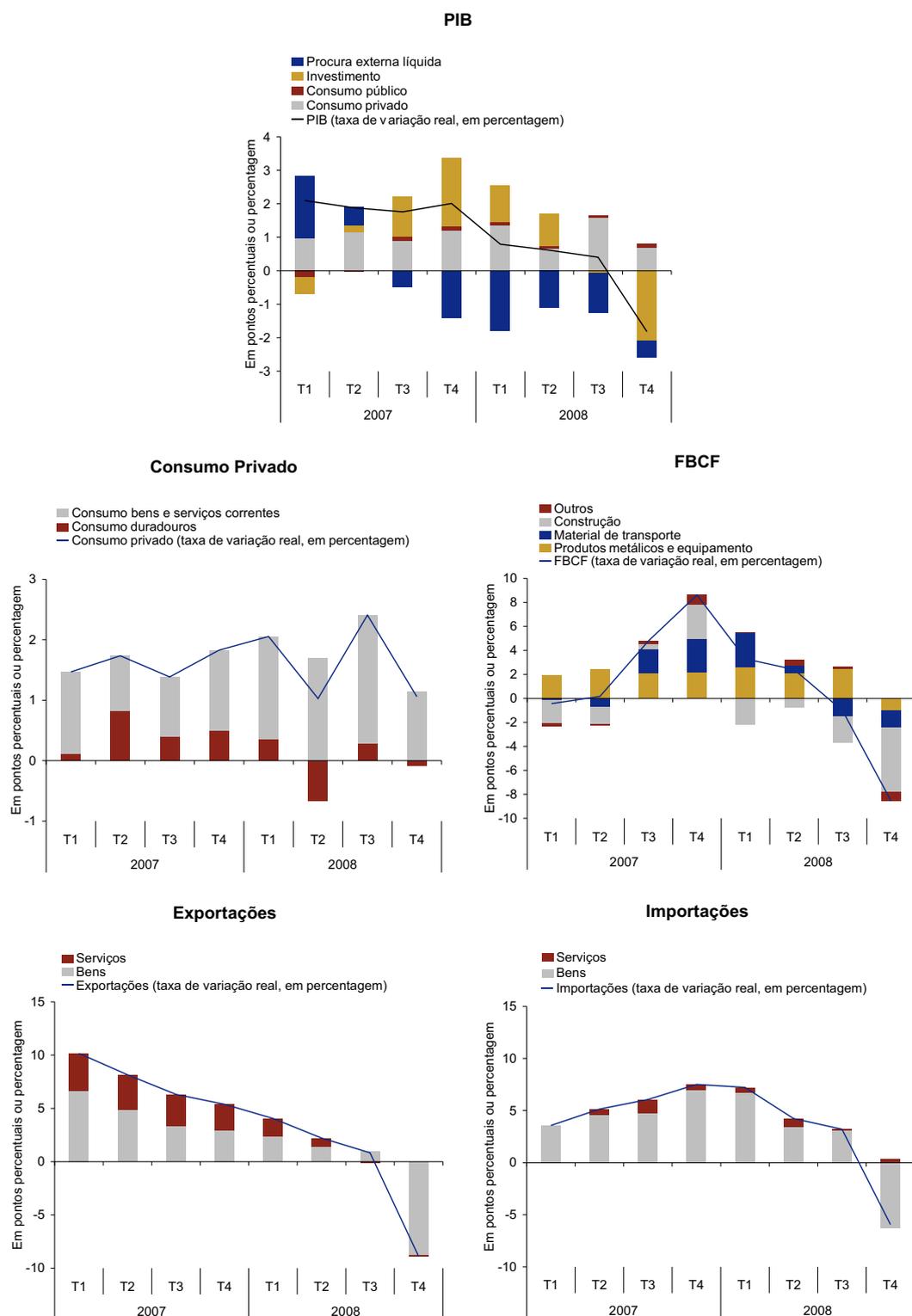
Quando comparada com a projecção apresentada no início de 2008, a actual estimativa para o crescimento do PIB apresenta uma revisão substancial (-2,0 p.p.), reflectindo largamente uma revisão em baixa muito significativa do crescimento da FBCF (-5,0 p.p.) e das exportações de bens e serviços (-5,3 p.p.)³⁵. Em sentido contrário, o consumo privado cresceu 0,5 p.p. acima do projectado no início do ano, não obstante uma revisão em baixa da componente relativa ao consumo de bens duradouros. A intensificação da crise financeira na segunda metade do ano e, em particular, o respectivo impacto sobre as expectativas dos agentes quanto à evolução dos seus níveis de rendimento e riqueza, juntamente com a persistência de um elevado grau de incerteza, conduziram a uma deterioração significativa do enquadramento internacional e a revisões sucessivas e acentuadas das perspectivas de crescimento das economias a nível global. Este processo, cujo impacto foi particularmente significativo nas economias mais avançadas, afectou negativamente os níveis e as perspectivas de procura à

(35) Ver Banco de Portugal, [Boletim Económico-Inverno 2007](#).

Gráfico 5.3

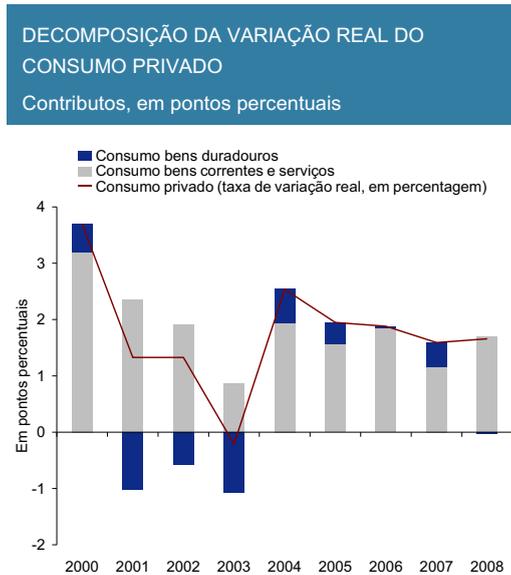
PERFIL TRIMESTRAL DO PIB E DAS PRINCIPAIS COMPONENTES

Contributos, em pontos percentuais, salvo indicação em contrário



Fonte: INE (Contas Nacionais Trimestrais).

Gráfico 5.4



Fontes: INE e Banco de Portugal.

escala global. A forte revisão das exportações verificou-se tanto na componente de bens como na componente de serviços, com particular destaque para o turismo. Por seu turno, a revisão verificada na FBCF foi igualmente generalizada a todas as suas componentes, sendo de destacar o comportamento da FBCF empresarial, que apresentou uma variação significativamente abaixo da projectada no início de 2008, decorrente, em larga medida, da forte queda do investimento em construção.

Em 2008, o consumo privado manteve um ritmo de crescimento semelhante ao do ano anterior e claramente acima do registado pelo PIB, em linha com a tendência verificada nos últimos anos, apenas interrompida em 2007. A taxa de crescimento do consumo privado em 2008 foi igualmente superior à registada no conjunto da área do euro, onde esta componente da despesa apresentou uma forte desaceleração. Ao contrário do sucedido em 2007, o crescimento do consumo privado foi suportado essencialmente pelo comportamento da componente relativa ao consumo de bens correntes, num contexto de forte desaceleração do consumo de bens duradouros (Gráfico 5.4). Em 2008, o consumo de bens duradouros registou uma redução de 0.3 por cento, após um crescimento de 4.0 por cento no ano anterior, em linha com o habitual comportamento pró-cíclico desta componente. Em contraste, o consumo de bens correntes, que representa cerca de 90 por cento das despesas totais de consumo das famílias, registou uma aceleração de 0.6 p.p., para 1.9 por cento.

O consumo privado, em particular a componente relativa ao consumo de bens correntes, é tipicamente caracterizado por um perfil intertemporal mais alisado, quando comparado com as restantes componentes da despesa. Para o alisamento do consumo privado em 2008 terá contribuído a manutenção do crescimento das remunerações por trabalhador acima da taxa de inflação, bem como alguma melhoria das condições no mercado de trabalho. No conjunto do ano, o emprego total da economia aumentou 0.5 por cento, enquanto a taxa de desemprego apresentou uma redução de 0.4 p.p., para 7.6 por cento. No entanto, é importante salientar que o crescimento do emprego em 2008 foi concentrado na primeira metade do ano, tendo-se verificado uma ligeira contracção no segundo semestre, e terá resultado do aumento do número de trabalhadores com contratos com termo ou de prestação de serviços, no contexto da continuação da tendência de diminuição do peso dos contratos

sem termo no total do emprego. Simultaneamente, a manutenção de um crescimento significativo dos empréstimos bancários a particulares, embora em desaceleração ao longo do ano, terá igualmente facilitado o alisamento do consumo privado. No entanto, é esperado que a actual situação de crise económica e financeira, quer pela incerteza gerada em relação às perspectivas de rendimento e riqueza das famílias, quer pela eventual deterioração das condições no mercado de trabalho, tenda a limitar as despesas de consumo no futuro. Desta forma, a procura de crédito pelos particulares dever-se-á reduzir, num contexto em que, não obstante a trajectória de descida das taxas de juro, as condições de concessão de crédito se encontram em níveis mais restritivos. Em particular, a maior dificuldade de financiamento nos mercados internacionais, quando comparada com o sucedido no período anterior à eclosão da turbulência nestes mercados, deverá determinar uma menor capacidade de oferta de produtos bancários que permitam adaptar o serviço da dívida à capacidade de pagamento das famílias, não obstante o forte crescimento dos depósitos de clientes. De acordo com o Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, a generalidade das instituições aumentaram ao longo de 2008 o grau de restritividade nos critérios aplicados na aprovação de empréstimos a particulares para consumo e outros fins. Os resultados do inquérito divulgados em Janeiro de 2009 apontam para o aumento do grau de restritividade no primeiro trimestre de 2009. Em Janeiro de 2009, os empréstimos bancários a particulares corrigidos de sazonalidade apresentavam uma taxa de crescimento trimestral anualizada de 1.6 por cento, um valor que compara com variações de 8.6 e 2.2 por cento, respectivamente, em Dezembro de 2007 e Dezembro de 2008. É de salientar, em particular, a forte desaceleração verificada no segmento do consumo e outros fins, após o elevado dinamismo observado até meados de 2008. Esta tendência ter-se-á mantido durante os primeiros meses de 2009.

O consumo de bens correntes apresentou um perfil de relativa estabilidade durante os primeiros três trimestres de 2008, com taxas de crescimento em torno de 2 por cento, registando uma desaceleração significativa no último trimestre do ano (de 2.4 para 1.3 por cento, em termos homólogos). O perfil intra-anual do consumo privado em 2008 reflectiu igualmente a evolução irregular do consumo de bens duradouros, cujo comportamento foi condicionado por um conjunto de alterações de tributação ocorridas em 2007 e 2008, em particular sobre os veículos automóveis. Assim, após uma redução muito acentuada em termos homólogos no segundo trimestre, o consumo de bens duradouros apresentou um crescimento significativo no trimestre seguinte. Este comportamento reflectiu, por um lado, efeitos de base associados às alterações relativas à tributação automóvel introduzidas em Julho de 2007, que terão conduzido a uma antecipação da compra de veículos automóveis no segundo trimestre de 2007 e, por outro, à redução da taxa normal do IVA verificada em Julho de 2008, que deverá ter originado o adiamento de algumas decisões de consumo para o terceiro trimestre. No conjunto de 2008, as vendas de veículos ligeiros de passageiros apresentaram uma desaceleração, registando um crescimento de 2.1 por cento, após um aumento de 6.1 por cento no ano anterior, tendo-se verificado igualmente uma nova diminuição dos preços dos veículos automóveis em termos médios anuais (Gráfico 5.5)³⁶. No entanto, quando ajustadas pelo efeito de qualidade, as vendas de veículos ligeiros de passageiros registaram uma ligeira diminuição (0.6 por cento), reflectindo uma redução acentuada nas vendas de veículos automóveis das gamas mais elevadas, em particular no final do ano³⁷. As vendas de automóveis ligeiros de passageiros foram particularmente significativas em Dezembro de 2008, para o que terá contribuído as alterações na tributação automóvel em vigor desde Janeiro de

(36) Estes valores excluem as compras de automóveis ligeiros pelas empresas de *rent-a-car*, que são consideradas como investimento das empresas. Em 2008, as compras deste tipo de veículos registaram um crescimento de 5.2 por cento, após uma queda de 6.1 por cento no ano anterior. Deste modo, as vendas de veículos ligeiros passageiros, incluindo as aquisições pelas empresas de *rent-a-car*, apresentaram um aumento de 5.7 por cento (3.7 por cento em 2007).

(37) O efeito de qualidade procura ajustar o volume das vendas de veículos em função dos respectivos 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).

2009^{38, 39}. Neste contexto, destaca-se a manutenção do elevado ritmo de crescimento das vendas de automóveis realizadas no âmbito do Programa do Incentivo Fiscal ao Abate de Veículos em Fim de Vida, que representavam 27 por cento das vendas totais de veículos ligeiros de passageiros realizadas em Dezembro de 2008 (Gráfico 5.6).

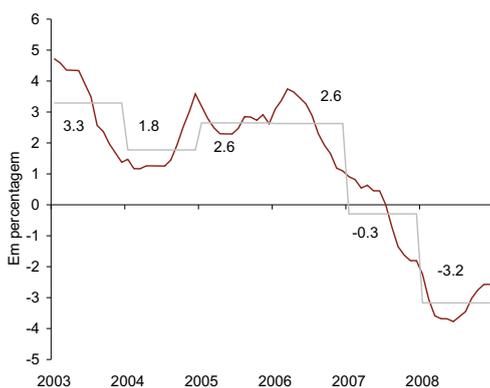
Em 2008, o consumo público deverá ter registado um crescimento em termos reais próximo de zero. Esta estimativa tem subjacente uma diminuição do número de funcionários públicos. Em sentido contrário, as despesas em bens e serviços terão apresentado uma variação positiva, traduzindo em larga medida o comportamento do consumo intermédio e das prestações sociais em espécie, em particular da componente relativa à comparticipação de medicamentos e convenções.

Após ter apresentado em 2007 um dos crescimentos mais elevados da presente década, embora claramente inferior ao observado em fase idêntica do ciclo anterior, a FBCF voltou a registar uma queda em 2008, com as estimativas do Banco de Portugal a apontarem para uma variação de -1.7 por cento. O comportamento da FBCF em 2008 foi caracterizado por um perfil intra-anual de nítida desaceleração, com particular destaque para a queda significativa, em termos homólogos, verificada no quarto trimestre, em linha com a evolução dos indicadores de confiança nos serviços e na indústria transformadora. Estes indicadores sugerem a manutenção do fraco desempenho da FBCF nos primeiros meses de 2009.

A incerteza em torno da evolução da situação financeira internacional e a sua interacção com a deterioração significativa da actividade económica mundial terão condicionado as decisões de investimento por parte das empresas em 2008. As estimativas apontam para uma forte desaceleração da FBCF empresarial, que deverá apresentar um crescimento próximo de zero. De acordo com o Inquéri-

Gráfico 5.5

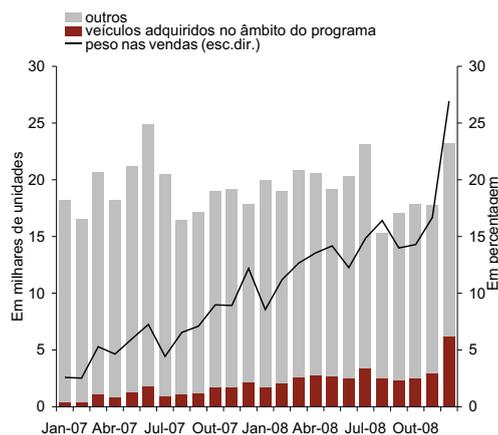
EVOLUÇÃO DOS PREÇOS DOS VEÍCULOS AUTOMÓVEIS
Taxa de variação homóloga, em percentagem



Fonte: INE.

Gráfico 5.6

PROGRAMA DE INCENTIVOS AO ABATE DE VEÍCULOS EM FIM DE VIDA
Vendas totais e peso nas vendas de veículos ligeiros de passageiros



Fonte: ACAP.

(38) Em Dezembro, as vendas de veículos ligeiros de passageiros, excluindo as aquisições pelas empresas de *rent-a-car*, registaram um crescimento de 29.7 por cento – um comportamento que foi seguido de uma forte correcção em Janeiro e Fevereiro de 2009 (-37.4 e -36.4 por cento, respectivamente).

(39) Destas alterações, há a destacar: i) o agravamento das tabelas do Imposto sobre Veículos; ii) a eliminação da dedução fiscal de 500 euros na aquisição de veículos a gasóleo com emissões de partículas não superiores a 5 miligramas por quilómetro; e iii) a alteração efectuada no Programa do Incentivo Fiscal ao Abate de Veículos em Fim de Vida, que elimina a possibilidade de, ao abrigo deste programa, serem adquiridos veículos com emissões de dióxido de carbono superiores a 140 gramas por quilómetro.

to de Conjuntura ao Investimento do INE, divulgado em Janeiro de 2009, a percentagem de empresas dos vários sectores que indica a existência de limitações ao investimento em 2008 situou-se em 48.6 por cento, o que representa uma reavaliação significativa face ao valor obtido no inquérito de Julho de 2008 (42.5 por cento). A revisão em alta da percentagem de empresas com limitações ao investimento deverá estar associada à intensificação da crise económica e financeira na segunda metade do ano e, em particular, ao seu impacto sobre as perspectivas de procura, num contexto de manutenção de um elevado grau de incerteza. De facto, assistiu-se a um aumento considerável do número de empresas que identifica a deterioração das perspectivas de venda como o principal factor limitativo ao investimento (Gráfico 5.7). Simultaneamente, verificou-se um aumento da importância relativa das dificuldades na obtenção de crédito enquanto factor limitativo ao investimento, em contraste com a diminuição da relevância do nível das taxas de juro, num contexto de descida generalizada das taxas de juro a nível global no último trimestre do ano. De acordo com o Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, divulgado no início de 2009, as cinco maiores instituições bancárias tornaram mais restritivos os critérios aplicados na aprovação de empréstimos a empresas no quarto trimestre de 2008, tendo esta maior exigência resultado das dificuldades sentidas no acesso a financiamento nos mercados internacionais por grosso e da deterioração dos riscos associados às expectativas quanto à evolução da actividade económica em geral. Os bancos inquiridos referem ainda que as restrições aplicadas na aprovação de empréstimos a empresas devem ter continuado a aumentar no primeiro trimestre de 2009, independentemente da dimensão das empresas e da maturidade dos empréstimos. É importante notar, no entanto, que a procura de empréstimos por parte das empresas não se alterou de forma significativa no último trimestre do ano. A reestruturação da dívida e, em menor grau, o financiamento das existências e de fundo de maneio continuaram a ser os principais factores contribuindo para o aumento da procura de crédito, enquanto as necessidades de financiamento de investimento permanecem como um factor contribuindo para a sua diminuição. Neste contexto, é importante referir que os empréstimos bancários às sociedades não financeiras, embora continuando a apresentar taxas de crescimento elevadas, apresentaram um perfil de desaceleração gradual ao longo de 2008, devendo esta tendência permanecer nos primeiros meses de 2009. Em Janeiro de 2009, estes empréstimos apresentavam uma taxa de crescimento trimestral anualizada de 7.1 por cento, um valor semelhante ao observado no final de 2008, mas claramente inferior às variações muito elevadas registadas durante a primeira metade de 2008.

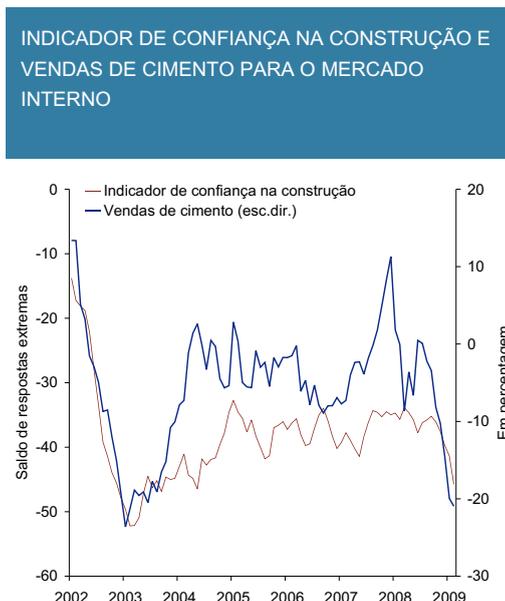
A desaceleração da FBCF em 2008 reflecte o abrandamento generalizado das suas componentes. A FBCF em “Máquinas e equipamento” revelou-se a componente mais dinâmica do investimento, registando ainda assim uma desaceleração de 2.4 p.p., para 4.9 por cento, em linha com a evolução dos indicadores de confiança e num quadro de deterioração da carteira de encomendas. Após uma variação praticamente nula em 2007, a FBCF em “Construção” registou uma queda de 5.8 por cento, um comportamento consistente com a evolução dos indicadores de confiança no sector e das vendas de cimento das empresas nacionais para o mercado interno (Gráfico 5.8). O comportamento da FBCF em “Construção” em 2008 continuou a ser influenciado pelo desempenho da componente relativa à aquisição de habitação pelas famílias, que apresentou uma queda pelo oitavo ano consecutivo. A evolução em 2008 é consistente com o comportamento do crédito bancário a particulares para a aquisição de habitação, cujo crescimento atingiu valores historicamente baixos no final de 2008. A informação disponível aponta para a manutenção da perda de dinamismo do sector da construção nos primeiros meses de 2009. Por seu turno, a FBCF em “Material de Transporte” – a componente do investimento que apresentou um maior dinamismo nos últimos dois anos – apresentou uma forte desaceleração em 2008, em particular na segunda metade do ano. A desaceleração verificada nesta componente no conjunto do ano reflecte essencialmente o comportamento do investimento relativo à aquisição de veículos comerciais ligeiros. Em 2008, as vendas deste tipo de veículos registaram uma diminuição de 19.0 por cento, depois de um aumento de 6.1 por cento no ano anterior, tendo-se verifi-

Gráfico 5.7



Fonte: INE (Inquérito ao Investimento). Os resultados apresentados para cada ano têm por base o primeiro Inquérito ao Investimento publicado no ano seguinte.

Gráfico 5.8



Fontes: Cimpor, Comissão Europeia e Secil.

Notas: Indicador de confiança calculado com base na média móvel trimestral dos saldos de respostas extremas; vendas de cimento calculadas com base na variação homóloga trimestral das vendas de cimento das empresas nacionais para o mercado interno.

cado uma queda acumulada de 42 por cento, em termos homólogos, nos primeiros dois meses de 2009. É importante salientar que o perfil intra-anual da FBCF foi fortemente influenciado pela evolução da FBCF em “Outro material de transporte”, associada às aquisições de material de transporte aéreo. No entanto, estas aquisições não influenciaram a magnitude do abrandamento da FBCF no conjunto do ano.

No contexto de uma deterioração crescente do enquadramento externo, nomeadamente nos principais parceiros comerciais de Portugal, as exportações de bens e serviços registaram uma desaceleração muito pronunciada em 2008. A taxa de variação real das exportações situou-se em -0.4 por cento (7.5 por cento em 2007), o que representa uma desaceleração consideravelmente mais acentuada do que a verificada no conjunto da área do euro⁴⁰. O comportamento das exportações reflecte o menor dinamismo quer das exportações de mercadorias, que registaram uma desaceleração significativa em 2008 (de 5.6 por cento, em 2007, para -1.3 por cento), quer das exportações de serviços, cuja taxa de crescimento real deverá situar-se em 1.7 por cento, após o elevado dinamismo observado em 2006 e 2007, com variações de, respectivamente, 11.7 e 12.6 por cento.

De acordo com a informação disponível relativa ao comércio internacional de mercadorias, divulgada pelo INE, a trajectória de desaceleração das exportações nominais de mercadorias, iniciada no segundo trimestre de 2007, acentuou-se marcadamente no último trimestre de 2008, devendo a queda das exportações manter-se durante o primeiro trimestre de 2009⁴¹. No conjunto do ano, os bens de média-alta tecnologia, nomeadamente “Máquinas e aparelhos”, foram os que mais contribuíram para a desaceleração das exportações face ao ano anterior, com destaque para as vendas deste tipo de

(40) As exportações de bens e serviços na área do euro registaram em 2008 um crescimento em termos reais de 1.7 por cento, após uma variação de 5.3 por cento em 2007.

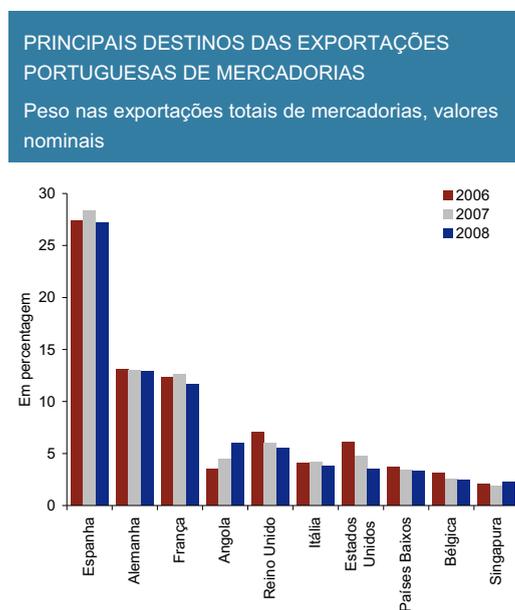
(41) Considerando a informação preliminar relativa ao comércio internacional, divulgada pelo INE, em Janeiro de 2009, as exportações nominais de mercadorias registaram uma redução de 29.4 por cento em termos homólogos, um valor que compara com uma queda de 11 por cento no último trimestre de 2008.

bens dirigidas ao mercado espanhol (Quadro 5.2). No entanto, a queda das exportações observada no quarto trimestre de 2008 apresentou um carácter transversal aos diversos grupos de bens.

Em termos de mercados de destino, realça-se a queda das exportações intra-comunitárias, com particular destaque para os principais mercados de referência das exportações nacionais, como a Espanha, a França e, de forma menos acentuada, a Alemanha (Quadro 5.3). Em sentido inverso, as exportações extra-comunitárias registaram uma ligeira aceleração em 2008, reforçando a tendência observada nos anos mais recentes de aumento do peso destes mercados nas exportações portuguesas. Neste contexto, há que destacar a manutenção do elevado dinamismo das exportações de mercadorias para Angola, com um crescimento em termos nominais de 34.8 por cento (39.2 por cento em 2007), tornando-se no quarto principal destino das exportações nacionais de mercadorias e o mais importante em termos extra-comunitários (Gráfico 5.9)⁴².

Depois de crescimentos muito substanciais verificados nos últimos dois anos, as exportações de serviços registaram uma forte desaceleração em 2008, tendo apresentado um crescimento nominal de 5.6 por cento, um valor que compara com 16.0 por cento em 2007. Esta evolução reflecte a desaceleração quer das exportações de turismo, quer das exportações de outros serviços, em particular serviços de transporte (Quadro 5.4). De acordo com a informação da balança de pagamentos, a trajectória de desaceleração das exportações nominais de serviços registada desde o início de 2008 acentuou-se no último trimestre do ano, devendo manter-se durante o primeiro trimestre de 2009⁴³. Para o menor dinamismo das exportações de serviços no período mais recente terá contribuído o desempenho particularmente desfavorável do sector do turismo, em linha com o significativo abrandamento da procura mundial de turismo⁴⁴. No quarto trimestre de 2008, as receitas deste sector registaram uma queda de 4.2 por cento, o que compara com crescimentos de 0.5 por cento, no conjunto de 2008, e de

Gráfico 5.9



Fonte: INE (Estatísticas do Comércio Internacional).

(42) Para além de Angola, há a registar o elevado dinamismo das exportações para outros mercados extra-comunitários, com destaque para Singapura, cujas exportações apresentaram um crescimento de 22.2 por cento em 2008.

(43) Em Janeiro de 2009, as exportações nominais de serviços registaram uma redução de 10.3 por cento em termos homólogos, um valor que compara com uma variação de 0.4 por cento no último trimestre de 2008.

(44) Em 2008, foi descontinuada a publicação do Inquérito ao Movimento de Pessoas nas Fronteiras, tornando impossível o cálculo da evolução da quota de mercado de Portugal com base neste indicador.

Quadro 5.2

EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE MERCADORIAS POR GRUPOS DE PRODUTOS, GRANDES CATEGORIAS ECONÓMICAS E GRAU DE INTENSIDADE TECNOLÓGICA

Taxa de variação homóloga e respectivo contributo; valores nominais

	Pesos 2007	Taxa de variação homóloga (em percentagem)										Contributo para a taxa de variação homóloga (em p.p.)									
				2007				2008						2007				2008			
		2007	2008	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2007	2008	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Total	100.0	8.9	1.0	13.6	9.9	6.4	6.0	5.2	4.6	5.4	-11.0	8.9	1.0	13.6	9.9	6.4	6.0	5.2	4.6	5.4	-11.0
<i>Classificação por grupos de produtos</i>																					
Agrícolas	3.9	16.1	19.4	13.0	8.3	18.7	23.7	20.7	31.6	24.4	4.8	0.6	0.8	0.5	0.3	0.7	0.9	0.8	1.1	0.9	0.2
Alimentares	4.6	19.0	10.2	18.5	19.7	18.9	18.9	13.1	11.7	12.3	5.1	0.8	0.5	0.7	0.8	0.8	0.9	0.5	0.5	0.6	0.3
Combustíveis minerais	4.5	-9.6	30.3	-20.3	-22.7	2.7	4.1	63.6	58.6	28.0	-17.6	-0.5	1.4	-1.0	-1.4	0.1	0.2	2.3	2.6	1.5	-0.9
Químicos	5.0	7.6	-7.6	-2.9	9.0	5.0	21.5	-2.7	-2.0	-2.8	-22.9	0.4	-0.4	-0.2	0.4	0.3	0.9	-0.1	-0.1	-0.1	-1.1
Plásticos, borracha	5.7	17.0	5.1	16.5	11.9	16.0	24.0	14.7	10.2	10.8	-14.2	0.9	0.3	0.9	0.6	0.9	1.2	0.8	0.6	0.6	-0.8
Peles, couros	0.3	1.3	-0.3	7.7	3.5	0.0	-5.7	-3.1	-0.2	7.5	-4.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Madeira, cortiça	4.3	10.1	-5.1	11.6	12.7	12.0	3.9	-0.4	-2.4	-5.2	-13.6	0.4	-0.2	0.5	0.6	0.5	0.2	0.0	-0.1	-0.2	-0.5
Pastas celulósicas, papel	4.4	6.5	0.5	6.5	3.1	4.1	12.4	7.6	3.1	2.7	-10.3	0.3	0.0	0.3	0.1	0.2	0.5	0.3	0.1	0.1	-0.5
Matérias têxteis	4.5	3.3	-6.9	6.9	2.7	4.1	0.0	-2.4	-6.7	-5.6	-12.8	0.2	-0.3	0.3	0.1	0.2	0.0	-0.1	-0.3	-0.2	-0.6
Vestuário	6.9	5.2	-7.4	4.4	3.6	1.9	11.0	-4.3	-5.8	-9.2	-10.6	0.4	-0.5	0.4	0.2	0.1	0.7	-0.3	-0.4	-0.6	-0.7
Calçado	3.5	3.8	2.1	2.4	5.8	3.6	4.1	0.0	-0.3	7.9	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0	0.3	0.0
Minerais, minérios	5.7	14.8	-1.0	17.7	16.5	15.9	9.7	6.0	4.5	4.4	-18.3	0.8	-0.1	0.9	0.9	0.8	0.5	0.3	0.3	0.3	-1.0
Metais comuns	8.8	14.1	1.1	20.0	18.8	10.1	7.2	0.7	8.9	9.0	-14.9	1.2	0.1	1.7	1.6	0.8	0.6	0.1	0.8	0.8	-1.2
Máquinas, aparelhos	19.8	8.7	-2.5	22.2	18.9	-0.8	-2.5	-1.5	-1.9	5.1	-11.1	1.7	-0.5	4.2	3.5	-0.2	-0.5	-0.3	-0.4	1.0	-2.2
Veículos, outro material de transporte	12.7	5.0	-2.7	25.7	6.2	1.3	-9.8	4.3	-5.6	1.3	-11.2	0.7	-0.3	3.1	0.9	0.2	-1.4	0.6	-0.8	0.2	-1.3
Óptica e precisão	0.9	8.0	1.3	6.8	12.0	3.0	9.6	11.0	12.6	0.7	-16.3	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	-0.2
Outros produtos	4.6	23.5	4.5	25.6	20.1	23.6	25.1	7.5	10.7	7.2	-7.3	1.0	0.2	1.1	0.9	0.9	1.0	0.3	0.5	0.3	-0.3
<i>Classificação por grandes categorias económicas</i>																					
Bens intermédios	33.6	13.0	-1.7	15.0	13.5	10.0	13.1	3.6	4.8	3.6	-19.1	4.3	-0.6	5.1	4.7	3.3	4.2	1.2	1.7	1.2	-6.6
Bens de equipamento	26.7	14.1	-0.9	23.5	24.3	6.5	3.7	3.7	-1.0	5.7	-11.7	3.8	-0.3	6.2	6.2	1.8	1.0	1.1	-0.3	1.5	-3.2
Bens de consumo ^(a)	33.6	4.5	0.5	10.0	1.6	4.1	2.4	1.4	0.9	2.5	-2.6	1.5	0.2	3.3	0.5	1.4	0.8	0.4	0.3	0.8	-0.8
Combustíveis	5.1	-12.8	36.7	-22.6	-27.7	2.6	-1.6	71.1	70.3	32.0	-13.0	-0.7	1.5	-1.1	-1.6	0.1	-0.1	2.3	2.7	1.6	-0.6
Outros	1.1	-2.4	20.6	-1.2	5.5	-11.1	-1.6	5.2	4.6	5.4	-11.0	0.0	0.2	0.0	0.1	-0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2
<i>Classificação por grau de intensidade tecnológica ^(b)</i>																					
Alta tecnologia	9.8	6.9	3.2	4.3	14.0	-3.0	12.5	17.6	6.4	3.8	-13.9	0.7	0.3	0.4	1.4	-0.3	1.2	1.7	0.6	0.4	-1.4
Média-alta tecnologia	31.4	8.4	-4.4	24.3	12.6	3.8	-4.6	-3.7	-4.8	3.2	-12.0	2.7	-1.4	7.3	4.0	1.2	-1.5	-1.2	-1.6	1.0	-3.6
Média-baixa tecnologia	24.8	9.3	7.0	9.7	6.7	10.5	10.4	15.0	17.0	12.5	-15.9	2.3	1.7	2.4	1.7	2.6	2.5	3.5	4.3	3.2	-4.0
Baixa tecnologia	34.0	9.7	0.9	9.9	8.5	8.7	11.7	3.5	3.7	2.4	-5.6	3.3	0.3	3.5	2.8	2.9	3.9	1.2	1.2	0.8	-2.0
Por memória: Total excluindo combustíveis	94.9	10.1	-0.5	15.4	12.2	6.6	6.4	3.0	2.0	4.0	-10.9	9.6	-0.5	14.7	11.4	6.3	6.1	2.9	1.9	3.8	-10.4

Fonte: INE (Estatísticas do Comércio Internacional).

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

Quadro 5.3

EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE MERCADORIAS POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

Taxa de variação homóloga e respectivo contributo; valores nominais

	Pesos 2007	Taxa de variação homóloga (em percentagem)										Contributo para a taxa de variação homóloga (em p.p.)																			
		2007		2008		2007				2008				2007		2008		2007				2008									
		2007	2008	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2007	2008	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4						
TOTAL	100.0	8.9	1.0	13.6	9.8	6.4	6.0	5.2	4.6	5.4	-11.0	8.9	1.0	13.6	9.8	6.4	6.0	5.2	4.6	5.4	-11.0	8.9	1.0	13.6	9.8	6.4	6.0	5.2	4.6	5.4	-11.0
Intra-comunitário	76.7	7.8	-2.8	12.1	8.3	6.3	4.7	3.3	1.5	0.2	-16.4	6.1	-2.2	9.6	6.5	4.7	3.6	2.6	1.1	0.2	-12.4	6.1	-2.2	9.6	6.5	4.7	3.6	2.6	1.1	0.2	-12.4
dos quais:																															
Espanha	28.3	12.5	-3.0	14.8	9.8	13.1	12.6	3.9	5.3	0.8	-21.8	3.4	-0.8	4.2	2.8	3.4	3.4	1.1	1.5	0.2	-6.2	3.4	-0.8	4.2	2.8	3.4	3.4	1.1	1.5	0.2	-6.2
Alemanha	13.0	8.2	-0.3	28.9	9.7	2.8	-5.0	2.6	-0.5	4.4	-7.7	1.1	0.0	3.5	1.3	0.4	-0.7	0.4	-0.1	0.6	-1.0	1.1	0.0	3.5	1.3	0.4	-0.7	0.4	-0.1	0.6	-1.0
França	12.6	11.1	-6.5	14.6	11.3	9.7	8.6	-2.2	-1.1	-5.2	-18.1	1.4	-0.8	2.0	1.4	1.1	1.0	-0.3	-0.1	-0.6	-2.2	1.4	-0.8	2.0	1.4	1.1	1.0	-0.3	-0.1	-0.6	-2.2
Reino Unido	6.0	-7.4	-7.7	-7.4	-0.3	-8.7	-13.1	-3.7	-8.7	-3.0	-15.3	-0.5	-0.5	-0.5	0.0	-0.6	-0.9	-0.2	-0.6	-0.2	-0.9	-0.5	-0.5	-0.5	0.0	-0.6	-0.9	-0.2	-0.6	-0.2	-0.9
Itália	4.1	9.6	-7.7	10.6	6.7	4.6	16.9	1.3	-3.5	-10.3	-18.4	0.4	-0.3	0.5	0.3	0.2	0.6	0.1	-0.1	-0.4	-0.8	0.4	-0.3	0.5	0.3	0.2	0.6	0.1	-0.1	-0.4	-0.8
Extra-comunitário	23.3	12.6	13.5	19.3	15.3	6.9	10.2	12.2	15.0	21.2	6.0	2.8	3.2	4.0	3.3	1.7	2.4	2.6	3.4	5.2	1.5	2.8	3.2	4.0	3.3	1.7	2.4	2.6	3.4	5.2	1.5
dos quais:																															
Estados Unidos	4.8	-15.1	-25.0	8.2	-17.3	-29.0	-16.8	-24.2	-19.1	-16.3	-39.9	-0.9	-1.2	0.4	-1.1	-2.0	-1.0	-1.2	-0.9	-0.7	-1.9	-0.9	-1.2	0.4	-1.1	-2.0	-1.0	-1.2	-0.9	-0.7	-1.9
PALOP	5.5	35.3	30.4	40.9	35.8	34.7	31.5	20.2	23.9	36.6	38.2	1.6	1.7	1.6	1.5	1.6	1.6	1.0	1.2	2.1	2.4	1.6	1.7	1.6	1.5	1.6	1.6	1.0	1.2	2.1	2.4

Fonte: INE (Estatísticas do Comércio Internacional).

Quadro 5.4

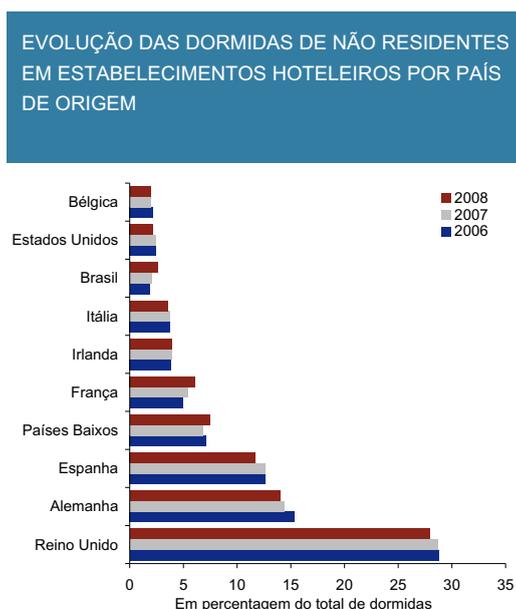
EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE SERVIÇOS							
Taxa de variação homóloga e respectivo contributo; valores nominais							
	Pesos 2007	Taxa de variação (em percentagem)			Contributo para a taxa de variação (em p.p.)		
		2006	2007	2008	2006	2007	2008
Total	100.0	19.4	16.0	5.6	19.4	16.0	5.6
Turismo	43.6	7.6	10.9	0.5	3.9	5.0	0.2
Transportes	25.4	40.7	18.8	10.5	8.6	4.7	2.7
Outros serviços fornecidos por empresas	18.1	26.4	21.8	10.7	4.3	3.8	1.9
Comunicação	3.4	6.5	15.9	8.8	0.2	0.5	0.3
Construção	3.6	45.8	40.9	8.3	1.1	1.2	0.3
Serviços financeiros	1.4	14.5	25.0	-4.0	0.2	0.3	-0.1
Serviços de informação e informática	1.4	40.7	36.6	15.3	0.4	0.4	0.2
Serviços de natureza pessoal, cultural e recreativa	1.1	22.2	-6.2	7.2	0.3	-0.1	0.1
Operações governamentais	1.0	17.7	10.3	0.5	0.2	0.1	0.0
Seguros	0.6	14.1	5.9	5.4	0.1	0.0	0.0
Direitos de utilização	0.4	34.1	9.3	-22.8	0.1	0.0	-0.1

Fonte: Banco de Portugal (Balança de Pagamentos).

10.9 por cento, em 2007. A perda de dinamismo do sector do turismo é igualmente observável no comportamento das dormidas de turistas não residentes, que registaram uma queda de 1.6 por cento em 2008, após um crescimento de 5.8 por cento em 2007 (Gráfico 5.10).

Em 2008, as importações de bens e serviços apresentaram um crescimento claramente abaixo do verificado no ano anterior. O menor dinamismo das importações em 2008 reflecte essencialmente o me-

Gráfico 5.10



Fonte: INE.

Nota: Total de dormidas de não residentes: 26205.2 mil (2008), 26626.8 mil (2007) e 25158.7 mil (2006).

nor vigor das importações de mercadorias, que registaram uma desaceleração significativa (de 5.7 por cento, em 2007, para 1.9 por cento). Por seu turno, as importações de serviços mantiveram um ritmo de expansão semelhante ao observado em 2007. De acordo com a informação da balança de pagamentos, em 2008, as importações de serviços apresentaram um crescimento em termos nominais de 8.6 por cento, um valor que compara com 9.1 por cento em 2007, sendo de destacar, no entanto, a desaceleração significativa das importações de turismo e de serviços de transporte, que conjuntamente representam cerca de metade das importações nominais de serviços (Quadro 5.5).

A desaceleração das importações de mercadorias em 2008 verificou-se num contexto de perda de dinamismo de várias componentes da procura interna com elevado conteúdo importado, como o consumo de bens duradouros e o investimento em máquinas e material de transporte (Gráfico 5.11). De acordo com as actuais estimativas, as importações de bens e serviços registaram um crescimento em termos reais de 2.1 por cento (5.6 por cento em 2007), um valor ainda assim superior ao estimado para o crescimento da procura interna (e também da procura global ponderada), resultando num novo aumento da taxa de penetração das importações na economia nacional. Em termos nominais, as importações de mercadorias registaram uma ligeira desaceleração em 2008 (de 7.4 para 7.2 por cento), apesar do crescimento significativo das importações de combustíveis, que registaram, no conjunto do ano, um aumento de 30.2 cento, após uma ligeira queda no ano anterior (Quadro 5.6). Excluindo combustíveis, o crescimento nominal das importações situou-se em 3.6 por cento (9.1 por cento em 2007). A informação disponível aponta para a manutenção da trajectória de queda das importações de mercadorias nos primeiros meses de 2009⁴⁵. A desaceleração das importações de mercadorias reflectiu o menor crescimento das importações intra-comunitárias, com particular destaque para alguns dos principais mercados de origem, como Espanha e França. Em sentido contrário, observou-se uma aceleração das importações extra-comunitárias, em particular das provenientes dos países produtores de petróleo.

Quadro 5.5

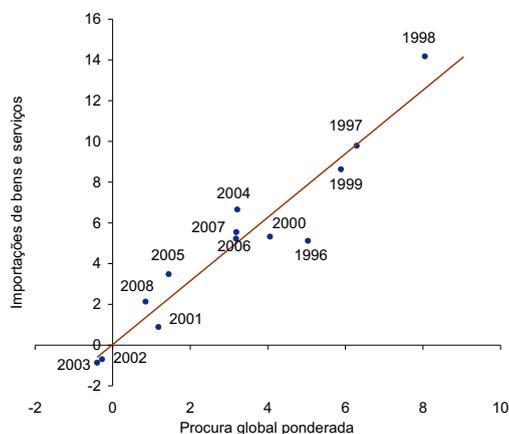
IMPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE SERVIÇOS							
Taxa de variação homóloga e respectivo contributo; valores nominais							
	Pesos 2007	Taxa de variação (em percentagem)			Contributo para a taxa de variação (em p.p.)		
		2006	2007	2008	2006	2007	2008
Total	100.0	15.1	9.1	8.6	15.1	9.1	8.6
Turismo	27.2	8.3	7.9	2.4	2.4	2.2	0.7
Transportes	30.8	14.9	10.6	6.4	4.5	3.2	2.0
Outros serviços fornecidos por empresas	20.2	11.7	9.7	17.8	2.4	1.9	3.6
Comunicação	5.5	39.4	29.2	15.5	1.5	1.3	0.8
Construção	1.2	22.4	15.8	28.2	0.2	0.2	0.3
Serviços financeiros	1.9	12.9	-2.7	29.0	0.3	-0.1	0.6
Serviços de informação e informática	2.8	29.7	11.4	17.4	0.7	0.3	0.5
Serviços de natureza pessoal, cultural e recreativa	3.5	37.1	-1.0	10.1	1.2	0.0	0.4
Operações governamentais	2.0	67.7	-7.2	-21.9	1.1	-0.2	-0.4
Seguros	1.8	11.0	0.8	6.5	0.2	0.0	0.1
Direitos de utilização	3.1	13.7	5.7	2.4	0.4	0.2	0.1

Fonte: Banco de Portugal (Balança de Pagamentos).

(45) Considerando a informação preliminar relativa ao comércio internacional, divulgada pelo INE, em Janeiro de 2009, as importações nominais de mercadorias registaram uma redução de 27.0 por cento em termos homólogos, um valor que compara com uma queda de 6.4 por cento no último trimestre de 2008.

Gráfico 5.11

**IMPORTAÇÕES DE BENS E SERVIÇOS E
PROCURA GLOBAL PONDERADA**
Taxa de variação real, em percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Quadro 5.6

IMPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE MERCADORIAS POR GRUPOS DE PRODUTOS
Taxa de variação homóloga e respectivo contributo; valores nominais

	Pesos 2007	Taxa de variação (em percentagem)			Contributo para a taxa de variação (em p.p.)		
		2006	2007	2008	2006	2007	2008
Total	100.0	8.1	7.4	7.2	8.1	7.4	7.2
<i>Classificação por grupos de produtos</i>							
Agrícolas	8.9	9.2	14.9	9.5	0.8	1.2	0.9
Alimentares	3.6	5.5	13.8	11.2	0.2	0.5	0.4
Combustíveis minerais	14.0	12.0	-1.5	29.1	1.8	-0.2	4.1
Químicos	8.7	10.7	2.6	6.7	1.0	0.2	0.6
Plásticos, borracha	5.0	6.1	15.3	0.2	0.3	0.7	0.0
Pele, couros	1.0	2.5	14.2	-1.9	0.0	0.1	0.0
Madeira, cortiça	1.3	-1.8	17.3	-6.1	0.0	0.2	-0.1
Pastas celulósicas, papel	2.4	5.0	6.8	0.2	0.1	0.2	0.0
Matérias têxteis	3.1	3.1	0.6	-8.2	0.1	0.0	-0.2
Vestuário	2.8	3.6	17.2	1.6	0.1	0.4	0.0
Calçado	0.9	7.0	15.2	4.1	0.1	0.1	0.0
Minerais, minérios	1.6	-2.0	4.6	1.8	0.0	0.1	0.0
Metais comuns	9.9	23.7	10.8	0.7	2.0	1.0	0.1
Máquinas, aparelhos	19.7	7.9	6.7	3.6	1.6	1.3	0.7
Veículos, outro material de transporte	11.9	1.0	9.5	5.8	0.1	1.1	0.7
Óptica e precisão	2.1	3.8	5.4	1.2	0.1	0.1	0.0
Outros produtos	3.1	-0.4	8.0	1.2	0.0	0.2	0.0
<i>Classificação por grandes categorias económicas</i>							
Bens intermédios	30.9	9.6	11.3	2.3	2.8	3.4	0.7
Bens de equipamento	31.5	4.6	6.9	4.6	1.5	2.2	1.5
Bens de consumo	23.5	8.5	9.3	3.6	1.9	2.1	0.8
Combustíveis	13.6	13.2	-2.2	30.2	1.9	-0.3	4.1
Outros	0.5	-20.5	14.6	23.1	-0.1	0.1	0.1
<i>Por memória: Total excluindo combustíveis</i>	86.4	7.2	9.1	3.6	6.2	7.8	3.1

Fonte: INE (Estatísticas do Comércio Internacional).

6. PREÇOS

A inflação, medida pela taxa de variação média anual do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), aumentou de 2.4 por cento, em 2007, para 2.7 por cento em 2008 (Quadro 6.1). O crescimento total dos preços em 2008 ficou acima do projectado pelo Banco de Portugal no início do ano, reflectindo o facto de o aumento dos preços dos bens energéticos ter ficado acima do projectado e de a componente excluindo estes bens ter tido uma evolução idêntica à projectada⁴⁶. A taxa de variação média do IHPC na área do euro também aumentou, passando de 2.1 por cento em 2007, para 3.3 por cento em 2008. Deste modo, o diferencial de inflação face à área do euro passou de 0.3 pontos percentuais (p.p.) em 2007 para -0.6 p.p. em 2008, o que constitui um mínimo desde o início da área do euro.

A aceleração dos preços em 2008 ocorreu num contexto em que, por um lado, a evolução dos salários se manteve relativamente estável face a 2007 e em que, por outro lado, apesar da queda dos preços de importação do total dos bens de consumo, os preços de importação dos bens de consumo alimentar (em particular, excluindo tabaco) e dos bens energéticos aceleraram, em termos médios anuais, em linha com os preços das matérias-primas alimentares e energéticas nos mercados internacionais (Quadro 6.2)⁴⁷. Em 2008, os salários cresceram a uma taxa relativamente próxima da registada em 2007 e da evolução na área do euro (Quadro 6.3). Por seu lado, no mesmo período, os CTUP aceleraram, o que, de acordo com estimativas do Banco de Portugal, e com base em informação do Inquérito ao Emprego do Instituto Nacional de Estatística (INE), reflectiu uma desaceleração atípica da produtividade (ver "Secção 4 *Oferta*", neste Boletim). Também na área do euro houve um crescimento dos

Quadro 6.1

IHPC - PRINCIPAIS CLASSES E AGREGADOS								
Taxa de variação, em percentagem								
	Pesos 2007	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Total	100.0	3.7	3.3	2.5	2.1	3.0	2.4	2.7
Total excluindo energéticos	90.8	3.9	3.1	2.3	1.4	2.5	2.3	2.2
Total excl.alimentares não transf. e energéticos	79.4	4.5	3.3	2.6	1.7	2.4	2.2	2.5
Bens	62.3	2.4	2.4	1.6	1.9	3.2	2.2	2.4
Alimentares	21.9	1.9	2.6	1.4	0.1	3.6	2.8	4.2
Não Transformados	11.3	0.2	2.1	0.0	-0.5	3.2	3.0	0.6
Transformados	10.6	3.8	3.1	2.8	0.8	4.1	2.6	8.1
Industriais	40.4	2.7	2.4	1.8	2.8	3.0	1.9	1.4
Não Energéticos	31.1	3.1	1.8	0.8	1.0	1.5	1.4	-0.2
Energéticos	9.2	1.2	4.9	5.4	10.0	8.1	3.5	6.6
Serviços	37.7	5.9	4.6	3.9	2.5	2.7	2.8	3.1
<i>Por memória:</i>								
IPC ^(a)	-	3.6	3.3	2.4	2.3	3.1	2.5	2.6
IHPC - Área do euro	-	2.2	2.1	2.1	2.2	2.2	2.1	3.3

Fontes: Eurostat, INE e Banco de Portugal.

Nota: (a) Até Dezembro de 2002, as taxas de variação foram calculadas utilizando o IPC de base 1997. A partir de Janeiro de 2003, as taxas de variação foram calculadas utilizando o IPC de base 2002.

(46) Ver Banco de Portugal, *Boletim Económico-Inverno 2007*.

(47) Para uma discussão mais detalhada sobre a evolução dos preços dos bens alimentares transformados, ver a "Caixa 5.1 A evolução dos preços dos bens alimentares transformados ao longo de 2007", Banco de Portugal, *Relatório Anual 2007*.

Quadro 6.2

PORTUGAL - PRINCIPAIS INDICADORES DE PREÇOS INTERNACIONAIS							
Taxa de variação, em percentagem							
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Preços de importação de mercadorias^(a)							
Total	-2.4	-2.2	2.2	3.1	4.1	1.1	5.1
Total excluindo combustíveis	-1.8	-2.9	0.8	-0.6	1.4	1.2	0.6
Bens de consumo	-0.6	-2.9	-1.6	-2.7	0.9	-0.1	-0.3
Preço internacional de matérias-primas							
Preço do petróleo (<i>Brent Blend</i>), EUR	-4.9	-5.0	21.4	45.0	19.0	0.4	26.6
Preço de matérias-primas não energéticas, EUR	-0.9	-4.5	10.8	9.4	24.8	9.2	4.4
<i>Por memória:</i>							
Índice cambial efectivo nominal para Portugal ^(b)	0.6	2.6	0.6	-0.2	0.2	0.8	1.2

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

Notas: (a) Cálculos do Banco de Portugal a partir de informação disponibilizada pelo INE. A classificação por grandes categorias económicas apresentada neste quadro difere da utilizada pelo INE na medida em que os automóveis ligeiros de passageiros estão incluídos nos bens de consumo e não nos bens de equipamento. (b) Uma variação positiva corresponde a uma apreciação do índice. Para uma descrição detalhada da metodologia, veja-se Gouveia, A. C., Coimbra, C. (2004), "Novo índice cambial efectivo para a economia portuguesa", Banco de Portugal, *Boletim Económico-Dezembro*.

Quadro 6.3

SALÁRIOS E PRODUTIVIDADE EM PORTUGAL E NA ÁREA DO EURO							
Taxa de variação média anual, em percentagem							
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Portugal^(a)							
Total da economia							
Remunerações por trabalhador	3.0	2.8	2.4	3.9	2.7	3.5	3.1
Produtividade	0.3	0.3	1.7	1.2	1.3	1.6	-0.6
Custos unitários do trabalho	2.7	2.5	0.7	2.7	1.4	1.8	3.6
Área do euro^(b)							
Total da economia							
Remunerações por trabalhador	2.6	2.3	2.1	1.9	2.2	2.5	3.2
Produtividade	0.2	0.4	1.1	0.8	1.4	0.8	0.0
Custos unitários do trabalho	2.4	1.9	1.0	1.1	0.8	1.7	3.2

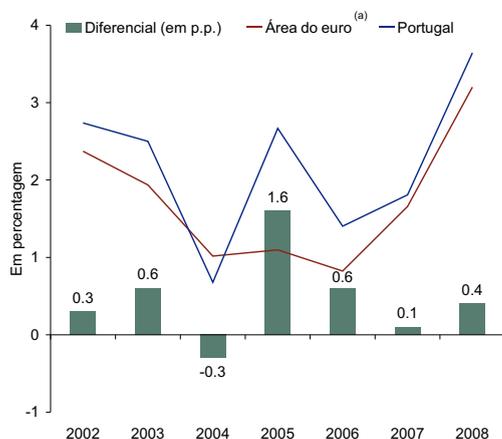
Fontes: BCE, INE e Banco de Portugal.

Nota: (a) As remunerações por trabalhador excluem as contribuições sociais das administrações públicas. (b) Os valores para 2008 são preliminares.

CTUP superior ao de 2007, associado quer à desaceleração da produtividade, quer à aceleração das remunerações por trabalhador. Ao contrário do verificado no ano anterior, o diferencial positivo entre o crescimento dos custos unitários do trabalho em Portugal e na área do euro aumentou, passando de 0.1 p.p. em 2007 para 0.4 p.p. em 2008 (Gráfico 6.1).

Porém, a evolução da inflação, em termos médios anuais, encobriu um marcado perfil intra-anual, bem como uma notória heterogeneidade entre os diversos sub-agregados (Gráfico 6.2). Em particular, é possível distinguir dois períodos distintos na evolução dos preços ao longo de 2008: um período de aceleração dos preços, desde o final de 2007 até Setembro de 2008; e um período de acentuada desaceleração no último trimestre de 2008, que se prolongou no início de 2009. Este perfil intra-anual reflectiu a evolução dos preços dos bens energéticos e dos bens alimentares transformados, que por sua vez esteve associada à evolução dos preços das matérias-primas energéticas e alimentares no

Gráfico 6.1

**CUSTOS DE TRABALHO POR UNIDADE
PRODUZIDA EM PORTUGAL E NA ÁREA DO EURO**
 Taxas de variação e diferencial


Fontes: BCE, INE e Banco de Portugal.
 Nota: (a) O valor para 2008 é preliminar.

Gráfico 6.2

**ÍNDICE HARMONIZADO DE PREÇOS NO
CONSUMIDOR**
 Taxas de variação homóloga e média


Fonte: Eurostat.

mercado mundial (ver “Secção 2 [Enquadramento Internacional](#)”, neste Boletim). (Gráficos 6.3, 6.4 e 6.5)⁴⁸.

Dado que as perturbações no preço de um determinado bem ou serviço podem propagar-se aos preços de outros bens ou serviços através de mecanismos de transmissão (directa ou indirecta), que variam consoante os mercados em causa e a sua estrutura, esta aceleração dos preços dos bens alimentares transformados e dos bens energéticos terá, por sua vez, influenciado a evolução de outros preços. Em particular, as alterações nos preços dos serviços de transportes parecem ser precedidas por alterações nos preços dos combustíveis e lubrificantes e a evolução dos preços dos bens alimentares transformados terá influenciado, com algum desfasamento, os preços dos restaurantes e cafés (Gráfico 6.6 e 6.7)⁴⁹. Os desfasamentos que podem ocorrer nesta transmissão dependem da natureza, magnitude e persistência das perturbações iniciais dos preços, bem como da estrutura dos mercados em causa. Por exemplo, apesar de os preços dos bens alimentares terem começado a desacelerar a partir de Agosto de 2008, tal evolução só foi perceptível nos preços dos restaurantes e cafés a partir de Novembro. Esta evolução intra-anual conduziu à aceleração dos preços dos restaurantes e cafés em termos médios anuais (de 2.6 por cento em 2007 para 3.8 por cento em 2008) que determinou em larga medida a ligeira aceleração dos preços dos serviços observada no conjunto do ano de 2008. No caso dos preços dos serviços de transporte, as alterações dos preços dos bens energéticos parecem repercutir-se com menor desfasamento.

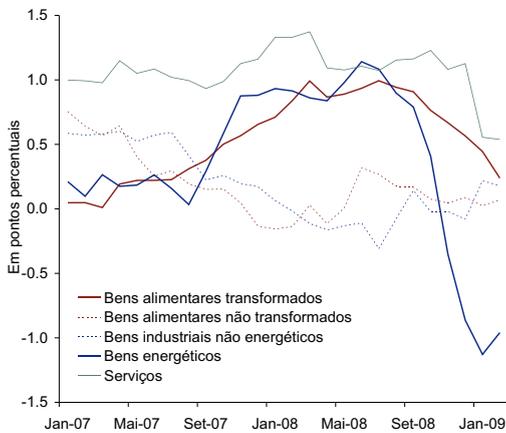
Nos últimos meses de 2008 e início de 2009, verificou-se uma desaceleração dos preços particularmente acentuada, com as taxas de variação homóloga do IHPC total a passarem de 3.2 por cento em Setembro de 2008 para 0.1 por cento em Fevereiro de 2009. Neste período registou-se um aumento

(48) Registaram-se também perturbações ao nível dos preços relativos de outros produtos, que geraram episódios temporários de alguma volatilidade na variação homóloga mensal dos preços. Em particular, importa destacar a desaceleração verificada em Abril de 2008, em larga medida associada ao efeito de base da forte subida dos preços dos serviços hospitalares no mês homólogo do ano anterior.

(49) Os preços de outros bens energéticos também estão habitualmente relacionados com o preço dos produtos petrolíferos. Porém, em Portugal, esta ligação não foi visível no caso dos preços da electricidade e do gás. No primeiro caso, o aumento do preço da electricidade em 2008 foi inferior ao registado no ano anterior. Relativamente ao gás, desde Julho de 2008, as tarifas de venda de gás natural a clientes finais passaram a ser fixadas pela Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos (ERSE), o que teve um impacto não negligenciável sobre a evolução do preço no consumidor do gás (com uma taxa de variação homóloga de 2.5 por cento no quarto trimestre de 2008, após 4.3 por cento no terceiro trimestre e 10.4 por cento no trimestre anterior).

Gráfico 6.3

EVOLUÇÃO DOS CONTRIBUTOS PARA A TAXA DE VARIÇÃO HOMÓLOGA DO IHPC TOTAL

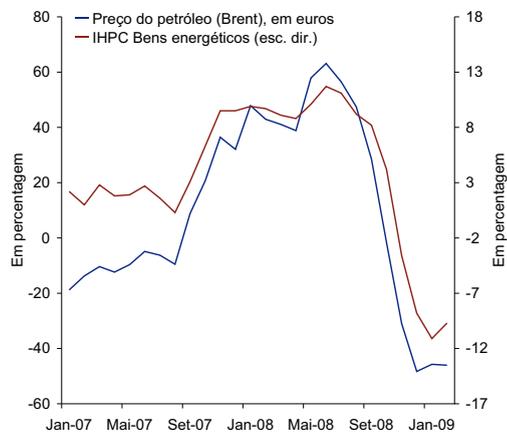


Fonte: Eurostat.

Gráfico 6.4

PREÇOS DOS BENS ENERGÉTICOS

Taxa de variação homóloga

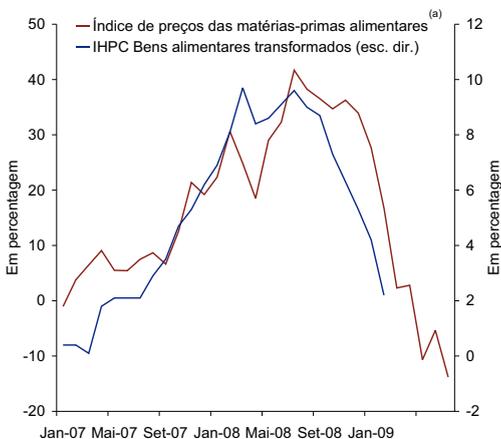


Fontes: Eurostat e Thomson Reuters.

Gráfico 6.5

PREÇOS DOS BENS ALIMENTARES

Taxa de variação homóloga



Fontes: Eurostat e HWWI.

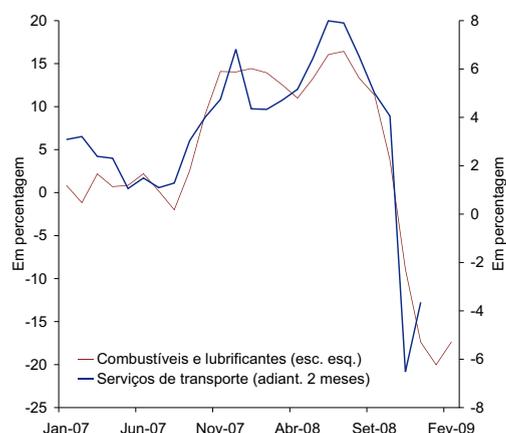
Nota: (a) Série desfasada cinco períodos.

progressivo do peso das componentes com taxas de variação negativa (Gráfico 6.8)⁵⁰. Esta evolução reflectiu, por um lado, a continuação da desaceleração dos preços dos bens energéticos (que apresentaram taxas de variação homólogas negativas de Novembro de 2008 a Fevereiro de 2009) e dos bens alimentares transformados. A desaceleração dos preços destes bens, que tinham registado taxas de variação bastante elevadas no final de 2007 e início de 2008, terá sido transmitida a outros preços, dos quais os preços dos serviços de transporte e dos restaurantes e cafés são exemplos, conforme referido anteriormente. Por outro lado, a descida das taxas de variação homóloga do IHPC também traduziu uma desaceleração dos serviços, particularmente forte nos primeiros dois meses de

(50) A "Caixa 2 *Evolução recente dos preços no consumidor e riscos de deflação na área do euro*" apresenta uma análise semelhante para a área do euro.

Gráfico 6.6

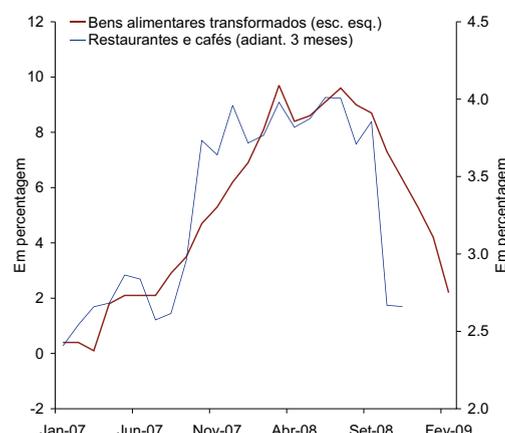
EVOLUÇÃO DOS PREÇOS DOS COMBUSTÍVEIS E LUBRIFICANTES E DOS SERVIÇOS DE TRANSPORTE
Taxa de variação homóloga



Fonte: Eurostat.

Gráfico 6.7

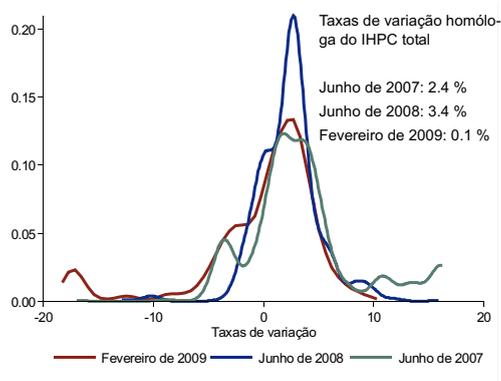
EVOLUÇÃO DOS PREÇOS DOS BENS ALIMENTARES TRANSFORMADOS E DOS RESTAURANTES E CAFÉS
Taxa de variação homóloga



Fonte: Eurostat.

Gráfico 6.8

DISTRIBUIÇÃO EMPÍRICA DAS TAXAS DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA DAS COMPONENTES DO IHPC TOTAL



Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.
Nota: Distribuição empírica obtida recorrendo a métodos não paramétricos, nomeadamente a um *kernel* gaussiano que pondera as diversas componentes (ao todo, 88 componentes) pelo respectivo peso no cabaz total.

2009 (1.5 e 1.4 por cento em Janeiro e Fevereiro de 2009, respectivamente, após 3.0 por cento em Dezembro de 2008) associada a quedas nos preços das férias organizadas e dos serviços de alojamento, que terão reflectido o acentuado abrandamento da procura interna e externa no quarto trimestre de 2008 (ver “Secção 5 *Despesa*”, neste Boletim).

A existência de heterogeneidade é uma característica intrínseca à distribuição das taxas de variação dos preços das componentes do IHPC. No período mais recente, para além do aumento da dispersão, verificou-se uma maior ocorrência de grandes diminuições de preços do que de grandes aumen-

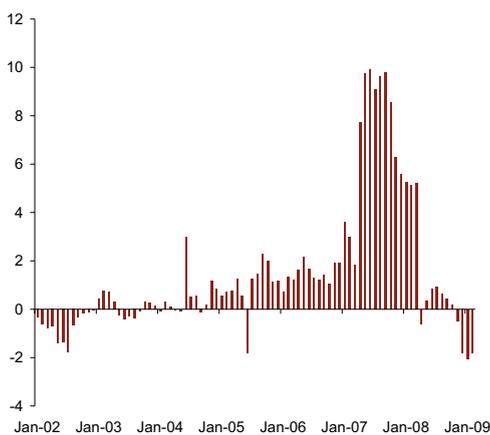
tos, o que implicou uma alteração do sinal da assimetria da distribuição das taxas de variação do IHPC, que passou a ser negativo (Gráfico 6.9). Adicionalmente, convém referir que o peso das componentes com taxas de variação homólogas superiores a zero continuou a ser significativamente superior ao das componentes que registaram quedas nos preços (Gráfico 6.8).

A inflação em Portugal tem apresentado uma evolução relativamente estável, em termos médios anuais, circunscrevendo-se, nos últimos cinco anos, a um intervalo de variação com uma amplitude não superior a 1 p.p. Um dos factores que contribuiu para esta estabilidade foi a participação na área do euro, sendo importante destacar o contributo da estabilização das expectativas de inflação em torno de valores próximos da média da área (Gráfico 6.10). No entanto, neste período observaram-se diferenciais de inflação face à área do euro, que terão decorrido de diferenças ao nível da origem das perturbações de preços, das estruturas dos mercados e dos canais de transmissão. Neste quadro, o diferencial total de inflação (medida pelo IHPC) face à área do euro tem vindo a diminuir de forma relativamente contínua desde Julho de 2007, situando-se em valores negativos desde Setembro do mesmo ano e atingindo um mínimo de -1.1 pontos percentuais em Fevereiro de 2009 (Gráfico 6.11).

Esta evolução do diferencial total foi relativamente generalizada, reflectindo fundamentalmente as componentes dos bens alimentares não transformados e dos bens industriais, energéticos e não energéticos. Em particular, a existência de um diferencial negativo face à área do euro no caso dos bens industriais não energéticos reflectiu a diminuição dos preços deste agregado em Portugal que, estando em linha com a desaceleração dos preços de importação de bens não energéticos, num contexto de apreciação do euro em termos acumulados, foi também significativamente influenciada pela queda dos preços dos veículos automóveis⁵¹. Adicionalmente, verificou-se em Portugal a redução de 1 p.p. da taxa normal do IVA em Julho de 2008, embora exista alguma incerteza sobre o grau efectivo de transmissão desta redução aos preços finais no consumidor⁵².

Gráfico 6.9

ASSIMETRIA DA DISTRIBUIÇÃO DAS TAXAS DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA DAS COMPONENTES DO IHPC



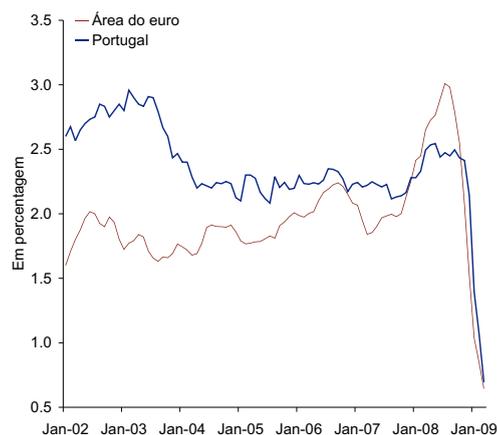
Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: A medida de assimetria usada é calculada como $m_3/m_2^{3/2}$, onde m_k é o momento centrado de ordem k . O sinal desta medida indica o sinal da assimetria.

Gráfico 6.10

EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO: PORTUGAL E ÁREA DO EURO

Expectativas para um horizonte de 12 meses



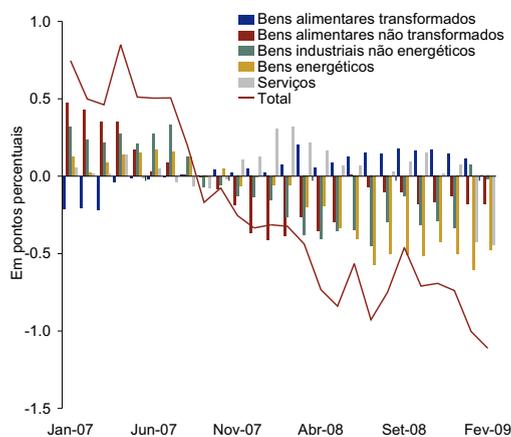
Fontes: Consensus Forecasts e cálculos do Banco de Portugal.

(51) Para uma descrição mais detalhada sobre as alterações fiscais que deverão estar associadas à evolução dos preços dos veículos automóveis, ver "Secção 5 *Despesa*", neste Boletim.

(52) Ver Banco de Portugal, *Boletim Económico-Verão 2008*.

Gráfico 6.11

DECOMPOSIÇÃO DO DIFERENCIAL ENTRE A
TAXA DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA DO IHPC TOTAL
EM PORTUGAL E NA ÁREA DO EURO



Fonte: Eurostat.

Por seu lado, verificou-se um diferencial de variação de preços positivo entre Portugal e a área do euro na componente dos serviços, ao longo de 2008, para o qual contribuiu a aceleração dos preços dos restaurantes e cafés em Portugal. Nos primeiros meses de 2009 este diferencial inverteu o seu sinal, devido essencialmente à queda dos preços dos serviços de transporte, serviços de alojamento e férias organizadas observada em Portugal. O agregado “Bens alimentares transformados excluindo tabaco” tem apresentado diferenciais positivos face à área do euro, em termos de taxa de variação homóloga ao longo de 2008, sendo virtualmente nulo em Fevereiro de 2009⁵³. Em 2008, a existência de um diferencial de inflação negativo face à área do euro não parece ter sido globalmente condicionada pela componente dos preços administrados, pois o diferencial de variação de preços negativo no caso dos bens com preços administrados (nomeadamente, a electricidade, o gás e os produtos farmacêuticos) foi compensado pelo diferencial positivo no caso dos serviços com preços administrados (em particular, a recolha de lixo e saneamento básico e as rendas efectivamente pagas). Nos primeiros meses de 2009, registou-se um diferencial negativo na componente dos preços administrados, reflectindo a diminuição do diferencial positivo observado no caso dos serviços com preços administrados.

7. BALANÇA DE PAGAMENTOS

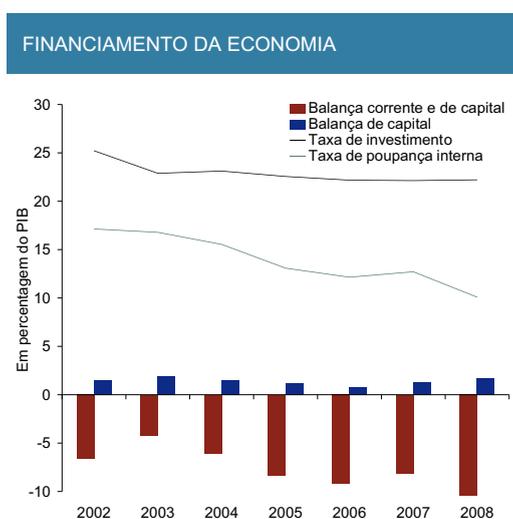
Em 2008, as necessidades líquidas de financiamento externo da economia portuguesa em percentagem do PIB aumentaram, ao contrário do verificado em 2007, ano em que se registou uma interrupção da trajectória de agravamento do desequilíbrio externo português (Gráfico 7.1). Esta evolução reflectiu predominantemente a deterioração acentuada do défice da balança de mercadorias e serviços, traduzindo, por um lado, a queda abrupta das exportações, sobretudo na parte final do ano, que contrasta com uma menor desaceleração das importações, num quadro de virtual estabilização do crescimento do consumo privado em Portugal. Por outro lado, registou-se uma evolução desfavorável

(53) No caso do tabaco, o diferencial de inflação face à área do euro também é positivo. No entanto, no período mais recente, o seu contributo para o diferencial de inflação total tem-se mantido relativamente estável, em torno de 0.1 p.p., sendo virtualmente nulo no início de 2009.

dos termos de troca, mercê do forte aumento, em média anual, do preço das matérias-primas, em particular do petróleo, nos mercados internacionais.

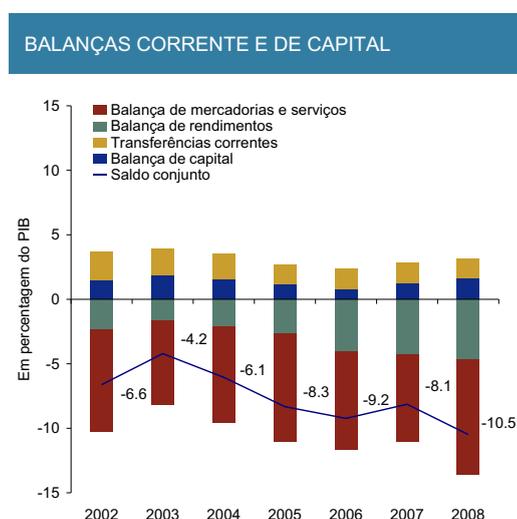
Em termos macroeconómicos, a referida evolução reflectiu a redução da taxa de poupança interna, um ligeiro aumento do excedente da balança de capital e a manutenção da taxa de investimento da economia num nível relativamente próximo do registado em 2007. Como tal, em 2008, o défice conjunto da balança corrente e de capital situou-se em 10.5 por cento do Produto Interno Bruto (PIB), o que representa um aumento de 2.4 pontos percentuais (p.p.) do PIB face ao ano anterior (Gráfico 7.2 e Quadro 7.1). Quando comparado com a projecção divulgada no início de 2008, o défice da balança corrente e de capital foi revisto em alta 3.2 p.p do PIB, não obstante a substancial revisão em baixa do crescimento da actividade económica, reflectindo em larga medida um défice da balança de mercado-

Gráfico 7.1



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 7.2



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Quadro 7.1

BALANÇA CORRENTE E DE CAPITAL
Saldos em percentagem do PIB

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Balança corrente e de capital	-6.6	-4.2	-6.1	-8.3	-9.2	-8.1	-10.5
Balança corrente	-8.1	-6.1	-7.6	-9.5	-10.0	-9.4	-12.1
Mercadorias e Serviços	-7.9	-6.5	-7.5	-8.4	-7.6	-6.8	-8.9
Mercadorias	-10.4	-9.1	-10.3	-11.0	-10.8	-10.7	-12.8
Serviços	2.5	2.6	2.8	2.6	3.2	3.9	3.9
dos quais:							
Viagens e turismo	2.8	2.7	2.8	2.5	2.6	2.8	2.7
Rendimentos	-2.3	-1.7	-2.1	-2.6	-4.1	-4.2	-4.7
Transferências correntes	2.2	2.1	2.0	1.5	1.6	1.6	1.5
das quais:							
Remessas de emigrantes/imigrantes	1.8	1.4	1.4	1.2	1.2	1.2	1.1
Balança de capital	1.5	1.9	1.5	1.2	0.8	1.3	1.7
<i>Por memória:</i>							
Balança de transferências correntes + balança de capital	3.7	4.0	3.5	2.7	2.4	2.9	3.1

Fontes: INE e Banco de Portugal.

rias e serviços significativamente superior ao inicialmente projectado, associado à forte revisão em baixa das exportações de bens e serviços, à ligeira revisão em baixa das importações de bens e serviços e à acentuada perda de termos de troca⁵⁴.

Relativamente às componentes da balança corrente e de capital, o ligeiro aumento do excedente da balança de capital em 2008 reflectiu, em parte, a componente das transferências públicas, que estará a ser influenciada pela sobreposição temporal de projectos ainda financiados no âmbito do III Quadro Comunitário de Apoio com projectos já abrangidos pelo Quadro de Referência Estratégico Nacional. Por seu lado, o défice da balança corrente aumentou de 9.4 por cento do PIB em 2007 para 12.1 por cento do PIB em 2008, mais do que compensando a evolução favorável do excedente da balança de capital.

O agravamento do défice da balança corrente resultou da evolução desfavorável do saldo da balança de mercadorias e serviços e, em menor grau, das balanças de rendimentos e de transferências correntes. O défice da balança de rendimentos aumentou pelo quinto ano consecutivo, passando de 4.2 por cento do PIB em 2007 para 4.7 por cento do PIB em 2008, o que reflectiu, em larga medida, o aumento acentuado do défice da balança de rendimentos de investimento de carteira. Este aumento do défice da balança de rendimentos é consistente com a continuada deterioração da posição de investimento internacional portuguesa. Por seu lado, o défice da balança de mercadorias e serviços aumentou 2.1 p.p., em resultado da deterioração do défice da balança de mercadorias, pois o excedente da balança de serviços manteve-se estável face a 2007.

A partir da decomposição da variação do saldo da balança de mercadorias e serviços verifica-se que para o aumento do seu défice em 2008 contribuíram todos os efeitos considerados na decomposição, nomeadamente o efeito volume, o efeito termos de troca e, em menor grau, o efeito preço e o efeito cruzado (Gráfico 7.3). Em 2008, o efeito volume diminuiu significativamente face ao ano anterior, passando a ser negativo. Esta evolução traduz, por um lado, a componente de mercadorias não energéticas, em resultado da forte desaceleração em volume das exportações de mercadorias excluindo combustíveis, que caíram 1.3 por cento em 2008, a par de uma desaceleração menos acentuada das importações excluindo combustíveis, que cresceram 2.9 por cento (Gráfico 7.4). Por outro lado, o efeito volume associado à balança de serviços também diminuiu de forma significativa, sendo virtualmente nulo em 2008. À semelhança do verificado no caso das mercadorias excluindo combustíveis, também as exportações de serviços em volume desaceleraram em 2008 (em particular, as exportações de turismo e serviços de transporte), tendo crescido a um nível inferior ao das importações, que desaceleraram mais ligeiramente (destacando-se, à semelhança das exportações, o maior abrandamento das importações de turismo e serviços de transporte). O acentuado agravamento do efeito volume da balança de mercadorias e serviços traduziu, portanto, uma queda em volume das exportações de bens e serviços (particularmente significativa no último trimestre de 2008), associada à retracção do consumo e investimento a nível global, no contexto da crise económica e financeira internacional e do elevado grau de incerteza face às perspectivas de evolução futura da actividade económica mundial. Adicionalmente, e apesar da adversidade do contexto internacional, verificou-se uma desaceleração menos vincada das importações em volume de bens e serviços, reflectindo nomeadamente a virtual estabilização do crescimento do consumo privado, em termos reais, em Portugal⁵⁵.

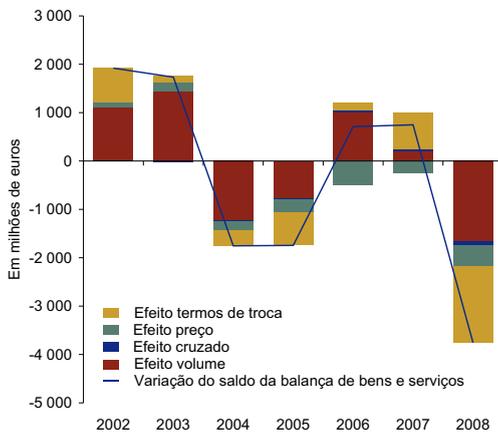
Os preços das exportações de bens e serviços apresentaram uma evolução próxima da registada em 2007, ao passo que os preços das importações de bens e serviços aceleraram em 2008, tendo crescido a uma taxa superior à dos preços das exportações. Esta evolução originou um efeito preço mais

(54) Ver Banco de Portugal, *Boletim Económico-Inverno 2007*.

(55) Para uma análise mais detalhada da evolução do consumo, das exportações e das importações em 2008, ver a "Secção 5 *Despesa*", neste Boletim.

Gráfico 7.3

VARIAÇÃO DO SALDO DA BALANÇA DE MERCADORIAS E SERVIÇOS
Decomposição em efeito volume, preço e termos de troca



Fontes: INE e Banco de Portugal.

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

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

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

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

$$[X_{i,t-1} \cdot p_t] - [M_{i,t-1} \cdot p_t]$$

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

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

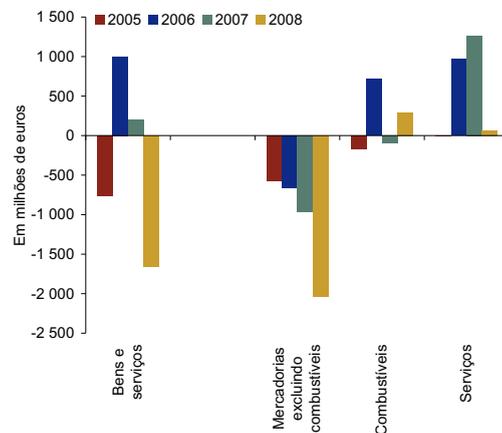
- efeito cruzado - efeito da interacção entre a variação das quantidades e dos preços de exportação e importação.

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

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

Gráfico 7.4

DECOMPOSIÇÃO DO EFEITO VOLUME DA VARIAÇÃO DO SALDO DA BALANÇA DE MERCADORIAS E SERVIÇOS



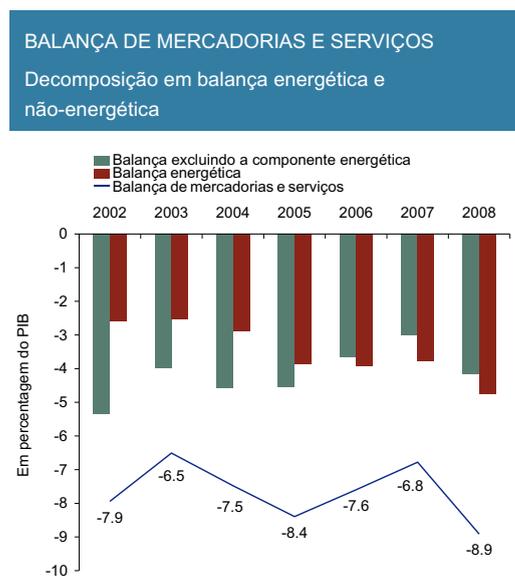
Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: Uma variação positiva (negativa) significa um aumento (diminuição) do saldo da balança de mercadorias e serviços. Para uma descrição da metodologia utilizada para calcular os vários efeitos, ver a nota do Gráfico 7.3.

negativo do que em 2007 e uma perda de termos de troca, que contrasta com o ganho observado em 2007 (Gráfico 7.3). Em linha com a evolução do preço do petróleo nos mercados internacionais (ver “Secção 6 Preços”, neste Boletim), houve uma aceleração dos preços das exportações e importações particularmente vincada no caso dos combustíveis, o que resultou num forte efeito preço negativo ao nível da balança de energéticos.

Apesar de, em termos nominais, a balança energética continuar a apresentar um défice superior ao da componente não energética da balança de mercadorias e serviços, as transacções líquidas de bens energéticos entre Portugal e o exterior e as restantes transacções de mercadorias e serviços tiveram um contributo igualmente importante para o agravamento do défice da balança de mercadorias e serviços (Gráfico 7.5). No entanto, subjacentes a esses contributos estiveram efeitos predominantes de natureza distinta. De facto, o contributo da balança energética foi essencialmente determinado pela evolução dos respectivos preços, ao passo que no caso da componente excluindo bens energéticos o seu contributo foi dominado pelo efeito volume.

Gráfico 7.5



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Em 2008, a balança financeira continuou a reflectir a manutenção de um elevado défice entre poupança e investimento internos. De facto, registou-se no ano uma entrada líquida de fundos de 10.9 por cento do PIB, valor que compara com 8.0 por cento do PIB em 2007 (Quadro 7.2)⁵⁶. O significativo recurso à poupança externa para satisfação das necessidades de financiamento dos sectores residentes tem levado a que a posição de investimento internacional da economia portuguesa se tenha tornado progressivamente mais devedora.

No âmbito da participação na área do euro e do quadro financeiro particularmente favorável que se verificou por um período muito prolongado até ao eclodir da crise financeira, os bancos portugueses viram facilitada a captação de fundos em euros e por prazos alargados nos mercados financeiros internacionais, o que permitiu sustentar um diferencial elevado entre os crescimentos da procura e rendimento internos, traduzido em significativos défices da balança corrente e de capital. Desde meados de 2007, a alteração do funcionamento e da liquidez de muitos segmentos dos mercados financeiros internacionais mudou as condições de financiamento dos bancos europeus em geral e, conseqüentemente, a actuação dos bancos portugueses alterou-se de forma muito significativa, o que foi exacerbado pela evolução particularmente adversa dos mercados de capitais e pela contínua, significativa e abrangente degradação das perspectivas quanto à evolução da actividade económica internacional. Paralelamente, num contexto de maior aversão ao risco, assistiu-se a uma recomposição da carteira de activos financeiros do público residente, que se traduziu num aumento dos depósitos bancários em detrimento de aplicações financeiras mais sensíveis a flutuações de mercado como sejam as unidades de participação em fundos de investimento.

(56) À semelhança do sucedido nos últimos anos, os registos da balança financeira encontram-se afectados por operações de natureza temporária de final de ano entre os bancos e as autoridades monetárias, que têm reflexo apenas na distribuição da posição externa da economia entre estes dois sectores, sem que o saldo global da balança financeira seja afectado. Este tipo de operações tem impacto sobre as estatísticas dos fluxos de outro investimento destes dois sectores, não permitindo uma leitura directa da importância dos bancos no financiamento da economia. No quadro, encontram-se registados entre parêntesis os valores correspondentes aos fluxos em final do ano ajustados destas operações (que representaram 2.1 e 3.0 por cento do PIB, respectivamente em 2007 e 2008). Por exemplo, os valores relativos a 2008 são ajustados quer de operações de natureza temporária ocorridas no final de 2007 e revertidas nos primeiros dias de 2008 (3.2 por cento do PIB) quer de operações de natureza temporária ocorridas no final de 2008 (0.3 por cento do PIB). No final de 2007, no contexto da tensão observada no mercado monetário do euro, este efeito foi particularmente relevante. Neste período, verificou-se um forte aumento dos depósitos das instituições de crédito residentes junto do Banco de Portugal, para o qual contribuíram as operações de absorção de liquidez extraordinárias realizadas pelo Eurosistema. Dada a natureza temporária das referidas operações, a análise que se segue tem por base os valores corrigidos também destas operações.

Quadro 7.2

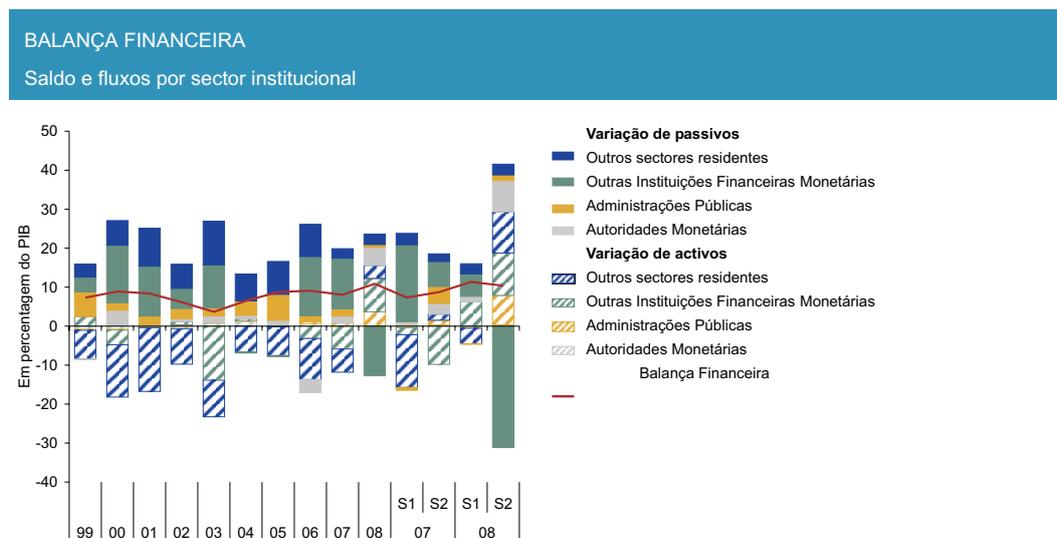
BALANÇA FINANCEIRA
 Em percentagem do PIB

	Jan-Dez 2007			Jan-Dez 2008		
	Variação			Variação		
	Passivos	Activos	Líquida	Passivos	Activos	Líquida
Balança corrente e de capital			-8.1			-10.5
Balança financeira	17.0 (19.1)	-8.9 (-11.0)	8.0	-1.8 (-4.7)	12.6 (15.6)	10.9
Investimento directo	1.4	-2.5	-1.1	1.5	-0.9	0.6
<i>excluindo zonas francas Madeira e St. Maria (Açores)</i>	1.5	-2.4	-0.9	0.9	-0.4	0.5
Investimento de carteira	11.0	-4.9	6.2	15.8	-7.4	8.3
Derivados financeiros	-5.0	5.1	0.1	-13.8	13.9	0.2
Outro investimento	9.6 (11.6)	-7.1 (-9.2)	2.4	-5.2 (-8.2)	7.1 (10.0)	1.9
Activos de reserva		0.4	0.4		0.0	0.0
Por sector institucional residente:						
Autoridades monetárias ^(a)	-0.3 (1.8)	0.0	-0.3 (1.7)	7.6 (4.7)	0.1	7.7 (4.8)
Investimento de carteira	0.0	0.6	0.6	0.0	-2.3	-2.3
Derivados financeiros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Outro Investimento	-0.3 (1.8)	-1.1	-1.4 (0.7)	7.7 (4.7)	2.4	10.1 (7.1)
Activos de reserva		0.4	0.4		0.0	0.0
Administrações públicas	1.8	0.8	2.7	0.7	3.6	4.2
Investimento directo	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<i>excluindo zonas francas Madeira e St. Maria (Açores)</i>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Investimento de carteira	1.7	-0.1	1.6	5.7	-0.3	5.4
Derivados financeiros	-0.5	0.6	0.1	-3.9	4.1	0.2
Outro investimento	0.7	0.3	1.0	-1.2	-0.2	-1.4
Outras instituições financeiras monetárias ^(a)	13.0	-3.8 (-5.8)	9.2 (7.2)	-12.7	5.6 (8.6)	-7.1 (-4.2)
Investimento directo	0.4	-0.3	0.0	0.1	0.0	0.1
<i>excluindo zonas francas Madeira e St. Maria (Açores)</i>	0.4	-0.3	0.0	0.1	0.0	0.1
Investimento de carteira	7.3	-3.0	4.3	7.3	-8.6	-1.2
Derivados financeiros	-3.4	3.3	-0.1	-8.7	8.6	-0.1
Outro investimento	8.8	-3.8 (-5.9)	5.0 (2.9)	-11.5	5.6 (8.5)	-5.9 (-2.9)
Instituições financeiras não monetárias	2.6	-1.6	1.0	3.3	4.0	7.2
Investimento directo	0.4	-0.1	0.2	0.3	-0.1	0.2
<i>excluindo zonas francas Madeira e St. Maria (Açores)</i>	0.4	-0.1	0.2	0.2	-0.1	0.1
Investimento de carteira	2.6	-1.8	0.8	3.3	3.7	7.1
Derivados financeiros	-0.8	0.8	0.0	-0.3	0.3	0.0
Outro investimento	0.3	-0.4	-0.1	-0.1	0.0	0.0
Sociedades não financeiras e particulares	-0.1	-4.4	-4.5	-0.6	-0.6	-1.2
Investimento directo	0.6	-2.0	-1.4	1.1	-0.8	0.3
<i>excluindo zonas francas Madeira e St. Maria (Açores)</i>	0.7	-2.0	-1.2	0.6	-0.3	0.3
Investimento de carteira	-0.6	-0.6	-1.2	-0.6	0.0	-0.6
SNF	-0.6	-0.3	-0.9	-0.6	-0.2	-0.8
Particulares	0.0	-0.3	-0.3	0.0	0.2	0.2
Derivados financeiros	-0.3	0.3	0.1	-0.9	0.9	0.0
Outro Investimento	0.1	-2.1	-2.0	-0.2	-0.7	-0.9
Erros e Omissões			0.1			-0.4

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: Um sinal (+) significa um aumento de passivos externos ou uma diminuição de activos externos, isto é uma entrada de fundos. Um sinal (-) significa uma diminuição de passivos externos ou um aumento de activos externos, isto é uma saída de fundos. (a) Os valores 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.

Gráfico 7.6



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: 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.

No quadro da presente crise financeira assistiu-se, numa primeira fase, a uma progressiva redução da intensidade dos fluxos financeiros com o exterior, ou seja, a menores aumentos quer de passivos quer de activos. Estes desenvolvimentos, que se tornaram patentes na segunda metade de 2007, intensificaram-se na primeira metade de 2008 e seguem-se a um período, caracterizado por crescente integração financeira, em que tiveram lugar fluxos financeiros muito fortes com o exterior, quer de passivos quer de activos: no primeiro caso, reflectindo, em particular, o crescente endividamento bruto das administrações públicas e dos bancos junto de não residentes e, no segundo, as significativas aquisições de títulos estrangeiros por parte dos fundos de investimento portugueses. Com o recrudescer da crise financeira no segundo semestre de 2008, em especial no quarto trimestre, assistiu-se a uma alteração abrupta no sentido e na dimensão dos fluxos financeiros com o exterior (Gráfico 7.6)⁵⁷. Deste modo, no conjunto de 2008, o défice da balança corrente e de capital foi financiado por uma redução de activos sobre o exterior de aproximadamente 13 por cento do PIB, verificando-se uma queda nos passivos face ao exterior de cerca de 2 por cento do PIB.

Em 2008, é de realçar a inversão do fluxo de financiamento líquido das outras instituições financeiras monetárias, ou seja, uma saída líquida de fundos de 4.2 por cento do PIB que contrasta com uma entrada líquida de 7.2 por cento do PIB em 2007. Tal reflectiu, essencialmente, uma redução muito significativa de empréstimos ou depósitos constituídos junto do sistema bancário português por não residentes. Esta evolução poderá estar, em parte, associada à amortização de títulos de médio e longo prazo emitidos por filiais e sucursais de bancos portugueses estabelecidas no exterior⁵⁸. Adicionalmente, verificou-se um aumento significativo das aplicações líquidas do sistema bancário português

(57) Neste período, a rubrica de derivados financeiros apresentou fluxos de passivos e activos muito significativos. No que diz respeito às administrações públicas, este aumento esteve associado à significativa emissão de dívida pública registada e à respectiva utilização de instrumentos de cobertura de risco de taxa de juro e risco cambial, em particular, no quarto trimestre de 2008. Relativamente às outras instituições financeiras monetárias e aos outros sectores residentes, a rubrica de derivados financeiros em 2008 reflectiu o alargamento do questionário utilizado para o apuramento desta rubrica a todas as instituições financeiras monetárias residentes, as quais devem reportar as operações realizadas por conta própria e por conta de clientes (até 2007 somente as principais instituições eram inquiridas). Não obstante, o contributo da variação líquida dos derivados financeiros para a situação financeira externa dos diferentes sectores considerados é virtualmente nulo.

(58) Recorde-se que a canalização de fundos – obtidos através da emissão de títulos por filiais e sucursais localizadas no exterior – para as respectivas casas-mãe surge reflectida na balança financeira de Portugal em fluxos contabilizados como aumento de passivos de outro investimento das instituições financeiras monetárias, correspondendo a empréstimos ou depósitos efectuados por instituições financeiras não residentes junto das instituições residentes.

em obrigações e outros títulos de dívida de médio e longo prazo emitidos por não residentes, o que deverá ter estado associado a operações de titularização de créditos⁵⁹. Estas operações têm contribuído de forma positiva para a gestão de liquidez das instituições, dado que estes títulos são elegíveis como garantia em operações de política monetária do Eurosistema. Apesar das condições adversas no acesso a financiamento nos mercados internacionais de dívida por grosso, as outras instituições financeiras monetárias conseguiram preservar algum acesso aos mercados primários de títulos de dívida, em particular no segundo trimestre do ano, ainda que a prazos mais curtos e com custos superiores. De facto, os fluxos de passivos de investimento de carteira das outras instituições financeiras monetárias ascenderam a 7.3 por cento do PIB em 2008, valor semelhante ao registado no ano anterior. Paralelamente, num contexto de perturbações no funcionamento do mercado monetário interbancário e, em geral, do mercado de dívida por grosso, os bancos terão concentrado a sua liquidez a nível interno, o que se traduziu numa redução dos seus activos de outro investimento, ao contrário do observado no ano anterior.

A referida reafecção de carteira de activos financeiros do público, que envolveu resgates substanciais de unidades de participação em fundos de investimento e, conseqüentemente, envolveu uma redução das aplicações em títulos emitidos por não residentes, encontra-se espelhada numa alteração de vulto do papel das instituições financeiras não monetárias no financiamento da balança, o que se observa desde o início da crise nos mercados financeiros internacionais, no Verão de 2007. Relembre-se que, no âmbito da participação na área do euro e do quadro financeiro particularmente favorável que se verificou por um período muito prolongado até ao eclodir da crise financeira, os investidores internacionais, com destaque para os fundos de investimento, tiraram partido deste enquadramento para diversificar as suas carteiras de activos financeiros, acentuando progressivamente a importância relativa dos títulos estrangeiros, e dando assim um importante contributo para a acumulação de activos financeiros face ao exterior. Contrariamente ao observado em 2007, quando se verificou uma saída líquida de fundos associada a investimento de carteira deste sector equivalente a 1.8 por cento do PIB (-8.0 por cento do PIB no primeiro semestre de 2007 e 4.3 por cento do PIB no segundo semestre), em 2008 observou-se assim um desinvestimento de carteira de 3.7 por cento do PIB.

A entrada líquida de fundos através da aquisição por não residentes de dívida das administrações públicas foi em 2008 significativamente superior à observada no ano anterior, reflectindo em larga medida a aquisição directa em mercado primário de títulos emitidos pelo Tesouro, em particular no último trimestre de 2008. Por sua vez, a amortização de empréstimos de curto prazo obtidos junto de instituições financeiras não residentes contribuiu para uma saída líquida de fundos na primeira metade de 2008.

Em 2008, as operações de investimento directo corresponderam a uma entrada líquida de fundos de 0.6 por cento do PIB, contrastando com a saída líquida de fundos de 1.1 por cento do PIB no ano anterior. Esta evolução traduziu, sobretudo, uma significativa diminuição do investimento directo de Portugal no exterior em percentagem do PIB.

A posição devedora da economia portuguesa face ao resto do mundo, avaliada pela posição de investimento internacional, continuou a aumentar, situando-se em 97.2 por cento do PIB em 2008, o que compara com 91.3 por cento em 2007 (Quadro 7.3). O aumento da posição devedora de Portugal face

(59) Estas operações consubstanciam-se na emissão de títulos por instituições financeiras não monetárias que são tipicamente tomados por não residentes, correspondendo, na balança financeira, a aumento de passivos de investimento de carteira destas instituições. Em 2008, o montante de títulos emitidos no âmbito de operações de titularização de créditos e adquiridos por não residentes ascenderam a 4.9 por cento do PIB, o que compara com 1.7 por cento do PIB no ano anterior. As aquisições por parte dos bancos cedentes dos créditos (ou por outros bancos residentes tipicamente pertencentes ao mesmo grupo bancário) de títulos emitidos em resultado de operações de titularização de créditos encontram-se registadas, na balança financeira, como aumento de activos de investimento de carteira das outras instituições financeiras monetárias, dado que correspondem a aquisições às instituições não residentes que os tomaram inicialmente. Nesse caso, isso não significa uma alteração na natureza do crédito bancário concedido aos sectores residentes, que se mantém de facto na carteira dos bancos, muito embora já sob a forma de valores mobiliários sobre o exterior.

Quadro 7.3

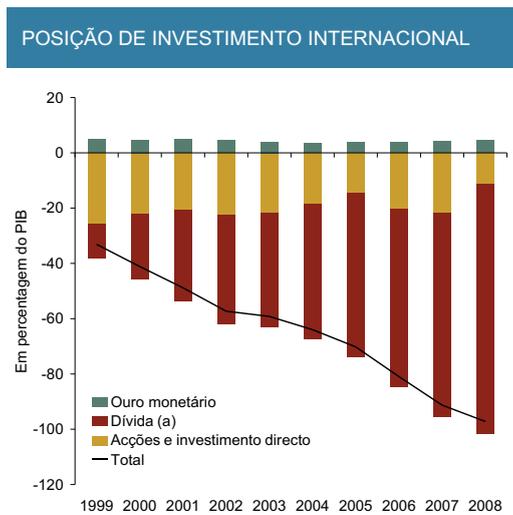
POSIÇÃO DE INVESTIMENTO INTERNACIONAL

	Em milhões de euros						Em percentagem do PIB			
	2006	2007	2008			2006	2007	2008		
	Posições em fim de período		Transacções	Variações de preços	Variações cambiais	Outros ajustamentos	Posições em fim de período	Posições em fim de período		
Posição de investimento internacional	-125 833	-148 974	-18 050	6 295	-464	-337	-161 531	-80.9	-91.3	-97.2
Investimento directo ^(a)	-26 179	-32 339	-974	7 406	-170	82	-25 996	-16.8	-19.8	-15.6
Investimento de carteira ^(b)	-25 786	-37 576	-13 821	-2 104	306	517	-52 678	-16.6	-23.0	-31.7
Derivados financeiros	181	82	-251	332	0	0	163	0.1	0.1	0.1
Outro investimento ^(c)	-81 553	-86 984	-3 084	0	-601	-936	-91 605	-52.5	-53.3	-55.1
Activos de reserva	7 504	7 843	79	662	1	0	8 585	4.8	4.8	5.2
Por sector institucional residente:										
Autoridades monetárias	15 370	16 894	-12 877	805	-12	-22	4 787	9.9	10.4	2.9
Investimento de carteira	10 692	9 656	3 841	147	-1	2	13 645	6.9	5.9	8.2
Derivados financeiros	0	0	3	-4	0	0	0	0.0	0.0	0.0
Outro investimento	-2 826	-605	-16 800	0	-12	-24	-17 442	-1.8	-0.4	-10.5
Activos de reserva	7 504	7 843	79	662	1	0	8 585	4.8	4.8	5.2
Administrações públicas	-67 314	-72 275	-7 031	-2 882	261	2	-81 925	-43.3	-44.3	-49.3
Investimento directo	118	101	0	0	-1	0	100	0.1	0.1	0.1
Investimento de carteira	-70 880	-72 396	-8 976	-3 203	174	-1	-84 402	-45.6	-44.4	-50.8
Derivados financeiros	-59	-57	-333	321	0	0	-69	0.0	0.0	0.0
Outro investimento	3 506	77	2 279	0	87	3	2 446	2.3	0.0	1.5
Outras instituições financeiras monetárias	-78 756	-93 970	11 846	3 071	-277	252	-79 079	-50.7	-57.6	-47.6
Investimento directo	1 450	1 865	-206	-688	-269	-26	677	0.9	1.1	0.4
Investimento de carteira	7 496	-588	2 077	3 913	74	-256	5 220	4.8	-0.4	3.1
Derivados financeiros	296	186	173	-155	0	0	204	0.2	0.1	0.1
Outro investimento	-87 998	-95 433	9 802	0	-82	534	-85 179	-56.6	-58.5	-51.3
Instituições financeiras não monetárias	30 620	27 680	-12 041	-6 612	-2	-89	8 936	19.7	17.0	5.4
Investimento directo	-5 335	-6 294	-335	4	1	-46	-6 670	-3.4	-3.9	-4.0
Investimento de carteira	36 584	33 800	-11 727	-6 727	7	471	15 823	23.5	20.7	9.5
Derivados financeiros	-55	-50	-61	111	0	0	0	0.0	0.0	0.0
Outro investimento	-575	224	81	0	-10	-513	-218	-0.4	0.1	-0.1
Sociedades não financeiras e particulares	-25 754	-27 304	2 052	11 915	-433	-479	-14 251	-16.6	-16.7	-8.6
Investimento directo	-22 413	-28 012	-433	8 089	99	154	-20 103	-14.4	-17.2	-12.1
Investimento de carteira	-9 678	-8 048	964	3 767	52	301	-2 964	-6.2	-4.9	-1.8
Derivados financeiros	-1	3	-33	58	0	0	28	0.0	0.0	0.0
Outro investimento	6 339	8 753	1 554	0	-584	-934	8 788	4.1	5.4	5.3

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (a) Inclui estimativas trimestrais calculadas pelo Banco de Portugal com base na acumulação de fluxos mensais e nos últimos dados anuais obtidos através dos Inquéritos ao Investimento Directo. (b) Inclui estimativas trimestrais calculadas pelo Banco de Portugal com base na acumulação de fluxos mensais e nos últimos dados anuais obtidos através do Inquérito ao stock de títulos estrangeiros na posse de residentes. (c) Inclui, em algumas componentes, estimativas trimestrais calculadas pelo Banco de Portugal com base na acumulação de fluxos mensais.

Gráfico 7.7



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (a) Inclui títulos, outro investimento, derivados financeiros, unidades de participação em fundos de investimento, unidades de titularização e outros.

ao exterior tem estado essencialmente associada à acumulação de dívida junto de não residentes, uma vez que a posição devedora sob a forma de investimento directo e de acções (líquida da posição de investimento de Portugal no exterior nos mesmos instrumentos) não tem sido muito significativa (Gráfico 7.7).

Em 2008, o agravamento da posição de investimento internacional (5.9 p.p do PIB) foi inferior ao saldo da balança financeira (10.9 por cento do PIB), em resultado essencialmente de variações de valor negativas do investimento directo do exterior em Portugal. Esta evolução resultou da elevada desvalorização da GALP, cuja cotação diminuiu aproximadamente 60 por cento entre Dezembro de 2007 e Dezembro de 2008 e cujo capital é maioritariamente detido por não residentes (cerca de 66 por cento).

8. CONCLUSÃO

O actual período recessivo a nível mundial, cuja profundidade e persistência não têm paralelo nas últimas décadas, tem colocado importantes desafios às autoridades monetárias e orçamentais a nível global. Desde a eclosão da crise financeira no Verão de 2007, as autoridades têm implementado um conjunto diversificado de políticas, por vezes de natureza não convencional, visando a estabilização dos mercados financeiros e o estímulo da actividade económica. Em particular, os governos iniciaram programas de estímulo orçamental de larga escala, centrados na receita e na despesa públicas, implicando uma deterioração substancial dos saldos orçamentais projectados para 2009. Num contexto como o actual, caracterizado por uma deterioração crescente do enquadramento macroeconómico e por uma reacção das autoridades cada vez mais diversificada e de maior magnitude, importa sublinhar alguns princípios relevantes neste âmbito.

Em primeiro lugar, a evidência histórica sugere que a estabilização do sistema financeiro é um pré-requisito para a resolução de situações caracterizadas pela ocorrência conjugada de crises de natureza financeira e económica. Esta evidência sublinha a importância para o crescimento económico da manutenção de fluxos de crédito dirigidos a agentes económicos solventes e com projectos de investimento rentáveis. Este princípio tem estado subjacente a um vasto conjunto de intervenções das autoridades, sendo de destacar pela sua relevância as medidas extraordinárias de gestão de liquidez adoptadas pelas autoridades monetárias, as garantias dadas pelos Estados aos depósitos bancários, a concessão de garantias dos Estados à nova emissão de títulos de dívida por instituições financeiras, os programas de recapitalização voluntária e as injeções de capital público nas instituições financeiras em dificuldade. Importa notar, no entanto, que algumas destas medidas implicaram uma transferência de risco das instituições financeiras para o Estado. Neste contexto, surge reforçada a necessidade de assegurar uma situação sustentável das finanças públicas no longo prazo.

Em segundo lugar, existe uma elevada heterogeneidade entre os vários países no que se refere à margem de manobra para implementar medidas orçamentais significativas de carácter discricionário. Em particular, no actual contexto de dificuldades no acesso a financiamento externo e de diferenciação dos custos da emissão de dívida soberana, aquela margem de manobra depende crucialmente da avaliação da sustentabilidade das finanças públicas. Em Portugal, esta dimensão sugere a necessidade de prudência e critério na implementação de quaisquer medidas adicionais de carácter discricionário. Nesta perspectiva, saliente-se que de acordo com estimativas do Banco de Portugal, o défice estrutural das administrações públicas situou-se em 4.6 por cento do PIB tendencial em 2008, perspectivando-se um novo aumento em 2009, no contexto de uma orientação expansionista da política orçamental em consonância com a latitude inscrita no Pacto de Estabilidade e Crescimento. Estes níveis elevados sugerem a necessidade de traçar antecipadamente uma estratégia credível que assegure o retorno a uma trajectória de consolidação orçamental sustentada após o actual período de forte contracção da actividade económica.

Finalmente, as medidas de política devem minimizar distorções aos incentivos dos agentes económicos que fragilizem o enquadramento estrutural da economia. Este será, nomeadamente, o caso de políticas que visem aumentar o grau de autarcia da economia, através de uma ampliação das barreiras à circulação de pessoas, capitais, bens ou serviços. No mesmo sentido, políticas de apoio financeiro incondicional a determinados sectores de actividade ou empresas podem, em certos casos, distorcer os incentivos a uma necessária reestruturação empresarial, promovendo uma afectação de recursos ineficiente numa perspectiva intertemporal.

Dada a natureza e combinação dos choques que afectam actualmente a economia mundial – e não obstante a forte resposta das políticas monetária e orçamental – será de perspectivar uma contracção mais severa, persistente e abrangente que as observadas em anteriores períodos recessivos. Uma pequena economia aberta como a portuguesa tenderá necessariamente a partilhar as principais características cíclicas observadas nas economias com as quais se encontra fortemente integrada em termos económicos e financeiros. Não obstante, importa sublinhar que as políticas prosseguidas e a resposta dos agentes económicos nacionais no decurso da presente crise económica e financeira condicionarão a capacidade da economia portuguesa voltar a registar, finda a crise, um crescimento económico sustentado que garanta o retorno a um processo de convergência real para os níveis de rendimento médio da área do euro. Neste âmbito, é importante, no presente período recessivo, garantir uma evolução salarial tendencial em termos agregados em linha com o crescimento médio da produtividade, manter a aposta na qualificação da população activa e das gerações mais novas, não introduzir distorções significativas e permanentes sobre a afectação dos factores produtivos na economia e, em geral, apostar na melhoria do enquadramento institucional da economia, nomeadamente em termos do sistema judicial e do funcionamento dos mercados de trabalho e de produto.

Caixa 1: Actualização intercalar das projecções macroeconómicas para 2009

Ao longo de 2008, o enquadramento internacional da economia portuguesa foi marcado por um progressivo adensamento da crise financeira e pela sua crescente interacção com a evolução da actividade económica à escala global. Este adensamento fez-se sentir com particular acutilância a partir de Setembro e determinou uma contracção significativa da actividade económica na generalidade das economias desenvolvidas e um abrandamento das economias de mercado emergentes, acompanhado de uma queda abrupta nos fluxos de comércio internacional no quarto trimestre de 2008, que se terá mantido no início de 2009. Adicionalmente, num quadro de elevada incerteza e aversão ao risco, as perspectivas para o crescimento a nível global têm vindo a ser marcadamente revistas em baixa. Estes desenvolvimentos foram significativamente mais desfavoráveis que os estimados e projectados a partir da informação conhecida no final de 2008 e correspondem à materialização numa magnitude superior à antecipada dos factores de risco descendentes sobre a actividade económica e sobre a inflação identificados nas projecções publicadas no Boletim Económico do Inverno de 2008. Neste quadro, a presente caixa actualiza as projecções macroeconómicas do Banco de Portugal para 2009¹.

A informação relativa ao quarto trimestre de 2008, divulgada pelo Instituto Nacional de Estatística em meados de Março de 2009, revelou um crescimento da actividade económica substancialmente inferior ao projectado. A actual estimativa aponta para uma estagnação do PIB em 2008, ao invés do crescimento de 0.3 por cento estimado no Boletim Económico do Inverno de 2008 (Quadro 1). Esta revisão traduz essencialmente uma forte quebra das exportações e do investimento no final de 2008, num contexto em que a manutenção da situação de tensão nos mercados financeiros estará a afectar de forma significativa a confiança dos agentes económicos à escala global, determinando o adiamento de decisões de despesa. A economia portuguesa é particularmente vulnerável à evolução da situação económica internacional dado o seu elevado nível de integração económica e financeira.

A revisão em baixa das perspectivas de crescimento da economia mundial no ano corrente deverá implicar uma redução da procura externa dirigida às empresas portuguesas significativamente superior à assumida no Boletim Económico do Inverno de 2008 (Quadro 2). Esta actualização teve por base a informação subjacente à projecção dos especialistas do Banco Central Europeu (BCE), divulgada no Boletim Mensal do BCE de Março de 2009, actualizada com as projecções recentemente divulgadas pela OCDE. Neste contexto, a actual projecção considera

Quadro 1**PROJECCÕES DO BANCO DE PORTUGAL: 2009**

Taxa de variação, em percentagem

	Pesos 2008	projecção actual		BE Inverno 2008		Revisão	
		2008	2009	2008	2009	2008	2009
Produto Interno Bruto	100.0	0.0	-3.5	0.3	-0.8	-0.3	-2.7
Consumo Privado	66.5	1.7	-0.9	1.4	0.4	0.3	-1.3
Consumo Público	20.7	0.5	0.4	0.2	-0.1	0.3	0.5
Formação Bruta de Capital Fixo	21.7	-1.7	-14.4	-0.8	-1.7	-0.9	-12.7
Procura Interna	109.5	0.9	-3.5	1.0	0.0	-0.1	-3.5
Exportações	32.8	-0.4	-14.2	0.6	-3.6	-1.0	-10.6
Importações	42.2	2.1	-11.7	2.4	-1.0	-0.3	-10.7
Contributo para o crescimento do PIB (em p.p.)							
Exportações líquidas		-1.0	0.3	-0.8	-0.8	-0.2	1.1
Procura interna		1.0	-3.9	1.1	0.0	-0.1	-3.9
da qual: Variação de Existências		0.2	-0.2	0.3	0.1	-0.1	-0.3
Balança Corrente e de Capital (% PIB)		-10.5	-7.9	-9.0	-7.9	-1.5	0.0
Balança de Bens e Serviços (% PIB)		-8.9	-6.6	-8.0	-7.0	-0.9	0.4
Índice Harmonizado de Preços no Consumidor		2.7	-0.2	2.7	1.0	0.0	-1.2

Nota: Revisão em pontos percentuais.

(1) As actuais projecções foram elaboradas com base na informação disponível até ao final de Março de 2009.

Quadro 2

		HIPÓTESES SUBJACENTES AO EXERCÍCIO DE PROJECCÃO					
		Projecção actual		BE Inverno 2008		Revisão ^(a)	
		2008	2009	2008	2009	2008	2009
Procura externa	tva	1.5	-12.9	2.5	-2.5	-1.0	-10.4
Taxa de juro							
Curto prazo	%	4.6	1.8	4.6	2.6	0.0	-0.8
Longo prazo	%	4.5	4.4	4.5	4.4	0.0	0.0
Taxa de câmbio (+ = apreciação)							
Efectiva de Portugal	tva	4.8	-2.4	4.3	-3.8	0.5	1.4
Euro-dólar	vma	1.47	1.29	1.47	1.28	0.0	0.0
Preço do petróleo							
em dólares	vma	98.0	49.3	98.7	56.5	-0.7	-12.7
em euros	vma	65.8	38.2	66.5	44.3	-1.1	-13.8

Notas: tva, taxa de variação anual; %, em percentagem; vma, valor médio anual. (a) As revisões da procura externa e das taxas de juro e câmbio nominal efectiva estão expressas em pontos percentuais, enquanto as restantes estão expressas em percentagem.

uma quebra de aproximadamente 13 por cento da procura externa dirigida às empresas portuguesas em 2009 (-2.5 por cento no Boletim Económico do Inverno de 2008).

Adicionalmente, as hipóteses técnicas consideradas são também as subjacentes à projecção divulgada no Boletim Mensal do BCE de Março de 2009. Estas apontam para uma redução muito significativa das taxas de juro de curto prazo, assim como para uma depreciação do euro em termos efectivos de cerca de 2.5 por cento (12 por cento face ao dólar norte-americano). No que respeita à evolução do preço do barril de petróleo, as actuais hipóteses apontam para uma forte quebra do valor em termos médios anuais, de cerca de 100 dólares em 2008 para um valor próximo de 50 dólares em 2009 (a que corresponde uma redução de cerca de 65 euros em 2008 para 38 euros em 2009). A actual projecção considera ainda as medidas de estímulo orçamental aprovadas em termos legais ou especificadas com detalhe suficiente, em linha com o procedimento habitualmente utilizado no âmbito dos exercícios de projecção do Eurosistema.

Os indicadores disponíveis para os primeiros meses de 2009 apontam para a manutenção de uma quebra da procura nos mercados interno e externo. Em particular, os indicadores de natureza qualitativa revelam uma redução para níveis mínimos históricos da confiança dos consumidores, das expectativas de produção na indústria e da carteira de encomendas para exportação na indústria transformadora (ver Caixa 4: A evolução recente dos indicadores qualitativos). Estes indicadores, em conjunto com os indicadores quantitativos disponíveis, permitem antecipar uma evolução negativa da actividade económica no primeiro trimestre de 2009.

A actual projecção aponta para que, após a estagnação do PIB em termos reais estimada para 2008, venha a ocorrer uma contracção de 3.5 por cento em 2009. Esta evolução traduz a queda projectada tanto para a procura interna como para as exportações, sendo também acompanhada por uma redução pronunciada das importações (Quadro 1).

O consumo privado deverá contrair-se 0.9 por cento em 2009, reflectindo uma quebra significativa das despesas com a aquisição de bens duradouros, assim como um abrandamento da despesa em bens não duradouros. Num contexto de evolução particularmente favorável do rendimento disponível real, beneficiando da estagnação dos preços no consumidor, esta evolução é marcada pela deterioração das condições no mercado de trabalho, assim como pelo aumento da incerteza face aos níveis futuros de rendimento e riqueza das famílias, os quais tendem a induzir o adiamento das decisões de consumo, com especial incidência no que diz respeito à aquisição de bens duradouros. Adicionalmente, não obstante a descida das taxas de juro assumida na actual projecção, a maior restituidade dos critérios utilizados pelos bancos na concessão de novo crédito, bem como o aumento dos spreads bancários, decorrentes do aumento de risco de crédito e do elevado custo do financiamento dos próprios bancos

nos mercados de dívida por grosso, deverão também contribuir, em particular, para a evolução projectada do consumo de bens duradouros.

No que respeita ao investimento, a actual projecção inclui uma contracção próxima de 15 por cento, que traduz a forte queda do investimento privado, uma vez que se admite um aumento do investimento público. A quebra do investimento privado reflecte uma evolução semelhante da componente empresarial e da componente residencial. Num enquadramento de elevada incerteza face às perspectivas de procura (tanto no mercado interno como nos mercados de destino das exportações portuguesas), de aumento do grau de restritividade das condições de financiamento por parte do sistema bancário nacional, não obstante a descida acentuada das taxas de juro, e de elevada incerteza face às perspectivas de rendimento das famílias, é expectável que ocorra um adiamento das decisões de investimento por parte do sector privado.

A actual projecção aponta para uma redução das exportações de cerca de 14 por cento em 2009 (após a estagnação estimada para 2008) em linha com o colapso do comércio internacional registado a partir do último trimestre de 2008. A evolução projectada das exportações é fortemente determinada pela contracção da actividade económica mundial e pelo seu impacto sobre o comércio internacional de mercadorias. A economia portuguesa tenderá a ser particularmente penalizada também ao nível das exportações de serviços de turismo, na medida em que a actual crise financeira internacional terá afectado com especial incidência os mercados mais relevantes para a economia portuguesa.

No actual cenário, caracterizado por uma forte quebra da procura global e, em particular, das suas componentes com maior conteúdo importado, antecipa-se uma contracção das importações superior a 10 por cento. Esta evolução do volume de importações, conjugada com a quebra acentuada do preço do petróleo e das taxas de juro, num contexto em que se antecipa a manutenção dos termos de troca de bens não energéticos, deverá implicar uma redução das necessidades de financiamento externo da economia portuguesa para cerca de 8 por cento em 2009 (10.5 por cento em 2008), não obstante a redução significativa do volume de exportações.

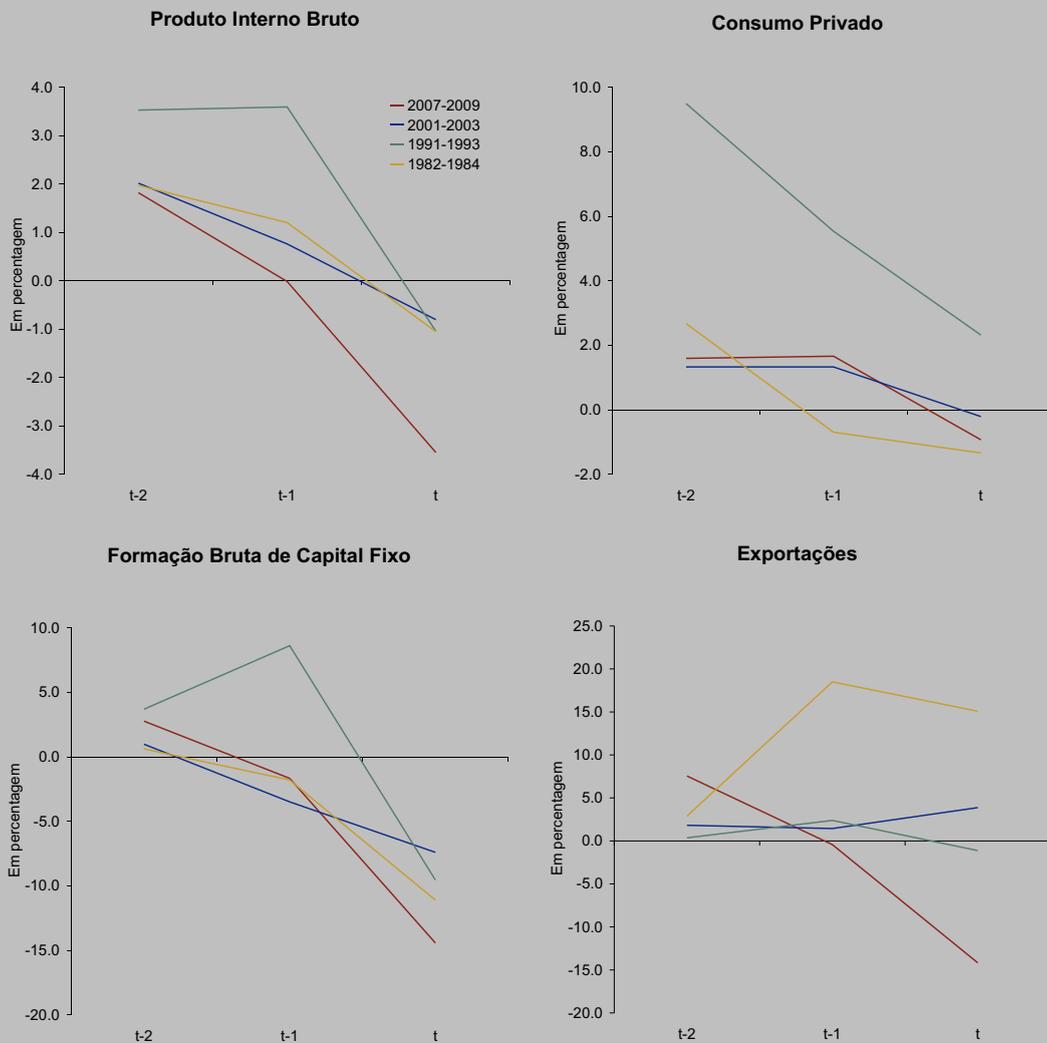
A actual projecção aponta para uma redução do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) de 0.2 por cento em 2009, após um aumento de 2.7 por cento em 2008. De acordo com a informação disponível, esta redução do índice geral de preços no consumidor distingue-se de uma situação de deflação, na medida em que traduz uma redução temporária e muito condicionada pela evolução dos preços dos bens energéticos, os quais deverão registar uma forte queda. Os preços dos demais bens e serviços, que representam cerca de 90 por cento do cabaz de referência do IHPC, deverão continuar a apresentar uma variação positiva. A actual projecção aponta, no entanto, para uma redução do ritmo de crescimento dos preços destes bens para valores próximos de 1 por cento em 2009 (2 por cento em 2008). Num contexto de forte contracção da procura, esta evolução dos preços dos bens não energéticos e serviços deverá reflectir um aperto das margens de lucro, num quadro de estagnação dos preços de importação de bens não energéticos e de crescimento elevado dos custos unitários do trabalho do sector privado, não obstante o abrandamento projectado para os salários nominais deste sector.

A magnitude e a natureza sem precedentes do actual período recessivo podem ser postos em perspectiva através da comparação com os episódios recessivos anteriores (Gráfico 1). Ao longo dos últimos 30 anos, ocorreram 3 episódios recessivos para além do actual, sendo que em nenhum dos anteriores se registou uma contracção do PIB superior a 1 por cento. A análise da evolução projectada das componentes da procura global permite concluir que esta recessão comporta uma queda ímpar das exportações e do investimento face às anteriores. Esta evolução do investimento e das exportações traduz, por um lado, o forte impacto da crise financeira e da sua interacção com a deterioração da actividade económica e, por outro, a natureza global da actual contracção e o seu impacto sobre os fluxos de comércio internacional. A evolução projectada para o consumo, pelo contrário, é muito semelhante à registada em anteriores episódios recessivos, sendo suportada por uma aceleração do rendimento disponível real, que contrasta com a queda ou estagnação desta variável nas recessões anteriores.

Gráfico 1

EVOLUÇÃO DO PIB E DAS COMPONENTES DA DESPESA EM PERÍODOS RECESSIVOS

Taxa de variação média anual



Nota: t corresponde ao ano do período recessivo identificado em que se verifica a maior contração do PIB.

Caixa 2: Evolução recente dos preços no consumidor e riscos de deflação na área do euro

Nos últimos meses de 2008 e no início de 2009, assistiu-se a uma desaceleração relativamente rápida dos preços no consumidor nas principais economias avançadas, incluindo na área do euro. Esta evolução resultou essencialmente da descida significativa do preço internacional do petróleo e de alguns bens alimentares. Nesta caixa pretende-se aferir os actuais desenvolvimentos ao nível dos preços no consumidor na área do euro e a probabilidade de ocorrência de uma situação de deflação.

A definição económica de deflação aplica-se a uma situação de queda persistente e generalizada do nível de preços. Neste contexto, a redução dos preços em sectores específicos da economia e/ou a queda temporária do nível geral de preços não se qualifica como uma situação deste tipo. Os custos económicos da deflação dependem essencialmente do choque que esteve na origem da queda generalizada dos preços. De facto, no passado, observaram-se episódios de deflação com crescimento económico¹. Nestes casos, a deflação terá resultado de um choque positivo de oferta caracterizado por um aumento da capacidade produtiva, ganhos de produtividade e/ou um aumento dos fluxos de comércio internacional. No caso de um choque negativo sobre a procura agregada, tal como na conjuntura actual, uma situação de deflação pode contudo ter efeitos bastante adversos, contribuindo para ampliar a recessão económica².

Uma das implicações da queda generalizada do nível de preços num quadro de menor procura é o aumento da dívida em termos reais, contribuindo para o aumento de incumprimento de obrigações financeiras por parte das famílias e empresas e, conseqüentemente, para a deterioração do balanço das instituições financeiras. Deste modo, as condições de financiamento da economia poderão tornar-se mais restritivas, contribuindo, por sua vez, para uma menor procura agregada. Esta espiral deflação-dívida poderá ser ampliada num quadro de queda dos preços dos activos, na medida em que o valor do colateral para os empréstimos já existentes é menor, tornando mais provável o incumprimento por parte de famílias e empresas. Um segundo efeito decorrente de uma situação de deflação está relacionado com a existência de rigidez nos salários que, ao impedir a redução dos salários nominais de acordo com as condições prevaletentes no mercado de trabalho, contribui para intensificar o aumento do desemprego após um choque de procura. Finalmente, importa referir que as expectativas dos agentes económicos quanto à inflação futura desempenham igualmente um papel importante neste tipo de episódios. Com efeito, a incorporação de uma queda generalizada e substancial dos preços nas expectativas dos agentes económicos poderá contribuir para uma reavaliação das expectativas de procura agregada e de rendimento futuro dos agentes e, conseqüentemente, das suas despesas de consumo. Este processo pode comprometer de forma significativa a eficácia das medidas de política económica para estimular a procura e contrariar a queda dos preços, em particular da política monetária.

Na área do euro, a inflação, medida pela variação homóloga do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), reduziu-se de um máximo histórico de 4 por cento em meados de 2008 para 1.2 por cento em Fevereiro de 2009. Neste mesmo período assistiu-se a uma desaceleração acentuada dos preços de alguns bens alimentares e energéticos, os quais tinham vindo a registar uma trajetória ascendente desde meados de 2007. Excluindo bens alimentares e energéticos, a variação homóloga do IHPC tem-se mantido relativamente estável, em valores próximos de 1.8 por cento (Gráfico 1), o que sugere que a evolução do IHCP total foi, em larga medida, condicionada pelo comportamento de alguns preços específicos. Refira-se, no entanto, que não é de excluir a existência de pressões descendentes sobre alguns preços associadas a efeitos desfasados da redução acentuada dos preços dos bens alimentares e energéticos no passado recente.

Para uma avaliação mais detalhada do grau de generalização da redução dos preços procedeu-se à análise da distribuição mensal da taxa de variação homóloga dos preços dos diversos bens e serviços que fazem parte do IHPC, com o objectivo de melhor caracterizar a sua evolução. Dada a redução relativamente rápida da inflação nos últimos meses será interessante avaliar a evolução da proporção das componentes do IHPC com crescimentos homólogos negativos. De acordo com a distribuição da variação homóloga de preços das componentes do

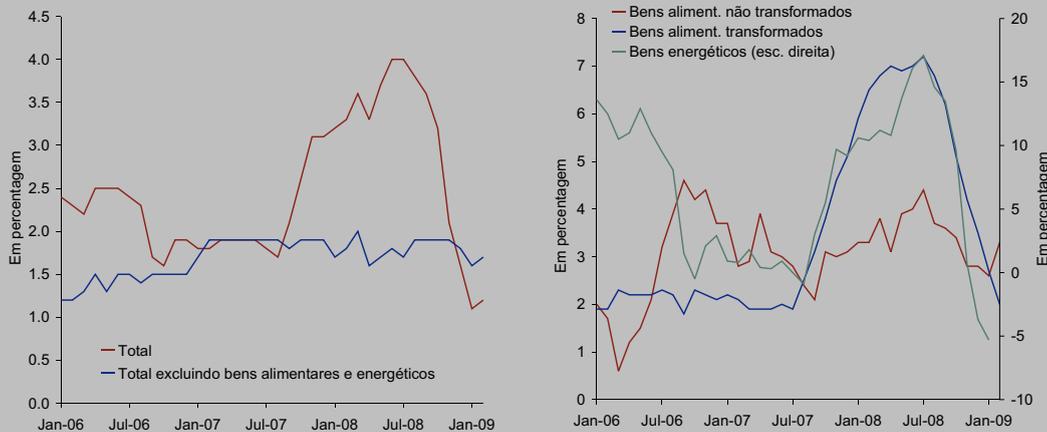
(1) Por exemplo, no início do século XX, os preços caíram a uma taxa moderada entre 1925 e 1929 na maioria dos países industrializados, enquanto a actividade cresceu a um ritmo sustentado.

(2) Um exemplo deste tipo de episódios no período mais recente é o do Japão, onde a queda dos preços foi acompanhada por um crescimento fraco da actividade durante grande parte da última década.

Gráfico 1

ÍNDICE HARMONIZADO DE PREÇOS NO CONSUMIDOR

Taxa de variação homóloga



Fonte: Eurostat.

IHPC, o peso das componentes com uma variação homóloga inferior a zero registou um aumento significativo face a meados de 2008 (Gráfico 2). Refira-se, no entanto, que uma parte substancial deste aumento deverá ser temporária, uma vez que está relacionada com a correcção em baixa dos preços de alguns bens alimentares transformados e dos combustíveis que registaram crescimentos superiores a 5 por cento na primeira metade de 2008. A maioria dos restantes preços de bens e serviços que compõem o IHPC continuou a registar crescimentos homólogos positivos, verificando-se um ligeiro aumento do peso das componentes com crescimentos entre 1 e 4 por cento. Adicionalmente, é de salientar que o peso das componentes com variações homólogas superiores a 2 por cento se situava, em Fevereiro de 2009, em cerca de 50 por cento, em linha com a média desde o início do período em análise³.

Com o objectivo de proceder a uma caracterização mais pormenorizada da distribuição dos preços no consumidor, calcularam-se igualmente medidas de assimetria e achatamento (Gráfico 3). No que respeita à assimetria⁴, a distribuição é actualmente assimétrica negativa, o que significa que existe uma maior probabilidade associada a variações homólogas superiores à média ponderada dos preços das componentes, i.e. do IHPC total, do que o contrário. A medida de achatamento⁵ diz-nos que a distribuição é caracterizada por ter abas pesadas, o que torna mais provável a ocorrência de variações extremas das componentes.

Em conclusão, a análise da distribuição mensal da taxa de variação homóloga dos preços dos diversos bens e serviços na área do euro sugere que o aumento do peso das componentes com variações negativas está concentrado nos preços de alguns bens específicos e que existe um relativo grau de heterogeneidade no comportamento dos preços das diferentes componentes do IHPC, o que não permite classificar a situação corrente como deflacionista, de acordo com a definição descrita no início desta caixa.

Em termos futuros e de acordo com as projecções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Banco Central Europeu (BCE) divulgadas em Março⁶, a evolução esperada para os preços internacionais das matérias-primas e a deterioração das perspectivas de crescimento económico deverão traduzir-se numa re-

(3) Na análise seccional da variação homóloga do IHPC utilizou-se a desagregação mais fina disponível que inclui 93 componentes, para o período de Janeiro de 2002 a Fevereiro de 2009.

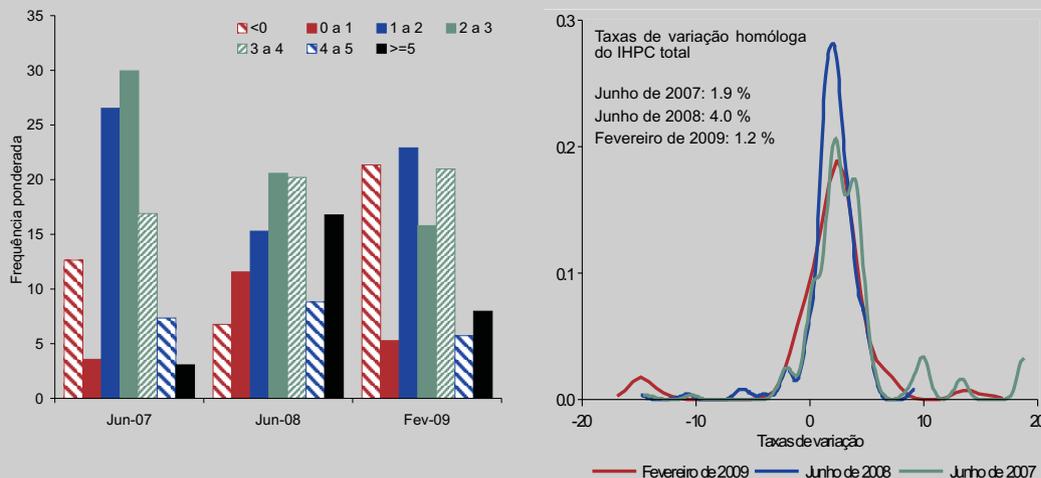
(4) A medida usada é calculada como $m_3/m_2^{3/2}$, onde m_k é o momento centrado de ordem k .

(5) A medida usada é calculada como $(m_4/m_2^2) - 3$, onde m_k é o momento centrado de ordem k , que indica o excesso de achatamento relativamente à distribuição normal. Um valor positivo representa uma distribuição com maior densidade de probabilidade concentrada nas abas do que uma distribuição normal.

(6) Veja-se Boletim Mensal do BCE, Março de 2009.

Gráfico 2

DISTRIBUIÇÃO EMPÍRICA DAS TAXAS DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA DAS COMPONENTES DO IHPC TOTAL



Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: Distribuição empírica obtida recorrendo a métodos não paramétricos, nomeadamente a um kernel gaussiano que pondera as diversas componentes pelo respectivo peso no cabaz total.

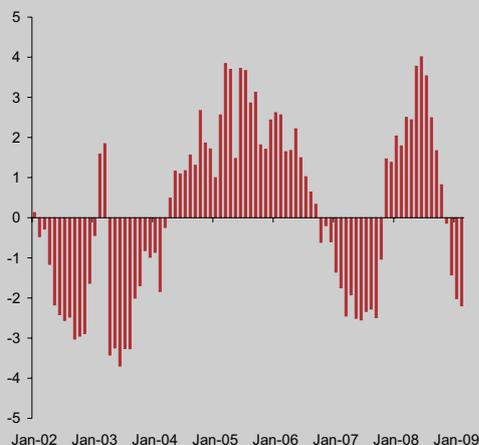
dução da variação média anual do IHPC da área do euro de 3.3 por cento em 2008 para valores entre 0.1 e 0.7 por cento em 2009. Segundo estas projecções, em 2010, a inflação deverá aumentar para valores entre 0.6 e 1.4 por cento.

No contexto actual de crise económica e financeira à escala global, persiste um elevado grau de incerteza quanto à magnitude e persistência do actual quadro recessivo a nível global, bem como quanto à sua transmissão aos preços no consumidor. Este quadro traduz-se na existência de riscos descendentes não negligenciáveis sobre os

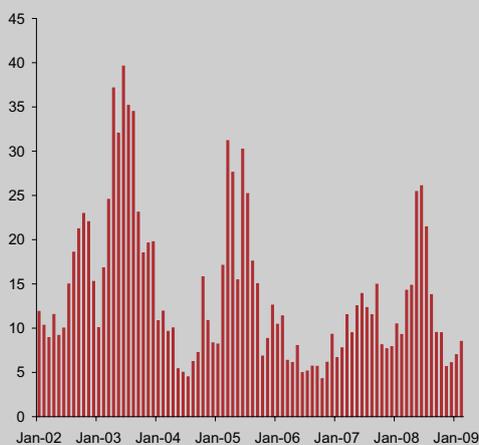
Gráfico 3

CARACTERIZAÇÃO DA DISTRIBUIÇÃO DAS TAXAS DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA DAS COMPONENTES DO IHPC TOTAL

Assimetria



Achatamento



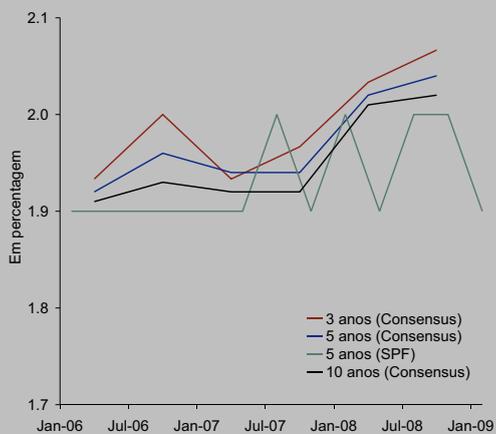
Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.

preços na área do euro. Neste contexto, a probabilidade de ocorrência de uma situação de deflação depende crucialmente da evolução das expectativas de inflação a médio e longo prazo, por seu turno associadas à credibilidade da autoridade monetária em assegurar a estabilidade de preços no médio prazo. Neste âmbito, importa referir que, de acordo com a informação mais recente, as expectativas de inflação de médio e longo prazo na área do euro permanecem ancoradas em torno de 2 por cento (Gráfico 4).

Gráfico 4

EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO A MÉDIO/LONGO PRAZO

Previsão média nos diferentes horizontes



Fontes: BCE (Survey of Professional Forecasters-SPF) e Consensus Economics.

REFERÊNCIAS:

Decressin, J. e D. Laxton (2009), "Gauging Risks for Deflation", *IMF Staff Position Note*, 09/01, January 28, 2009.

Groth, C. e P. Westaway (2009), "Deflation", *Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol. 49, No. 1, March 2009.

Caixa 3: Perspectivas orçamentais

O Programa de Estabilidade de Janeiro de 2009 actualizou as linhas de orientação da política orçamental portuguesa no médio prazo, no quadro do Pacto de Estabilidade e Crescimento. A data da sua apresentação, um pouco mais tardia que o habitual, foi condicionada pela Alteração ao Orçamento do Estado para 2009, também tomada pública em meados de Janeiro. O pacote de medidas de estímulo orçamental adoptado em resposta à crise económica é um dos elementos essenciais de ambos os documentos. De acordo com os dados recentemente apurados no âmbito do procedimento dos défices excessivos, o défice das administrações públicas em contabilidade nacional situou-se em 2.6 por cento do PIB em 2008, 0.4 p.p. acima do objectivo oficial. No entanto, é de destacar que a execução de 2008 foi crucialmente influenciada por um montante significativo de medidas temporárias, que terão atingido 1.1 por cento do PIB.

Os valores dos principais indicadores orçamentais incluídos nesta actualização do Programa são apresentados no Quadro 1. De destacar o aumento muito significativo do défice referente a 2009, para 3.9 por cento do PIB, devido à deterioração do enquadramento macroeconómico e à implementação de um conjunto importante de medidas de estímulo orçamental, cujo efeito nas contas públicas no ano corrente ascenderá, de acordo com as estimativas oficiais, a 1.2 por cento do PIB (0.8 por cento resultante do pacote aprovado em Dezembro e 0.4 por cento decorrente de várias medidas adoptadas desde meados de 2008). Estas medidas são consistentes com o Plano Europeu de Recuperação Económica acordado em Dezembro de 2008 no Conselho Europeu, que recomendava que o estímulo orçamental fosse bem desenhado e baseado nos seguintes princípios orientadores: i) ser atempado, temporário, orientado para fins específicos e coordenado; ii) utilizar instrumentos do lado da receita e do lado da despesa; iii) ser conduzido no âmbito do Pacto de Estabilidade e Crescimento. No caso português, as medidas centraram-se no investimento público, ajudas às empresas e à exportação e apoio ao emprego e protecção social, enquadrando-se genericamente nas orientações da Comissão Europeia quanto aos conteúdos dos pacotes orçamentais anti-crise. Para 2010 e 2011, o Programa assume uma redução do défice para 2.9 e 2.3 por cento do PIB, em resultado de alguma recuperação da actividade económica, da extinção, no essencial em 2010, do efeito sobre o défice das medidas de estímulo orçamental e de ganhos adicionais de reformas implementadas em anos anteriores. Quanto ao rácio da dívida, o Programa prevê o seu aumento até 2010, diminuindo depois ligeiramente em 2011, para 70 por cento.

As projecções orçamentais mais detalhadas incluídas no Programa são apresentadas no Quadro 2. De destacar, em 2009, o aumento significativo da despesa total em rácio do PIB (3.6 p.p. do PIB) devido, essencialmente, à evolução prevista para os pagamentos sociais, subsídios e despesa de capital. A primeira reflecte o crescimento da despesa em pensões, o efeito do ciclo económico sobre os subsídios de desemprego e o impacto de algumas

Quadro 1**PRINCIPAIS INDICADORES ORÇAMENTAIS NA ACTUALIZAÇÃO DO PROGRAMA DE ESTABILIDADE**

Em percentagem do PIB

	2008	2009	2010	2011
Saldo total das administrações públicas	-2.2	-3.9	-2.9	-2.3
Saldo primário	0.8	-0.6	0.4	1.1
Saldo total estrutural ^(a)	-2.2	-3.3	-2.1	-1.7
Variação	0.5	-1.1	1.2	0.4
Saldo primário estrutural ^(a)	0.9	0.0	1.2	1.7
Variação	0.8	-0.9	1.2	0.5
Dívida pública	65.9	69.7	70.5	70.0

Fonte: Programa de Estabilidade (actualização de Janeiro de 2009).

Nota: (a) Corresponde ao saldo ajustado do ciclo, uma vez que a actualização do Programa de Estabilidade não identifica medidas temporárias.

Quadro 2

PROJECCÕES DE CONTAS DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS NO PROGRAMA DE ESTABILIDADE
 Em percentagem do PIB

	2008 ^(a)	2009	2010	2011	Por memória: Execução de 2008 ^(a)
Receita total	42.1	44.1	43.6	43.6	41.9
Impostos sobre o rendimento e o património	9.9	9.8	9.6	9.7	9.9
Impostos sobre a produção e a importação	14.8	14.8	15.0	15.0	14.6
Contribuições sociais	11.4	11.4	11.5	11.4	11.6
Outras receitas correntes	4.6	5.8	5.4	5.3	4.8
Receitas de capital	1.4	2.4	2.1	2.1	0.9
Despesa total	44.4	48.0	46.5	45.9	44.5
Pagamentos sociais	19.5	20.8	20.8	20.7	19.9
Despesas com pessoal	11.4	11.1	10.9	10.7	11.5
Consumo intermédio	4.5	4.6	4.6	4.6	4.4
Juros da dívida	3.0	3.3	3.4	3.4	2.9
Subsídios	1.1	1.9	1.1	1.1	1.2
Outra despesa corrente	2.2	2.3	2.2	2.1	2.0
Despesa de capital	2.7	4.1	3.5	3.4	2.7
Investimento	2.4	2.9	2.4	2.5	2.1
Outra despesa de capital	0.4	1.2	1.1	1.0	0.6
Saldo total	-2.2	-3.9	-2.9	-2.3	-2.6

Fonte: Programa de Estabilidade (actualização de Janeiro de 2009).

Nota: (a) As contas das administrações públicas incluídas na actualização do Programa de Estabilidade apresentam uma quebra de série entre 2008 e 2009 relacionada com o registo das contribuições sociais do subsistema Caixa Geral de Aposentações. De forma a eliminar esta quebra de série, os valores de contribuições sociais e despesas com pessoal em 2008 (executados e incluídos no Programa) neste quadro encontram-se deduzidos de €2292.9 milhões, montante indicado no Programa para esta correcção.

medidas de estímulo. O comportamento dos subsídios e do investimento decorre, fundamentalmente, das medidas de combate à crise. A outra despesa de capital é afectada pela não consideração de medidas temporárias com a mesma natureza das implementadas em 2008 (que nas contas nacionais abatem à despesa em activos não financeiros não produzidos). É também de assinalar o crescimento da receita total em percentagem do PIB em 2.0 p.p., num contexto de quase estabilização da carga fiscal, devido à hipótese assumida quanto à evolução da outra receita corrente e da receita de capital. A diminuição do défice projectada para 2010 e 2011 assenta, essencialmente, na redução de algumas rubricas da despesa, com particular ênfase nos subsídios e no investimento em 2010 e, numa menor medida, nas despesas com pessoal em ambos os anos.

As Previsões Intercalares da Comissão Europeia, de Janeiro passado, apresentam uma evolução mais desfavorável para as contas públicas em Portugal em 2009 e 2010¹, em parte em resultado de uma deterioração mais acentuada do cenário macroeconómico (Quadro 3). De destacar que os desenvolvimentos mais recentes tornaram ambas as estimativas para a variação da actividade económica em 2009 ultrapassadas (ver "Caixa 1 Actualização intercalar das projecções macroeconómicas para 2009", neste Boletim), o mesmo acontecendo com as projecções orçamentais. Adicionalmente, a apreciação da posição estrutural das finanças públicas em 2008 é afectada negativamente pela identificação de medidas temporárias de magnitude considerável. Ainda de acordo com a Comissão, o impacto de reformas implementadas em anos anteriores, em particular da reforma da administração pública, poderá ser menos significativo do que o projectado no Programa. Apesar desta perspectiva menos favorável, a Comissão considera na sua apreciação do Programa de Estabilidade que as medidas de estímulo orçamental aprovadas em 2008 estão em linha com o Plano Europeu de Recuperação Económica, constituindo uma resposta adequada à quebra da actividade económica. No entanto, recomenda que o aumento do défice em 2009 não exceda o previsto e que a consolidação planeada a partir de 2010 seja prosseguida com determinação,

(1) Apesar de projectar défices superiores a 3 por cento do PIB, a Comissão Europeia, em Fevereiro de 2009, decidiu só iniciar procedimentos dos défices excessivos relativamente aos Estados-membros cujos défices excederam o valor de referência em 2008: Espanha, França, Grécia, Irlanda, Letónia e Malta.

Quadro 3

COMPARAÇÃO ENTRE A ACTUALIZAÇÃO DO PROGRAMA DE ESTABILIDADE E AS PREVISÕES DA COMISSÃO EUROPEIA
Em percentagem do PIB

	2008	2009	2010	2011
Saldo total das administrações públicas				
Actualização do Programa de Estabilidade	-2.2	-3.9	-2.9	-2.3
Comissão Europeia	-2.2	-4.6	-4.4	-
Medidas temporárias				
Actualização do Programa de Estabilidade	0.0	0.0	0.0	0.0
Comissão Europeia	0.7	0.1	0.0	-
Saldo estrutural				
Actualização do Programa de Estabilidade	-2.2	-3.3	-2.1	-1.7
Comissão Europeia	-3.0	-3.9	-3.3	-
PIB real (taxa de variação)				
Actualização do Programa de Estabilidade	0.3	-0.8	0.5	1.3
Comissão Europeia	0.2	-1.6	-0.2	-
Por memória: Banco de Portugal ^(a)	0.0	-3.5	-	-

Fontes: Comissão Europeia, Programa de Estabilidade (actualização de Janeiro de 2009) e Banco de Portugal.

Nota: (a) Ver "Caixa 1 Actualização intercalar das projecções macroeconómicas para 2009" neste Boletim.

reforçando o ritmo de ajustamento se as condições cíclicas forem mais favoráveis que o projectado. O Conselho Ecofin acolheu estas orientações na sua opinião sobre o Programa.

O agravamento do desequilíbrio orçamental estrutural em 2008, só parcialmente explicado por efeitos de medidas anti-crise, e a perspectiva da subida do défice das administrações públicas, em 2009, para um valor muito acima do valor de referência no Pacto de Estabilidade tornam importante uma avaliação dos desenvolvimentos orçamentais necessários para assegurar a sustentabilidade das finanças públicas. Esta última surge também como particularmente relevante para as condições de financiamento da economia portuguesa. Neste contexto, várias questões emergem como particularmente prementes. Em primeiro lugar, a quantificação do impacto de factores transitórios, isto é, com efeito permanente no nível mas temporário nas taxas de variação, na evolução da receita e da despesa em 2006 e 2007. Em segundo lugar, a verificação da efectiva reversibilidade das medidas de estímulo orçamental aprovadas e implementadas desde meados de 2008. Finalmente, a avaliação dos efeitos adicionais que se podem esperar das reformas realizadas nos últimos anos, com particular destaque para a reforma da administração pública.

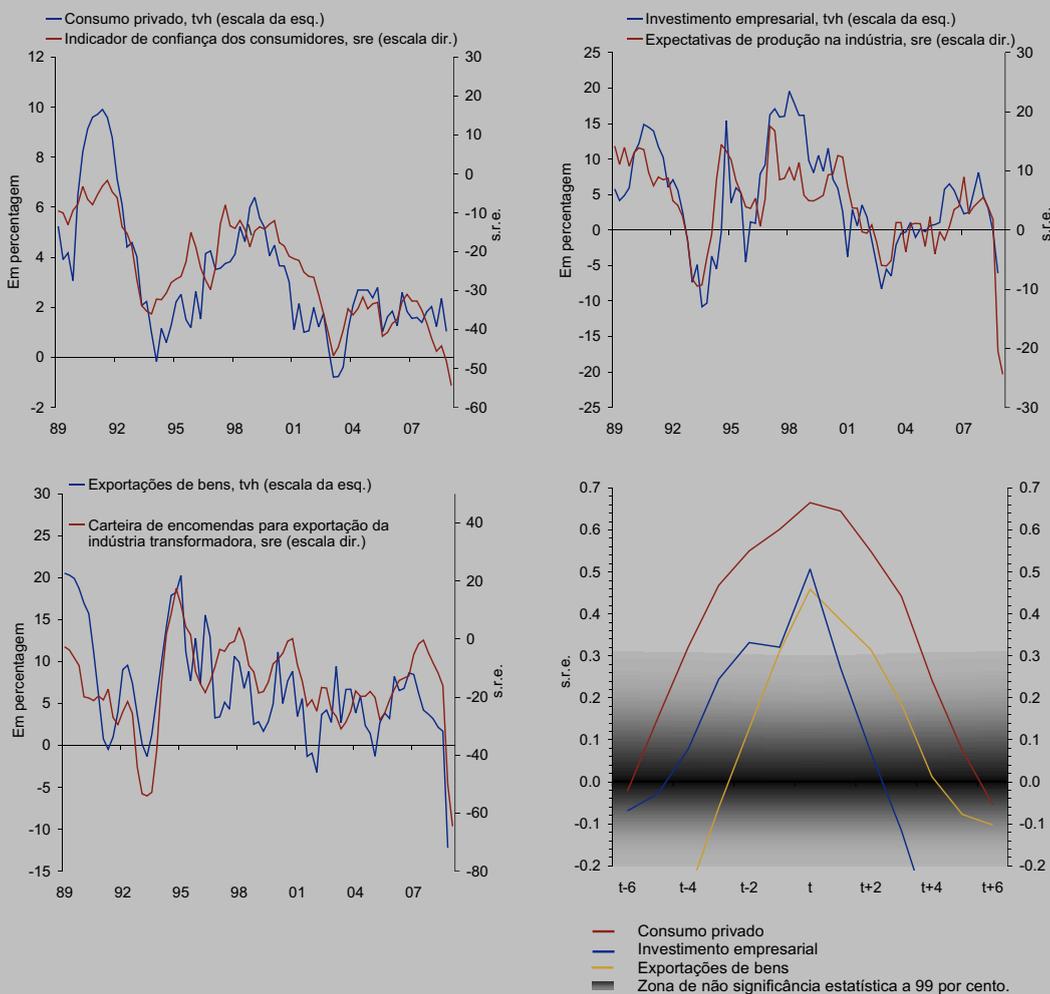
Caixa 4: A evolução recente dos indicadores qualitativos

Os indicadores de natureza qualitativa têm um importante papel na elaboração de estimativas e de previsões de curto prazo das principais variáveis macroeconómicas. A sua utilização generalizada prende-se com o facto de estes indicadores tenderem a reflectir as condições económicas vigentes e futuras, estando disponíveis de uma forma significativamente mais atempada do que a generalidade dos indicadores de natureza quantitativa¹. A relevância desta informação é particularmente importante na actual fase da conjuntura, caracterizada por uma queda abrupta da actividade económica a partir do terceiro trimestre de 2008.

A importância deste tipo de indicadores é ilustrada no Gráfico 1, onde se apresenta a relação entre a evolução em volume de várias componentes da despesa – consumo privado, investimento empresarial e exportações de mer-

Gráfico 1**INDICADORES QUALITATIVOS vs COMPONENTES DA DESPESA**

Dados trimestrais: 1989 - 2008



Nota: Estrutura de correlações entre a componente da despesa em (t+) e o respectivo indicador qualitativo em (t)..

Fontes: INE e Banco de Portugal.

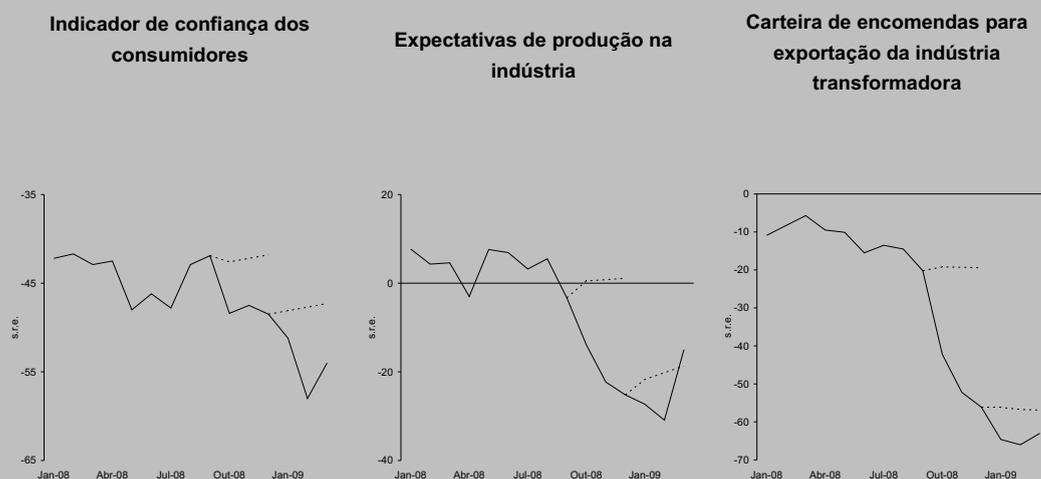
Nota: Variáveis medidas através de remoção de tendência dos valores apresentados em gráfico [filtro HP ($\lambda=1600$)].

(1) Os Inquéritos de opinião divulgados mensalmente pela Comissão Europeia, com base em informação de base dos institutos nacionais de estatística, referem-se a vários sectores dos países da União Europeia (EU) e são disponibilizados nos últimos dias do mês a que dizem respeito.

Gráfico 2

EVOLUÇÃO RECENTE

Dados mensais: Janeiro 2008 - Março 2009



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: As linhas a tracejado referem-se às projecções a 3 meses que teriam sido efectuadas em Setembro e em Dezembro através de modelos univariados do tipo ARMA de primeira ordem.

cadorias - e um conjunto de indicadores qualitativos seleccionado – confiança dos consumidores, expectativas de produção e encomendas para exportação.

O Gráfico 1 apresenta igualmente a estrutura de correlações, calculadas após a remoção de tendência das séries de forma a interpretar a sua significância estatística. Os resultados evidenciam uma forte associação entre a evolução das variáveis, no sentido em que todas elas dependerão de um conjunto comum de determinantes. Nesta análise ilustrativa, os maiores coeficientes de correlação ocorrem entre as evoluções contemporâneas dos indicadores qualitativos e das respectivas variáveis quantitativas. Este facto realça a importância deste tipo de indicadores, na medida em que podem contribuir para medir a evolução contemporânea das principais variáveis macroeconómicas, tipicamente conhecidas com algum desfasamento. Adicionalmente, resultados econométricos formais evidenciam que os indicadores qualitativos ajudam igualmente a explicar a evolução económica nos trimestres seguintes.²

O Gráfico 2 apresenta a evolução mensal mais recente destes indicadores. Apesar de alguma recuperação em Março, estes indicadores registaram níveis mínimos históricos, cuja relevância deve, no entanto, ser interpretada com cautela devido à eventual não estacionariedade das séries no período amostral, em especial no caso do indicador de confiança dos consumidores. No mesmo sentido, sublinhe-se que algumas das diminuições observadas nos últimos meses - em especial em Outubro - foram das maiores que se registaram em todo o período para o qual estes indicadores se encontram disponíveis. Finalmente, o carácter extraordinário deste comportamento dos indicadores qualitativos é igualmente realçado quando a sua evolução é comparada com as projecções de modelos de natureza univariada, nos quais a previsão se baseia exclusivamente na extrapolação das regularidades temporais exibidas no passado por cada uma das séries.

(2) Além dos resultados obtidos para o consumo através desta análise ilustrativa, esta conclusão é obtida em alguns estudos recentes relacionados com a previsão de curto prazo do investimento e das exportações. Em J. R. Maria e S. Serra (2008), "Forecasting investment: A fishing contest using survey data", Banco de Portugal, Working Paper 18, estuda-se a relação entre indicadores qualitativos e o investimento empresarial através de várias técnicas econométricas alternativas. Em F. Cardoso e C. Duarte (2006), "A utilização de informação qualitativa na previsão das exportações", Banco de Portugal, Boletim Económico-Inverno 2006 apresentam-se vários bridge-models para as exportações baseados em indicadores qualitativos.

A evolução económica verificada no quarto trimestre veio corroborar as indicações iniciais destes indicadores, tendo-se registado, em particular, uma queda brusca das exportações e do investimento. Em relação ao consumo privado não se confirmou ainda a significativa desaceleração sugerida pela evolução da confiança dos consumidores (Gráfico 1). A evolução no quarto trimestre de 2008 reflectiu o facto do consumo de bens duradouros, o qual se afigura tradicionalmente mais sensível ao ciclo económico, ter apenas registado uma ligeira desaceleração em relação ao trimestre anterior. A razão deste comportamento deveu-se ao forte aumento de vendas de automóveis no final de 2008, explicado pela antecipação de compras relacionada com as alterações de natureza fiscal anunciadas para 2009.

Neste contexto, as actuais perspectivas para a economia portuguesa não poderiam deixar de reflectir esta evolução particularmente vincada dos indicadores qualitativos, os quais perspectivam a manutenção de um fraco desempenho da economia portuguesa, sendo um dos elementos subjacentes à revisão em baixa das perspectivas de crescimento para 2009 publicadas neste Boletim Económico (ver “Caixa 1 [Actualização intercalar das projecções macroeconómicas para 2009](#)”).



ARTIGOS

O Mecanismo de Transmissão Monetária para uma Pequena Economia Aberta Integrada numa União Monetária

Novos Factos Sobre a Pobreza em Portugal

Os Sectores Exportadores de Têxteis e Vestuário em Portugal – Tendências Recentes

Percepção e Expectativas de Inflação na Área do Euro e Portugal

O MECANISMO DE TRANSMISSÃO MONETÁRIA PARA UMA PEQUENA ECONOMIA ABERTA INTEGRADA NUMA UNIÃO MONETÁRIA*¹

Bernardino Adão**

1. INTRODUÇÃO

Neste trabalho é analisado um modelo estilizado de uma pequena economia aberta integrada numa união monetária. Dado que a pequena economia efectua trocas comerciais no interior e no exterior da união monetária, existem três blocos neste modelo. A pequena economia, o bloco representado pelos restantes países pertencentes à união monetária e o bloco que inclui todos os países que não pertencem à união monetária.

Tal como em qualquer modelo monetário dinâmico de equilíbrio geral, também no nosso, o comportamento das variáveis de equilíbrio pode ser descrito por um sistema de equações às diferenças com tantas equações, quantas as variáveis endógenas, e com algumas condições iniciais e terminais. De um modo geral, estas restrições adicionais ao sistema não são suficientes para determinar um conjunto finito de soluções². No entanto, existe uma forma de obter um equilíbrio local único³. O procedimento é relativamente simples, o banco central deve adoptar uma regra de fixação da taxa de juro que obedeça ao princípio de Taylor⁴.

O princípio de Taylor estabelece que a resposta da taxa de juro a uma variação unitária da inflação deve ser maior do que a unidade. A taxa de juro relevante para a pequena economia é fixada pelo banco central da união monetária. Este adopta uma regra de taxa de juro que é função da inflação e do produto da união. Se a taxa de inflação em todos os países da união, salvo a da pequena economia, fosse considerada exógena, violar-se-ia o princípio de Taylor. É fácil perceber porquê. Se o referido agregado das variáveis da união fosse considerado exógeno, qualquer alteração na inflação da pequena economia implicaria uma alteração relativamente menor da taxa de juro da união, dado que a pequena economia contribui pouco para a inflação da união. Assim, para garantir a determinação local, as variáveis associadas aos países fora da união podem ser consideradas exógenas, mas não as variáveis associadas aos outros países da união.

* Agradeço os comentários de Ana Cristina Leal, João Sousa, José Ferreira Machado, Mário Centeno e Nuno Alves e a ajuda prestada com os dados de Gabriela Castro, Ricardo Félix, José Maria e Nuno Ribeiro. As opiniões expressas no artigo são as do autor e não coincidem necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema.

** Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.

(1) Há uma versão em *working paper* deste trabalho, Adão (2009), que tem um maior detalhe técnico.

(2) Cochrane (2007) contém uma análise deste assunto.

(3) Além do equilíbrio local único existe um número infinito de outros equilíbrios explosivos, que não podem ser descartados por condições de transversalidade.

(4) O princípio de Taylor é descrito em Taylor (1999). Ao contrário do que pode acontecer em modelos menos usuais, o princípio de Taylor é uma condição necessária e suficiente para ter determinação local no nosso modelo.

Para garantir que o modelo possui um equilíbrio único, adoptámos uma especificação *ad-hoc* de dois blocos de equações, cada um contendo três equações, que especificam o comportamento de algumas variáveis agregadas internas e externas à união. Um dos blocos contém três equações de forma reduzida: uma curva IS, uma curva de Phillips e uma regra de taxa de juro, que descrevem o comportamento do produto, da inflação e da taxa de juro para os países fora da união. Estas três variáveis são totalmente determinadas neste bloco. O outro bloco de equações contém outras três equações de forma reduzida, semelhantes, relacionadas com o comportamento da inflação, do produto, e da taxa de juro na união. Este bloco de equações contém três equações e cinco variáveis. As variáveis são: a taxa de inflação e o produto, na pequena economia aberta e nos restantes países da união, assim como a taxa de juro na união monetária. Neste bloco de equações, os argumentos associadas à pequena economia aberta são ponderados, de acordo com a dimensão relativa do pequeno país na união. Estas cinco variáveis interagem com as outras variáveis do modelo, sendo determinadas em conjunto com estas.

Adolfson *et al.* (2007) desenvolveram, um modelo de pequena economia aberta com apenas dois blocos: a pequena economia aberta e todos os restantes países. Nesse contexto, o princípio de Taylor é satisfeito se as variáveis: inflação externa, produto externo e taxa de juro externa, forem consideradas exógenas. Este trabalho pode ser encarado como uma extensão do trabalho referido, porque considera que a pequena economia aberta está integrada na união monetária. Seguindo o trabalho daqueles autores, e a literatura, considerámos várias fricções nominais e reais, tais como salários e preços rígidos, utilização variável do capital, custos de ajustamento do capital, persistência dos hábitos de consumo e prémios de risco.

Adolfson *et al.* (2007) calibraram e estimaram o seu modelo, utilizando dados da área do euro. Este documento apresenta um modelo concebido para avaliar a transmissão dos choques da política monetária numa pequena economia aberta integrada numa união monetária. Sendo razoável considerar Portugal como uma economia deste tipo, recorreremos aos dados portugueses para calibrar vários dos parâmetros do nosso modelo. Assumimos que após o choque monetário, as variáveis agregadas externas à união: inflação, produto e taxa de juro, não se alteravam e que as variáveis agregadas da união: inflação, produto e taxa de juro se alteravam de acordo com o bloco de três equações mencionado. Mais especificamente, no exercício quantitativo que efectuámos, considerámos parâmetros para a curva IS, curva de Phillips e regra da taxa de juro que, juntamente com as restantes equações calibradas, geram respostas ao choque de política monetária típico da área do euro, que reproduzem as trajectórias das respostas destas variáveis no modelo de Adolfson *et al.* (2007) para o mesmo choque.

Alguns dos parâmetros do modelo estão calibrados para os valores no estado estacionário das variáveis da economia portuguesa, para outros não dispomos de informação, pelo que optamos por fazê-los iguais às estimativas obtidas (ou valores assumidos) por Adolfson *et al.* (2007) para a área do euro. A trajectória das funções de respostas a impulso, das principais variáveis macro, a uma descida temporária e não antecipada da taxa de juro estão alinhadas com a literatura. Quando comparadas

com a área do euro, as variáveis: produto, emprego e salário real, crescem mais em Portugal e a inflação ajusta-se mais rapidamente, reagindo ligeiramente mais no impacto. Por outro lado, o consumo, em Portugal, tem um comportamento quase idêntico ao da área do euro. Em geral, as economias onde se verifica um ajuste mais rápido da inflação em resposta a um determinado choque económico, apresentam respostas mais pequenas das variáveis reais em resposta a esse choque. Não é o que se passa aqui, uma vez que se partiu do pressuposto que Portugal tem um nível de endividamento externo líquido mais elevado e um grau de abertura maior que a união.

O comércio com as duas áreas responde de forma diferente. Devido à alteração da taxa de juro, o comércio com os países fora da área do euro varia substancialmente mais do que o comércio com os países da área do euro. As exportações e as importações para e da área do euro aumentam, sendo menores as variações apresentadas pelas exportações. No início, as importações de fora da área do euro decrescem, ao passo que as exportações para fora da área do euro aumentam.

O trabalho está organizado do seguinte modo: A Secção 2 descreve o modelo. A Secção 3 estuda os efeitos de um choque de política monetária na economia portuguesa. A Secção 4 apresenta algumas conclusões. O apêndice descreve a resolução e a calibragem do modelo.

2. MODELO

O modelo tem 3 blocos económicos: A pequena economia aberta, os outros países da união monetária e os países fora da união monetária. Estamos preocupados com a pequena economia aberta e assumimos que os desenvolvimentos na pequena economia aberta afectam pouco os restantes blocos económicos. Como tal, no nosso modelo, a pequena economia aberta é descrita em pormenor, o mesmo não acontecendo com os restantes blocos económicos.

2.1. Famílias

Na pequena economia aberta existe uma família representativa, cujas preferências por sequências estocásticas de consumo C_t , de moeda real $\frac{M_t}{P_t}$, e de trabalho L_t são dadas pela função utilidade,

$$E_0 \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t \left(\log(C_t - bC_{t-1}) + \nu \log\left(\frac{M_t}{P_t}\right) - \xi \frac{L_t^{1+\psi}}{1+\psi} \right) \quad (1)$$

Em que E_0 é o valor esperado condicionado, $\beta \in (0,1)$ é o factor de desconto e b é um parâmetro que controla a persistência dos hábitos de consumo. Esta função utilidade é semelhante à utilizada por Christiano *et al.* (2005) e Adolfson *et al.* (2007). O consumo agregado é um cabaz formado pelo produto produzido internamente e pelos produtos importados do exterior segundo uma função CES:

$$C_t = \left[(1 - \varpi_{o,c} - \varpi_{u,c})^{\frac{1}{\eta_c}} (C_t^h)^{\frac{\eta_c-1}{\eta_c}} + (\varpi_{o,c})^{\frac{1}{\eta_c}} (C_t^o)^{\frac{\eta_c-1}{\eta_c}} + (\varpi_{u,c})^{\frac{1}{\eta_c}} (C_t^u)^{\frac{\eta_c-1}{\eta_c}} \right]^{\frac{\eta_c}{\eta_c-1}}, \quad (2)$$

Em que C_t^h indica o consumo do bem interno, C_t^o indica o consumo do bem produzido no exterior da união, C_t^u indica o consumo do bem produzido nos restantes países da união, $\varpi_{o,c}$ é a proporção do consumo importado do exterior da união no consumo agregado, $\varpi_{u,c}$ é a proporção do consumo importado dos restantes países da união no consumo agregado e η_c é a elasticidade de substituição entre os três bens de consumo. Portanto, os consumidores retiram utilidade do consumo do bem produzido internamente, assim como do consumo dos bens produzidos no estrangeiro. O preço do consumo agregado, definido como a despesa mínima necessária para adquirir uma unidade de C_t , é dado pela seguinte equação:

$$P_t^c = \left[(1 - \varpi_{o,c} - \varpi_{u,c})(P_t^h)^{1-\eta_c} + \varpi_{o,c}(P_t^o)^{1-\eta_c} + \varpi_{u,c}(P_t^u)^{1-\eta_c} \right]^{\frac{1}{1-\eta_c}},$$

Em que P_t^h é o preço do bem produzido internamente, P_t^o é o preço do bem importado do exterior da união e P_t^u é o preço do bem importado dos restantes países da união. Todos estes preços estão expressos em unidades da moeda interna. Os consumidores escolhem quantidades de cada um destes três bens, que para uma dada despesa, maximizam o consumo agregado. As procuras de cada bem que maximizam C_t e obedecem à restrição $P_t^h C_t^h + P_t^o C_t^o + P_t^u C_t^u = P_t^c C_t$, são:

$$C_t^h = (1 - \varpi_{o,c} - \varpi_{u,c}) \left(\frac{P_t^h}{P_t^c} \right)^{-\eta_c} C_t,$$

$$C_t^o = \varpi_{o,c} \left(\frac{P_t^o}{P_t^c} \right)^{-\eta_c} C_t,$$

e

$$C_t^u = \varpi_{u,c} \left(\frac{P_t^u}{P_t^c} \right)^{-\eta_c} C_t.$$

Também, o investimento agregado é um cabaz formado pelo produto produzido internamente e pelos produtos importados do estrangeiro, segundo uma função CES,

$$I_t = \left[(1 - \varpi_{o,i} - \varpi_{u,i})^{\frac{1}{\eta_i}} (I_t^h)^{\frac{\eta_i-1}{\eta_i}} + (\varpi_{o,i})^{\frac{1}{\eta_i}} (I_t^o)^{\frac{\eta_i-1}{\eta_i}} + (\varpi_{u,i})^{\frac{1}{\eta_i}} (I_t^u)^{\frac{\eta_i-1}{\eta_i}} \right]^{\frac{\eta_i}{\eta_i-1}},$$

em I_t^h que indica o investimento no bem produzido internamente, I_t^o indica o investimento no bem produzido fora da união, I_t^u indica o investimento no bem produzido nos restantes países da união, $\varpi_{o,i}$ é a proporção do investimento no bem produzido fora da união no investimento agregado, $\varpi_{u,i}$ é a parte do investimento no bem produzido nos restantes países da união no investimento agregado e η_i é

elasticidade da substituição entre os três bens de investimento. O preço do investimento agregado é igual a:

$$P_t^i = \left[(1 - \varpi_{o,i} - \varpi_{u,i})(P_t)^{1-\eta_i} + \varpi_{o,i}(P_t^o)^{1-\eta_i} + \varpi_{u,i}(P_t^u)^{1-\eta_i} \right]^{\frac{1}{1-\eta_i}}.$$

As procuras de cada um dos bens de investimento são:

$$I_t^h = (1 - \varpi_{o,i} - \varpi_{u,i}) \left(\frac{P_t}{P_t^i} \right)^{-\eta_i} I_t,$$

$$I_t^o = \varpi_{o,i} \left(\frac{P_t^o}{P_t^i} \right)^{-\eta_i} I_t,$$

e

$$I_t^u = \varpi_{u,i} \left(\frac{P_t^u}{P_t^i} \right)^{-\eta_i} I_t.$$

Cada família detém o monopólio do fornecimento do seu próprio trabalho e pode fixar o seu salário de acordo com o mecanismo descrito em Calvo (1983), ao qual regressaremos mais adiante. Para garantir que esta fricção não torna as famílias heterogêneas, assumimos mercados financeiros internos completos, em relação aos resultados desta fricção. Consequentemente, todas as famílias possuem a mesma restrição orçamental:

$$P_t^c C_t + P_t^i I_t + M_t + D_t + S_t B_t^o + B_t^u = P_t w_t L_t + P_t (r_t u_t - a(u_t)) K_{t-1} + M_{t-1} + D_{t-1} R_{t-1} + S_t R_{t-1} \Phi_o \left(\frac{B_{t-1}}{z_{t-1}} \right) B_{t-1}^o + R_{t-1} \Phi_u \left(\frac{B_{t-1}}{z_{t-1}} \right) B_{t-1}^u + T_t + F_t. \quad (3)$$

Os termos do lado esquerdo da igualdade mostram como as famílias usam o seu rendimento, e os termos do lado direito as várias fontes do seu rendimento. Aqui, M_t é moeda nominal, D_t são depósitos que pagam uma taxa de juro nominal bruta R_t , B_t^o são obrigações externas denominadas em moeda externa que pagam a taxa de juro nominal bruta $R_t^o \Phi_o$, S_t é a taxa de câmbio nominal, B_t^u são obrigações externas denominadas na moeda da união monetária que pagam a taxa de juro nominal bruta $R_t^u \Phi_u$, e w_t é o salário real. O termo $P_t r_t u_t$ representa os rendimentos das famílias por fornecerem serviços do capital às empresas. A função $a(u_t) K_{t-1}$ é o custo de pôr a taxa de utilização do capital igual a u_t . Assumimos que $a(u_t)$ é crescente e convexa. Estas hipóteses capturam percepção de que quanto mais intensivamente o *stock* de capital é utilizado, maiores são os custos de manutenção. Assumimos que $u_t = 1$ no estado estacionário e que $a(1) = 0$, $a' > 0$, e $a'' > 0$. A expressão $R_{t-1}^o \Phi_o \left(\frac{B_{t-1}}{z_{t-1}} \right)$ é a taxa de juro bruta nas obrigações em moeda externa ajustada para o volume total de obrigações externas reais, $B_t \equiv \frac{S_t B_t^o + B_t^u}{P_t}$. O termo z_t é um choque tecnológico de raiz unitária, que será descrito mais à frente. As funções $\Phi_i \left(\frac{B_t}{z_t} \right)$ para $i = o, u$, assumem-se estritamente decrescentes em B_t e satisfazem as

igualdades $\Phi_i(\bar{B}) = 1$, para $i = o, u$, em que \bar{B} é o valor de estado estacionário de $\frac{B_t}{z_t}$. Estas funções dependem dos valores reais agregados das obrigações externas. Significa isto que cada uma das famílias domésticas toma estas funções $\Phi_i(\cdot)$ como dadas quando decide a sua carteira de obrigações externas.

As funções Φ_i tentam captar a integração imperfeita dos vários mercados financeiros internacionais. Se a economia interna, no seu todo, estiver a contrair empréstimos acima do valor de estado estacionário, é cobrado às famílias internas um prémio sobre as taxas de juro internacionais; se pelo contrário as famílias contraírem empréstimos abaixo do valor de estado estacionário, as famílias internas pagam menos. A introdução deste prémio é necessária para assegurar a existência de um estado estacionário bem definido no modelo (para mais detalhes, ver Schmitt-Grohé e Uribe, 2003). Sem este prémio, o *stock* das obrigações e o consumo não seriam estacionários. As restantes variáveis são: T_t que é uma transferência *lump-sum*, e F_t que representa o lucro das empresas na economia.

O Investimento I_t induz uma trajectória de evolução do capital,

$$K_t = (1-\delta)K_{t-1} + \left(1 - V\left[\frac{I_t}{I_{t-1}}\right]\right)I_t, \quad (4)$$

Em que δ é a taxa de depreciação e V é uma função de custos de ajustamento tal que $V'[\Lambda_i] = V''[\Lambda_i] = 0$ e $V''' > 0$, em que Λ_i é a taxa de crescimento do investimento ao longo da trajectória de crescimento equilibrado. As famílias escolhem o vector $\{C_t, L_t, M_t, D_t, B_t^o, B_t^u, u_t, K_t, I_t\}$ que maximiza o valor esperado condicionado da sua utilidade futura, e obedece a várias restrições: à restrição orçamental, à equação de evolução do capital e aos valores iniciais para M_0, D_0, B_0^o e B_0^u .

O trabalho utilizado pelos produtores de bens intermédios é fornecido por uma empresa concorrencial representativa, que aluga o trabalho a cada família j . Esta empresa agrega o trabalho diferenciado das várias famílias, de acordo com a função da produção,

$$L_t^d = \left(\int_0^1 L_{jt}^{\nu^w} dj \right)^{\frac{1}{\nu^w-1}},$$

em que ν^w é a elasticidade da substituição entre os diferentes tipos de trabalho e L_t^d é a procura agregada do trabalho. Esta empresa maximiza os lucros, assumindo como dados os salários de cada família j , w_{jt} e o salário agregado do trabalho w_t . O seu problema de maximização é o seguinte:

$$\max_{L_{jt}} w_t L_t^d - \int_0^1 w_{jt} L_{jt} dj.$$

A procura do trabalho da família j é dada por

$$L_{jt} = \left(\frac{w_{jt}}{w_t} \right)^{-\nu^w} L_t^d, \forall j.$$

Como foi já referido as famílias escolhem os seus salários de acordo com o esquema de Calvo. Em cada período, uma fracção $1 - \theta^w$ das famílias pode modificar livremente os seus salários. As restantes famílias, θ^w , modificam os seus salários na medida em que os têm parcialmente indexados à inflação passada e à taxa de crescimento passada da produtividade. A indexação à inflação passada é controlada pelo parâmetro χ^w e a indexação à taxa de crescimento passada da produtividade pelo parâmetro χ^p . Ambos os parâmetros assumem valores no intervalo $[0,1]$. Assim, uma família que não pode mudar o seu salário durante s períodos tem o salário real dado por $\times_{\tau=1}^s \frac{\Pi^{1-\chi^w} \Pi_{t+\tau-1}^{\chi^w} \bar{z}^{-1-\chi^p} z_{t+\tau-1}^{-\chi^p}}{\Pi_{t+\tau}} w_{jt}$, em que Π_t é a taxa de inflação bruta do bem doméstico no período t , Π é a taxa de inflação bruta do bem doméstico de estado estacionário, \bar{z}_t é a taxa de crescimento bruta da produtividade no período t e \bar{z} é a taxa de crescimento bruta da produtividade no estado estacionário.

Na fixação dos salários, a parte relevante da função objectivo das famílias é:

$$\max_{w_{jt}} E_t \sum_{s=0}^{\infty} (\beta \theta^w)^s \left(-\xi \frac{L_{jt+s}^{1+\psi}}{1+\psi} + \lambda_{jt+s} \times_{\tau=1}^s \frac{\Pi^{1-\chi^w} \Pi_{t+\tau-1}^{\chi^w} \bar{z}^{-1-\chi^p} z_{t+\tau-1}^{-\chi^p}}{\Pi_{t+\tau}} w_{jt} L_{jt+s} \right)$$

em que

$$L_{jt+s} = \left(\frac{\times_{\tau=1}^s \frac{\Pi^{1-\chi^w} \Pi_{t+\tau-1}^{\chi^w} \bar{z}^{-1-\chi^p} z_{t+\tau-1}^{-\chi^p}}{\Pi_{t+\tau}} w_{jt}}{w_{t+s}} \right)^{-\nu^w} L_{t+s}^d, \forall j.$$

Sendo λ_{jt+s} a utilidade marginal do consumo do bem interno no período $t + s$ da família j .

Em cada período, uma fracção $1 - \theta^w$ das famílias fixa w_t^* como o seu salário, enquanto a restante fracção indexa o seu salário à inflação passada. Assim, o salário real evolui de acordo com:

$$w_t^{1-\nu^w} = \theta^w \left(\frac{\Pi^{1-\chi^w} \Pi_{t-1}^{\chi^w} \bar{z}^{-1-\chi^p} z_{t-1}^{-\chi^p}}{\Pi_t} w_{t-1} \right)^{1-\nu^w} + (1-\theta^w) (w_t^*)^{1-\nu^w}.$$

2.2. Produtor do Bem Final

Existe um bem final doméstico que é produzido com bens intermédios:

$$Y_t = \left(\int_0^1 y_{j,t}^{\frac{\nu^d-1}{\nu^d}} dj \right)^{\frac{\nu^d}{\nu^d-1}}$$

Em que ν^d é o *markup*. As funções de procura por *inputs* do produtor final são:

$$y_{j,t} = \left(\frac{p_{j,t}}{P_t} \right)^{-\nu^d} Y_t,$$

Em que $p_{j,t}$ é o preço do produto intermédio j e P_t é o preço do produto final. P_t é definido como a despesa mínima nos *inputs* intermédios para produzir uma unidade do produto final e é dado por

$$P_t = \left(\int_0^1 p_{j,t}^{1-\nu^d} dj \right)^{\frac{1}{1-\nu^d}}.$$

2.3. Produtores dos Bens Intermédios

Existe um contínuo de produtores de produtos intermédios. Cada um possui a tecnologia seguinte:

$$y_{j,t} = A_t k_{j,t-1}^\alpha l_{j,t}^{1-\alpha} - \rho z_t,$$

Em que A_t é o choque tecnológico na produtividade, que segue um processo autoregressivo:

$$A_t = A_{t-1} \exp(\Lambda_A + z_{A,t}), \text{ onde } z_{A,t} = \sigma_A \varepsilon_{A,t}, \varepsilon_{A,t} \sim N(0,1)$$

e

$$z_t = A_t^{\frac{1}{1-\alpha}}.$$

O parâmetro ρ corresponde a um custo fixo de produção que garante que os lucros económicos destes produtores são zero no estado estacionário. Temos

$$z_t = z_{t-1} \exp(\Lambda_z + z_{z,t}), \text{ onde } z_{z,t} = \frac{z_{A,t}}{1-\alpha} \text{ e } \Lambda_z = \frac{\Lambda_A}{1-\alpha}.$$

Os produtores dos bens intermédios resolvem dois problemas: Primeiro, dado w_t e r_t , contratam trabalho e alugam capital em mercados de concorrência perfeita, para minimizar os custos com os factores produtivos na obtenção duma dada quantidade de bem intermédio.

O segundo problema que os produtores intermédios têm de resolver é escolher o preço que maximiza o valor esperado descontado dos lucros reais futuros. As empresas também fixam os preços de acordo com um cenário de Calvo. Em cada período, uma fracção $1-\theta$ das empresas pode escolher optimamente os seus preços. O preço escolhido no período t é indicado por p_t . Suprimimos a indexação da empresa porque todas as empresas que têm a oportunidade de escolher o preço, escolhem fixar o mesmo o preço. As restantes empresas θ não podem escolher o preço. No período t estas empresas actualizam o seu preço para $p_{j,t-1} \Pi^{1-\chi^d} \Pi_{t-1}^{\chi^d}$, em que $p_{j,t-1}$ é o preço que a empresa j cobrava no período $t-1$, Π_{t-1} é a inflação passada do bem doméstico, Π é a inflação do bem doméstico no estado estacionário e χ^d é um parâmetro de indexação. O parâmetro de indexação χ^d assume valores no intervalo $[0,1]$. Cada empresa usa o factor de desconto estocástico $\beta\theta\lambda_t$ para calcular o valor presente dos seus lucros futuros.

Assim quando as empresas podem escolher o seu preço no período t o seu problema é:

$$\max_{p_t} E_t \sum_{s=0}^{\infty} (\beta\theta)^s \lambda_{t+s} \left\{ \left[\frac{x_{\tau=1}^s \Pi^{1-\chi^d} \Pi_{t+\tau-1}^{\chi^d} p_t}{P_{t+s}} - mc_{t+s}^d \right] y_{j,t+s} \right\}$$

Sujeito a

$$y_{j,t+s} = \left(\frac{x_{\tau=1}^s \Pi^{1-\chi^d} \Pi_{t+\tau-1}^{\chi^d} p_t}{P_{t+s}} \right)^{-\nu^d} Y_{t+s}.$$

2.4. Banco Central

O banco central estipula a taxa de juro nominal de acordo com a regra de Taylor:

$$\frac{R_t}{R} = \left[\frac{R_{t-1}}{R} \right]^{\gamma_R} \left[\left(\frac{\Pi_t^u}{\Pi^u} \right)^{1-\varsigma} \left(\frac{\Pi_t}{\Pi} \right)^{\varsigma} \right]^{\gamma_{\Pi}} \left[\left(\frac{Y_t^u}{Y^u} \right)^{1-\varsigma} \left(\frac{Y_t}{Y} \right)^{\varsigma} \right]^{\gamma_Y} \exp(m_t)^{(1-\gamma_R)}$$

Em que m_t é um choque aleatório à política monetária, tal que $m_t = \sigma_m \varepsilon_{m,t}$ em que $\varepsilon_{m,t} \sim \mathcal{N}(0,1)$. A variável Π^u é o nível alvo para a taxa de inflação na união, que é igual à inflação na união no estado estacionário, Π_t^u é a inflação agregada nos restantes países da união no período t , Y^u é o produto na união no estado estacionário, Y_t^u é o produto agregado nos restantes países da união no período t . O parâmetro ς é o peso relativo da pequena economia aberta na união, enquanto γ_R, γ_{Π} , e γ_Y são os parâmetros habituais da regra de Taylor.

2.5. Governo

A restrição orçamental do governo na pequena economia aberta é:

$$P_t G_t + T_t = M_t - M_{t-1}$$

Em que G_t é o consumo do governo, o qual inclui apenas o bem produzido domesticamente, e que consideramos exógeno. As outras variáveis são os impostos T_t e a moeda, M_t .

2.6. Evolução dos Activos Externos Líquidos

A evolução dos activos externos líquidos agregados satisfaz:

$$S_t B_t^o + B_t^u = S_t R_{t-1}^o \Phi_o \left(\frac{B_{t-1}}{Z_{t-1}} \right) B_{t-1}^o + R_{t-1}^u \Phi_u \left(\frac{B_{t-1}}{Z_{t-1}} \right) B_{t-1}^u + TB_t.$$

A balança comercial é: $TB_t = P_t X_t^u + P_t X_t^o - P_t^u M_t^u - P_t^o M_t^o$.

O total das importações da união é $M_t^u = \varpi_{u,c} \left(\frac{P_t^u}{P_t^c} \right)^{-\eta_c} C_t + \varpi_{u,i} \left(\frac{P_t^u}{P_t^i} \right)^{\eta_i} I_t$ e o total das importações de fora da união é $M_t^o = \varpi_{o,c} \left(\frac{P_t^o}{P_t^c} \right)^{-\eta_c} C_t + \varpi_{o,i} \left(\frac{P_t^o}{P_t^i} \right)^{\eta_i} I_t$. Assumimos que as procuras dos outros países pelo produto doméstico têm a mesma forma funcional que a procura dos consumidores internos. Assim, o total das exportações para a união é $X_t^u = \varpi_{u,u} \left(\frac{P_t^u}{P_t^u} \right)^{-\eta^{u,x}} Y_t^u$ e o total das exportações para fora da união é $X_t^o = \varpi_{o,o} \left(\frac{P_t^o}{P_t^o} \right)^{-\eta^{o,x}} Y_t^o$, em que $\varpi_{u,u}$ e $\varpi_{o,o}$ são proporções, e $\eta^{u,x}$ e $\eta^{o,x}$ são elasticidades. As variáveis Y_t^u e Y_t^o indicam, respectivamente, o produto agregado dos restantes países da união e dos países fora da união.

2.7. Preços Relativos

As famílias da pequena economia aberta recorrem aos seguintes preços relativos para decidirem sobre os seus cabazes de consumo e de investimento: $\xi_t^{c,d} \equiv \frac{P_t^c}{P_t}$ e $\xi_t^{i,d} \equiv \frac{P_t^i}{P_t}$. Os consumidores recorrem a dois preços relativos para decidirem sobre as importações: O preço relativo entre as importações da união e o bem doméstico $\xi_t^{u,d} \equiv \frac{P_t^u}{P_t}$ e o preço relativo entre as importações de fora da união e o bem doméstico $\xi_t^{o,d} \equiv \frac{P_t^o}{P_t}$.

Das definições de preços, temos:

$$\begin{aligned} (\xi_t^{c,d})^{1-\eta_c} &= (1 - \varpi_{o,c} - \varpi_{u,c}) + \varpi_{o,c} (\xi_t^{o,d})^{1-\eta_c} + \varpi_{u,c} (\xi_t^{u,d})^{1-\eta_c}, \\ (\xi_t^{i,d})^{1-\eta_i} &= (1 - \varpi_{o,i} - \varpi_{u,i}) + \varpi_{o,i} (\xi_t^{o,d})^{1-\eta_i} + \varpi_{u,i} (\xi_t^{u,d})^{1-\eta_i}. \end{aligned}$$

2.8. Agregação

A procura agregada na pequena economia aberta é:

$$Y_t = C_t^h + I_t^h + a(u_t)K_{t-1} + G_t + X_t$$

em que C_t^h e I_t^h indicam, respectivamente, o consumo e o investimento do bem doméstico. Assim, a procura dirigida ao produtor do bem intermédio i é:

$$y_{i,t} = \left(C_t^h + I_t^h + a(u_t)K_{t-1} + G_t + X_t \right) \left(\frac{P_{i,t}}{P_t} \right)^{-\nu^d}, \forall i.$$

Utilizando a função de produção e a condição de equilíbrio do mercado, obtemos:

$$A_t (u_t K_{t-1})^\alpha L_t^{1-\alpha} - \rho z_t = C_t^h + I_t^h + a(u_t)K_{t-1} + G_t + X_t.$$

2.9. Resto do Mundo

Tal como referido, o resto do mundo é composto por duas regiões: os restantes países da união e os que estão fora da união. O produto, a inflação e a taxa de juro interna e externa à união são dados por dois blocos, um para cada região, cada um contendo três equações: Uma equação IS, uma equação de Phillips e uma equação da taxa de juro.

Mais especificamente,

$$Y_t^k = f_Y^k(Y_{t-1}^k, Y_{t+1}^k, \Pi_{t+1}^k),$$

$$\Pi_t^k = f_\Pi^k(\Pi_{t-1}^k, \Pi_{t+1}^k, Y_{t+1}^k),$$

e

$$R_t^k = f_R^k(R_{t-1}^k, \Pi_t^k, Y_t^k),$$

Para $Y_t^k = Y_t^o$ ou $Y_t^k = (1-\varsigma)Y_t^u + \varsigma Y_t$, $\Pi_t^k = \Pi_t^o$ ou $\Pi_t^k = (1-\varsigma)\Pi_t^u + \varsigma\Pi_t$, e $R_t^k = R_t^o$ ou $R_t^k = R_t$. O parâmetro ς é a dimensão relativa da pequena economia aberta.

2.10. Equilíbrio

A definição de equilíbrio para esta economia é a usual. É um vector de preços, de variáveis de políticas e de quantidades que satisfazem certas condições. Essas condições são as seguintes:

- As condições que resolvem o problema das famílias;
- As condições que resolvem o problema das empresas;
- O restrição orçamental do governo;
- O restrição orçamental com o sector externo;
- As equações IS, de Phillips e de taxa de juro para cada região;
- As condições de equilíbrio dos mercados.

3. FUNÇÕES DE RESPOSTA A IMPULSO

Após a resolução e a calibração do modelo, descritas no apêndice, estamos em condições para estudar as funções de resposta a impulso das diversas variáveis a um choque da política monetária. O choque considerado é um ruído branco na regra da taxa de juro.

Com excepção da inflação, taxa de juro nominal e prémio da taxa de juro, que são reportados como taxas trimestrais anualizadas, os restantes gráficos associados às funções de resposta a impulso têm no eixo vertical o desvio percentual das variáveis dos seus respectivos valores no estado estacionário.

Há que salientar uma característica das funções de resposta a impulso. Tal como se vê no Gráfico 1, a maior parte das variáveis, excluindo as variáveis associadas ao comércio, têm uma resposta em forma de um U invertido, que atinge o seu pico no terceiro ou no quarto trimestre após o choque e regressa, cerca de três anos mais tarde, aos níveis anteriores ao choque. As excepções são a taxa de câmbio nominal, alguns preços relativos e as diferentes importações e exportações.

Os gráficos das funções de resposta a impulso das variáveis da área do euro: a taxa de juro nominal, a inflação e o produto são uma réplica aproximada das trajectórias de resposta a impulso destas variáveis a um choque monetário no modelo de Adolfson *et al.* (2007). No impacto, a taxa de juro nominal cai em 40 pontos base e retorna ao estado estacionário quatro anos mais tarde. Tanto o produto como a inflação têm respostas em forma de U invertido, atingindo os seus picos após cerca de um ano, os quais se situam próximos dos 0,3 por cento do estado estacionário para o produto e dos 10 pontos base (anualizados) para a inflação.

As respostas da pequena economia aberta ao choque da política monetária são comparáveis às obtidas numa economia fechada típica, embora o modelo possua um canal adicional de transmissão da política monetária. Seguidamente, passaremos a descrever essas respostas. Porque os preços são rígidos, a descida inesperada da taxa de juro nominal implica uma descida na taxa de juro real. A taxa de juro real torna as obrigações menos atractivas do que o investimento, o que conduz a um aumento deste. À medida que o *stock* de capital aumenta, aumenta também a produtividade marginal do trabalho e as empresas, por sua vez, aumentam a sua procura de trabalho.

A taxa de juro real temporariamente mais baixa tem um efeito de substituição inter temporal no consumo e no fornecimento de trabalho. O consumo e o lazer actuais tornam-se relativamente menos dispendiosos (dado que os salários nominais são rígidos), o que, por sua vez, leva as famílias a aumentarem o consumo e a reduzir o fornecimento do trabalho. As alterações no fornecimento de trabalho e na procura de trabalho conduzem a um aumento no salário real. O Produto aumenta, dado que o consumo e o investimento aumentam, e a utilização do capital aumenta porque existem custos de ajustamento do capital. Como o consumo e o investimento aumentam, a procura por bens importados aumenta também.

O canal adicional para a transmissão da política monetária, associado à economia aberta, obriga as empresas a aumentarem, igualmente, a produção. Nas economias fechadas, as famílias só conseguem suavizar a trajectória do consumo, variando a trajectória do investimento. Contudo, numa economia fechada, as famílias têm outra alternativa para alcançar tal objectivo, ou seja, a possibilidade de alterar a trajectória das exportações líquidas. O choque monetário, aqui considerado, conduz a um aumento do rendimento interno. Para suavizar a trajectória do consumo e do lazer, as famílias aumentam os seus activos externos líquidos. Este comportamento dos activos externos implica o aumento

das exportações líquidas e um aumento adicional do produto. De facto após o choque, as obrigações externas líquidas mantêm-se acima do seu valor de estado estacionário, durante cerca de quatro anos.

Verifica-se um efeito rendimento adicional em Portugal, que está ausente do modelo estimado (e calibrado) para a área do euro de Adolfson *et al.* (2007). Estes assumiram que o activo externo líquido da área do euro no estado estacionário seria zero; em vez disso, nós assumimos que o rácio entre a dívida externa líquida e o PIB de Portugal no estado estacionário e o rácio entre a dívida externa líquida denominada em euros e o total da dívida externa líquida no estado estacionário são iguais àqueles rácios para Portugal, em 2007. Dado que a maior parte da dívida externa líquida de Portugal está denominada em euros, o impacto de uma queda da taxa de juro do euro é mais favorável para Portugal do que para a área do euro. Só por isso, seria de esperar que o investimento e o produto em Portugal devessem variar mais do que o investimento e o produto na área do euro.

O grau de abertura também é relevante. Quanto mais aberto for um país, menos terá de depender do investimento para isolar parcialmente o consumo das constantes perturbações a que as economias estão sujeitas, dado que tem acesso a mais activos externos, que podem ser utilizados para além do investimento, para suavizar o consumo. Por essa razão, o produto nas economias abertas tende a ser mais volátil, porque a economia pode tirar partido do choque temporário que enfrenta, aumentando a produção quando o choque é positivo ou reduzindo a produção quando o choque é negativo, sem ter de alterar demasiado o consumo (isto é, com custos mais baixos), em comparação com uma economia menos aberta. Sendo que a área do euro tem um grau de abertura menor do que Portugal, deveria esperar-se que como reacção a um choque positivo temporário, semelhante ao choque de política monetária aqui considerado, o consumo aumentasse menos e o produto aumentasse mais em Portugal do que na área do euro.

De acordo com o Gráfico 1 o produto aumenta, em desvios percentuais do estado estacionário, um pouco mais em Portugal do que na área do euro. Em Portugal, a função de resposta a impulso do produto situa-se, quase sempre, acima da sua congénere da área do euro. Para Portugal, a resposta máxima está acima dos 0,3 e na área do euro está abaixo de 0,3. O investimento, o emprego e o salário real, em Portugal e na área do euro, de acordo com os cálculos de Adolfson *et al.* (2007), têm formas semelhantes, mas em Portugal, estas variáveis oscilam mais. As funções de resposta a impulso para o investimento, emprego e para o salário real, em Portugal, estão quase sempre acima das mesmas funções para a área do euro. Para Portugal, a resposta máxima para o investimento está próxima dos 0.6 para o emprego está próxima de 0.25, e para o salário real está próxima de 0.1, enquanto para a área do euro, a resposta máxima para o investimento está próxima dos 0.5, para o emprego está próxima de 0.2 e para o salário real está próxima de 0.07.

A inflação, em Portugal, responde mais rapidamente ao choque do que a inflação na área do euro; no impacto cresce mais e regressa mais rapidamente ao estado estacionário. O aumento máximo da inflação em Portugal é de 16 pontos base, enquanto que esse máximo na área do euro está próximo dos 10 pontos base. Isto deverá estar associado ao facto de termos assumido que, em Portugal, em

cada trimestre, 20 por cento das empresas optimizam os preços que praticam, enquanto Adolfson *et al.* (2007) estimaram que apenas 10 por cento das empresas na área do euro optimizam os preços que praticam.

O preço relativo dos bens produzidos nos restantes países da área do euro está persistentemente abaixo do estado estacionário, em resposta ao choque, devido ao referido comportamento diferenciado da inflação, em Portugal e na área do euro. Este facto, conjuntamente com o facto do choque exercer um impacto no produto relativamente mais alto em Portugal do que na área do euro, implica que as importações da área do euro aumentam mais do que as exportações para a área do euro, em resposta ao choque.

Ainda que os efeitos do choque considerado sejam mais fortes em Portugal do que na área do euro, o consumo, em Portugal e na área do euro, têm trajectórias muito semelhantes. Isto indica que as famílias em Portugal estão a utilizar os instrumentos de poupança disponíveis para suavizar o consumo.

Passaremos agora a interpretar o comportamento da taxa de câmbio. Das condições de primeira ordem das famílias, obtemos a condição da paridade descoberta da taxa de juro (*uncovered interest rate parity* ou UIP), segundo a qual a depreciação esperada para o euro é igual à taxa de juro actual na união monetária menos a taxa de juro actual fora da união menos a alteração do prémio de risco⁵. A UIP não restringe a taxa de depreciação do euro no período do impacto. Para além do período do impacto, o comportamento da taxa de câmbio nominal é determinado pela UIP. A taxa de juro externa está inalterada, por hipótese, e o prémio de risco altera-se apenas ligeiramente, uma vez que os custos associados com variações do *stock* de activos são relativamente pequenos. Assim, logo após o período do impacto, desde o segundo até ao quinto trimestre, o euro valoriza-se, enquanto a descida na taxa de juro é maior, em valor absoluto, do que o decréscimo no prémio de risco da dívida externa e, após o sexto trimestre, o euro torna a desvalorizar ligeiramente, enquanto o oposto acontece.

No período do impacto, o euro deprecia-se porque, tal como observámos anteriormente, as exportações líquidas têm de crescer para suavizar o consumo. As exportações líquidas para a área do euro não cresceram devido à evolução, acima descrita, das principais variáveis agregadas em Portugal e na área do euro. Deste modo, para que as exportações líquidas cresçam, devem crescer as exportações líquidas para o exterior da união. Tal só é possível se o preço relativo dos bens produzidos no exterior da união aumentar, dado que assumimos que as principais variáveis económicas agregadas exteriores à união permaneceram constantes. O preço relativo corrente dos bens produzidos no exterior da união é igual ao preço relativo no período anterior, mais a depreciação actual do euro, mais o diferencial actual de inflação entre o exterior da união e Portugal. Para que o preço relativo dos bens produzidos no exterior da união esteja persistentemente acima do estado estacionário, é necessário que, no impacto, o euro deprecie o suficiente de modo a compensar a sua subsequente valorização e a persistente inflação interna. Resumindo, no curto prazo, as taxas de juro reais mais baixas na área do euro tendem a reduzir o valor cambial do euro, o que baixa os preços relativos dos bens produzidos

(5) Indicado por Φ .

em Portugal e na área do euro. Isto conduz a uma maior despesa por parte dos países fora da união, em produtos e serviços produzidos em Portugal e na área do euro.

O comportamento da função de resposta a impulso dos activos líquidos externos, que reflecte a evolução das exportações líquidas, é um resultado da opção das famílias em suavizar o consumo ao longo do tempo. A sua trajectória é descrita por um curva em forma de U invertido, que atinge o seu pico ao fim de quatro trimestre, próximo dos 0.18 acima do estado estacionário, e regressa ao estado estacionário após 4 anos.

No que respeita às funções de resposta a impulso das exportações e das importações, há uma diferença notória entre as que se fazem para e da área do euro e as que se fazem para e do exterior da área do euro. As exportações e as importações para e da área do euro aumentam, mas as importações aumentam mais. As importações atingem um valor máximo de 0.42 por cento acima do estado estacionário, enquanto as exportações atingem um valor máximo de 0.24 por cento acima do estado estacionário. Conforme já anteriormente referido, este comportamento é explicado por dois factos. Primeiro, porque o produto em Portugal cresce mais do que na área do euro. Segundo, porque o preço relativo dos bens produzidos em Portugal aumentou devido ao facto da inflação em Portugal estar ligeiramente acima da inflação na área do euro. Tal como previamente salientámos, o comércio com os países exteriores à área do euro evolui de forma muito diferente. Isso é parcialmente explicado pela trajectória do preço relativo dos bens produzidos no exterior da área do euro, que sobe no impacto e regressa, com alguma persistência, ao seu estado estacionário 6 trimestres após o choque. As exportações e as importações para e de países exteriores à área do euro variam substancialmente. As exportações, no impacto, estão cerca de 0.54 por cento acima do estado estacionário e as importações, no impacto, estão cerca de 0.32 por cento abaixo do estado estacionário. As importações do exterior da união atingem o seu máximo quando o investimento atinge o seu máximo, 5 trimestres após o choque.

No nosso modelo, os efeitos sobre a taxa de câmbio do euro são mais pequenos do que no modelo de Adolfson *et al.* (2007). No nosso modelo, no impacto, o euro desvaloriza cerca de 0.4 por cento face ao estado estacionário, enquanto que em Adolfson *et al.* (2007) a sua desvalorização é de cerca de 0.5 por cento face ao estado estacionário. Muito provavelmente, se tivéssemos de alterar alguns dos parâmetros no nosso modelo para conseguirmos obter aquele valor mais elevado para a desvalorização do euro, os efeitos sobre muitas das variáveis reais, tais como o produto, o investimento e o salário real, que já são maiores em Portugal do que na união, seriam ainda mais aumentados.

4. CONCLUSÕES

Neste documento, introduzimos modificações no modelo monetário de pequena economia aberta que é a referência actual na literatura, Adolfson *et al.* (2007), para incorporar uma união monetária. O pequeno país estabelece comércio com países dentro e fora da união monetária à qual pertence. Assim, para garantir determinação local, as variáveis associadas aos países do exterior da união podem ser

consideradas exógenas, mas não as variáveis associadas aos outros países da união. Dado que a regra da taxa de juro da união depende da inflação e do produto da união, se tivéssemos considerado tais variáveis como exógenas, a taxa de juro não obedeceria ao princípio de Taylor e não haveria um equilíbrio local único. Para ultrapassar esta dificuldade, assumimos que a inflação, o produto e a taxa de juro interna da união variam de acordo com um bloco com três equações, uma curva IS, uma curva de Phillips e uma regra da taxa de juro. Os parâmetros destas três equações foram escolhidos de tal forma que as mesmas, conjuntamente com as restantes condições do modelo, possam reproduzir as funções resposta a impulso da inflação, do produto e da taxa de juro da área do euro para um choque monetário típico, de acordo com os resultados obtidos por Adolfson *et al.* (2007).

Utilizamos o modelo para estudar o mecanismo de transmissão monetária em Portugal. Eis os vários resultados. A forma e o sinal das respostas das variáveis são semelhantes aos obtidos na literatura para a área do euro. No entanto as variáveis reais em Portugal variam mais. Quando comparados com a área do euro, o produto, o investimento, o salário real e o emprego, em Portugal, expandem-se mais em resposta a uma descida inesperada da taxa de juro. A inflação em Portugal ajusta-se e reage mais no impacto. O comércio com as duas zonas responde de forma diferente ao referido choque monetário. O comércio com os países do interior da área do euro aumenta, tanto as exportações como as importações aumentam. As importações dos países exteriores à área do euro diminuem nos primeiros dois trimestres, aumentando posteriormente, enquanto as exportações para os países exteriores à área aumentam substancialmente no impacto.

Seria útil desenvolver mais trabalho empírico no contexto deste modelo. Podem ser considerados comportamentos diferentes para as variáveis agregadas dos países dentro e fora da área do euro. Por exemplo, assumir que as equações que determinam a evolução destas variáveis são as dadas por um VAR estimado. Uma outra dimensão que pode ser explorada é a estimação de alguns dos parâmetros do modelo, recorrendo por exemplo a métodos de Bayesianos, tal com o fazem Adolfson *et al.* (2007)⁶.

O modelo contém muitas fricções, mas é simplista em várias dimensões. Consequentemente, seria interessante ampliá-lo em várias direcções. Poderia incorporar dívida do governo e famílias não Ricardianas, de modo a que a política fiscal pudesse interagir com a monetária de um modo menos trivial. Poderia incorporar um sector financeiro para estudar o chamado canal do acelerador financeiro da política monetária. Poderia considerar-se o mercado do trabalho como um mercado mais complexo, em que fosse possível falar de desemprego. Poderiam ser considerados mais sectores de produção, especialmente um sector de bens não transaccionáveis.

(6) De acordo com Canova (2007) em geral a estimação deste tipo de modelos é problemática por várias razões, mas especialmente porque está sujeita a problemas de identificação.

REFERÊNCIAS

- Adolfson, M., S. Laseen, J. Linde, e M. Villani (2007), “Bayesian Estimation of an Open Economy DSGE Model with Incomplete Pass-Through”, *Journal of International Economics*, Elsevier, vol. 72(2), pages 481-511, July.
- Altig, D., L. J. Christiano, M. Eichenbaum, e J. Linde (2003), *The Role of Monetary Policy in the Propagation of Technology Shocks*. Manuscript, Northwestern University.
- Backus, D., P. Kehoe, e F. Kydland (1994), “Dynamics of the Trade Balance and the Terms of Trade: The J-Curve?”, *American Economic Review*, 84, 84-103.
- Calvo, G. (1983) “Staggered Prices in a Utility-Maximizing Framework”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, p. 383-398.
- Canova, F. (2007), *Methods for Applied Macroeconomic Research*, Princeton University Press.
- Cochrane, J. (2007), “Inflation Determination with Taylor Rules: A Critical Review”, University of Chicago, *mimeo*.
- Collard, F., e H. Dellas (2002), “Exchange Rate Systems and Macroeconomic Stability”, *Journal of Monetary Economics*, 49, p. 571-599.
- Christiano, L., M. Eichenbaum, e C. Evans (2005), “Nominal Rigidities and the Dynamic Effects of a Shock to Monetary Policy”, *Journal of Political Economy*, vol. 113, no. 1.
- Christoffel, K., G. Coenen, e A. Warne (2008), “The New Area-Wide Model of the Euro Area: a Micro-Founded Open-Economy Model for Forecasting and Policy Analysis”, *ECB Working Paper*.
- Deardorff, A., e R. Stern (1990), *Computational Analysis of Global Trading Arrangements*, Ann Arbor: University of Michigan Press.
- Martins, F. (2006), “The Price Setting Behavior of Portuguese Firms Evidence From Survey Data”, *Working Paper 4-06*, Banco de Portugal.
- Smets, F., e R. Wouters (2003), “An Estimated Stochastic Dynamic General Equilibrium Model of the Euro Area”, *Working Paper 171*, ECB.
- Stern, R., J. Francis, e B. Schumacher (1976), *Price Elasticities in International Trade: An Annotated Bibliography*, Toronto, Macmillan.
- Taylor, J. B. (1999), *An Historical Analysis of Monetary Policy Rules*, in *Monetary Policy Rules*, ed. by J. B. Taylor, pp. 319—341, Chicago, University of Chicago Press.
- Whalley, J. (1985), *Trade Liberalization Among Major World Trading Areas* Cambridge, Mass.: MIT Press.

APÊNDICE

1. Resolução do modelo

As condições de equilíbrio podem ser descritas por um conjunto de equações às diferenças, com o mesmo número de variáveis endógenas, ver Adão (2009). Pretendemos resolver este sistema de equações de equilíbrio. No entanto, existem duas grandes dificuldades na determinação da solução. Primeiro, sempre que há crescimento no modelo, algumas das variáveis crescem enquanto outras permanecem estacionárias. Deste modo, para resolver o modelo precisamos de tornar todas as variáveis estacionárias. Segundo, as equações de equilíbrio são equações às diferenças não lineares e, naturalmente, as suas soluções não são triviais. O procedimento habitual envolve a simplificação de cada equação do sistema. Cada equação do sistema é aproximada por uma equação linear. Mais especificamente, cada equação é substituída pela sua aproximação de Taylor de primeira ordem, em volta do equilíbrio de estado estacionário.

Para calcular o equilíbrio de estado estacionário é necessário dar formas funcionais a $a(\cdot)$, $V(\cdot)$ e $\Phi(\cdot)$. Tomamos $a(u) = \gamma_1(u-1) + \frac{\gamma_2}{2}(u-1)^2$. No estado estacionário temos $u=1$ pelo que $a(1) = 0$ e $a'(1) = \gamma_1$. A função custos de ajustamento do investimento é dada por $V\left[\frac{I_t}{I_{t-1}}\right] = \frac{k}{2}\left[\frac{I_t}{I_{t-1}} - \Lambda_I\right]^2$. Assim, no estado estacionário, $V[\Lambda_I] = V'[\Lambda_I] = 0$. Finalmente o factor prémio de risco é dado por $\Phi_i(\bar{B}_t) = \exp\left(-\phi_i(\bar{B}_t - \bar{B})\right)$ no estado estacionário $\Phi_i(\bar{B}) = 1$ para $i = u, o$. Para obter um sistema em variáveis estacionárias temos de redefinir as variáveis, ver Adão (2009). A transformação do sistema original de equações num sistema de equações com variáveis estacionárias é moroso mas trivial.

O próximo passo é a log-linearização das condições de equilíbrio em volta do equilíbrio de estado estacionário determinístico. Depois disso feito, obtemos um sistema linear de várias equações às diferenças. Seja $state_t$ o vector das variáveis de estado endógenas, seja $nstate_t$ o vector das variáveis endógenas que não são de estado e exo_t o vector das variáveis exógenas. O sistema linear obtido tem o seguinte formato:

$$AA*state_t + BB*state_{t-1} + CC*nstate_t + DD*exo_t = 0,$$

$$E_t \begin{pmatrix} FF*state_{t+1} + GG*state_t + HH*state_{t-1} \\ +JJ*nstate_{t+1} + KK*nstate_t + LL*exo_{t+1} + MM*exo_t \end{pmatrix} = 0,$$

Em que os símbolos com duas letras maiúsculas iguais indicam matrizes.

Existem alguns algoritmos elaborados para resolver este tipo de sistemas de equações às diferenças. Usamos o algoritmo desenvolvido por Uhlig (1995). O algoritmo de Uhlig permite escrever os valores correntes de todas as variáveis como funções lineares dos vectores $state_{t-1}$, e exo_t , que são dados no período t . Mais formalmente, dá-nos matrizes P , Q , R e S tal que o equilíbrio descrito pela equação às diferenças,

$$state_t = P * state_{t-1} + Q * exo_t,$$

e

$$nstate_t = R * state_t + S * exo_t,$$

é estável.

6.2. Calibração

A maior parte dos parâmetros podem ser relacionados com os valores de estado estacionário das variáveis e, portanto, podem ser calibrados de modo a corresponderem a médias amostrais destas. Os restantes parâmetros foram retirados de Adolfson *et al.* (2007). Procedendo assim, minimizámos as dimensões nas quais Portugal difere da área do euro. Isso facilita a identificação das causas para as diferenças entre os resultados obtidos para Portugal e os obtidos para área do euro por Adolfson *et al.* (2007).

Muitos dos parâmetros foram calibrados usando a base de dados “Séries Trimestrais para a Economia Portuguesa”, referente ao período 77:T1-07:T4. Este conjunto de dados está incluído no Boletim Económico do Banco de Portugal, Verão 2008, e está disponível online. Para o período que começa em 1999, o ano em que Portugal entrou para a União Monetária Europeia, e que termina em 2007, em termos reais, o Consumo Privado *per capita* apresentou um crescimento trimestral de 0.29 por cento, o Consumo Público *per capita* apresentou um crescimento trimestral de 0.32 por cento, o Investimento *per capita* apresentou um crescimento de -0.11 por cento, o PIB *per capita* apresentou um crescimento trimestral de 0.25 por cento, as Exportações *per capita* apresentaram um crescimento trimestral de 1.05 por cento, e as Importações *per capita* apresentaram um crescimento trimestral de 0.79 por cento. Consideramos que a taxa de crescimento médio de z_t é de 0.25 por cento ao trimestre, que corresponde à taxa de crescimento do PIB real *per capita* no período de 99: T1-07:T4.

O *stock* do capital foi calculado com base no método do inventário permanente⁷. A taxa trimestral de depreciação agregada, δ , obtida foi de 0.011. Adolfson *et al.* (2007) fixaram-na em 0.013.

Por razões várias, é difícil determinar o estado estacionário da taxa de juro real relevante para o consumidor português representativo. A taxa de juro real média medida pelo rácio entre a taxa de juro do mercado monetário a três meses e a taxa de inflação verificada foi de 0.041 por cento ao trimestre, no período 99:T1-07:T4⁸. Esta taxa de juro real tem pouco interesse, na medida em que implica um factor de desconto β , o rácio entre a taxa de crescimento médio e a taxa de juro real média, maior do que um. Por essa razão, rejeitámo-la e optámos por outras alternativas. As outras séries de taxa de juro nominal disponíveis são as taxas de juro implícitas. Podem ser obtidas dividindo os juros recebidos nos de-

(7) O método do inventário permanente é um método de estimar o *stock* de capital dum país, usando a série histórica dos níveis de investimento. O investimento é classificado por tipo de bem de capital, que indicamos por j , tais como edifícios, maquinaria, ou veículos. Assumindo uma taxa de depreciação, $\delta_{j,t}$, adequada para cada tipo de capital, $K_{j,t}$, as equações às diferenças para os vários tipos de capital são, $K_{j,t} = (1 - \delta_{j,t})K_{j,t-1} + I_{j,t}$. Se as séries para os diferentes tipos de capital forem suficientemente longas, então o *stock* de capital inicial é irrelevante, porque estará completamente amortizado, para determinar os valores mais recentes do *stock* de capital. O *stock* do capital agregado é obtido agregando os *stocks* dos vários tipos de capital.

(8) A série de taxa de juro do mercado monetário considerada foi a EURIBOR a 3 meses, e a inflação usada foi a taxa de crescimento do deflator do PIB.

pósitos bancários pelo total dos depósitos bancários ou dividindo os juros recebidos nos empréstimos bancários pelo total dos empréstimos bancários. Também rejeitamos as taxas de juro implícitas nos depósitos porque implicam um factor de desconto maior do que um. A nossa preferência, entre todas as taxas de juro associadas com os créditos bancários, vai para a taxa de juro nos empréstimos hipotecários, por ser a mais baixa e a mais relevante para o consumidor representativo. A taxa de juro real média medida pela diferença entre a taxa de juro implícita nos empréstimos hipotecários e a taxa da inflação realizada foi de 0.46 por cento no período 99:T1-07:T4. Esta taxa de juro real, conjuntamente com a taxa de crescimento assumida de z_t , implica um β igual a 0.998. Adolfson et al (2007) consideram um valor semelhante de β para a área do euro, 0.999.

Seguindo Adolfson et al. (2007), escolhemos a elasticidade de oferta de trabalho, ψ , igual a 1 e o parâmetro de hábitos, b , igual a 0.65. Christiano et al. (2005) consideram valores semelhantes para estes parâmetros. A constante associada com o trabalho na função utilidade, ξ , é escolhida de modo que no estado estacionário as famílias trabalham 30 por cento do seu tempo. Adolfson et al. (2007) assumem que as famílias trabalham 30 por cento do seu tempo total, enquanto que Chari et al. (2002) assumem que as famílias trabalham 25 por cento do seu tempo total no estado estacionário.

Consideramos que o rendimento do trabalho é a soma das rubricas “Remunerações do Trabalho” e “Contribuições para a Segurança Social”, e o rendimento do capital é o restante rendimento interno⁹. O valor de α , é a média amostral do quociente entre o rendimento do capital e o rendimento interno, que no período 99:07 foi de 0.27. O valor considerado por Adolfson et al. (2007) foi de 0.29.

A parte importada das principais componentes da despesa interna foram obtidas a partir das matrizes *input-output* do INE. Esse cálculo foi feito para o período de 1996-1999. Durante esse período a percentagem média do consumo privado importado foi de 27 por cento e, para o mesmo período, a percentagem média do investimento importado foi de 33 por cento. A média amostral, para o período de 99:1-07:4, da quota das importações da área do euro foi de 66 por cento e a da quota das importações dos países fora da área do euro foi de 34 por cento. A quota do consumo importado da união foi considerada proporcional ao rácio entre o total das importações da área do euro e as importações agregadas. Assim, a quota $\varpi_{u,c}$, foi calibrada de modo a corresponder à média amostral de 0.18. Com base neste pressuposto, os outros parâmetros $\varpi_{u,i}$, $\varpi_{o,c}$ e $\varpi_{o,i}$, foram fixados, respectivamente, em 0.22, 0.09 e 0.11. Para o período de 99:1-07:4, o rácio entre o preço do investimento e o deflator do PIB, e o rácio entre o preço do consumo e o deflator do PIB, que indicámos como $\xi^{i,d}$ e $\xi^{c,d}$, respectivamente, tiveram um valor médio de 0.98 e 0.99. Os valores das elasticidades η_c e η_i poderiam ser determinados se tivéssemos informações sobre o preços relativos $\xi^{o,d}$ e $\xi^{u,d}$, o que não acontece. Estudos parecem indicar que para os Estados Unidos e Europa, a elasticidade entre os produtos internos e externos se situa entre 1 e 2. De um modo geral, nos modelos empíricos de comércio internacional os

(9) Como os dados da contabilidade nacional incluem no PIB os impostos indirectos, estes precisam de ser subtraídos do PIB para obter o rendimento interno.

valores utilizados estão neste intervalo¹⁰. Fixámos $\eta_c = 1.5$ e $\eta_e = 1.6$, que são as estimativas obtidas por Adolfson *et al.* (2007) para a área do euro, e estabelecemos que $\eta^{u,x}$ e $\eta^{o,x}$ são iguais a 1.5.

A evidência obtida através de inquéritos, consoante descrito em Martins (2006), indicam que a frequência da alteração dos preços pelas empresas portuguesas é de 1,9 vezes por ano. E, do total das empresas que alteram os preços, apenas cerca de 42 por cento usa previsões para fixar os seus preços. Isto implica que em cada trimestre, cerca de 20 por cento das empresas alteram os seus preços de forma optimizada. Este valor é maior do que o estimado por Smets e Wouters (2003) e Adolfson *et al.* (2007), que é de cerca de 10 por cento, mas é mais baixo do que o calculado por Christiano *et al.* (2005), que é de 40 por cento. Tal como Adolfson *et al.* (2007) fixámos o *markup* das empresas em 16 por cento¹¹. Fixámos o parâmetro de indexação χ^d , em 0.22, que é o valor estimado por Adolfson *et al.* (2007) para a área do euro. De acordo com Adolfson *et al.* (2007) e Christiano *et al.* (2005), o *markup* na determinação salarial foi fixado em 1,05. De acordo com Adolfson *et al.* (2007) a indexação salarial, o parâmetro χ^w , foi fixado em 0.50, e a probabilidade de não conseguir alterar o salário, θ^w , foi fixada em 0.69.

O estado estacionário do modelo é independente das funções de custos de ajustamento, mas as dinâmicas dependem delas. As estimativas existentes na literatura, respeitantes aos custos de ajustamento do investimento, do capital e da dívida externa, diferem substancialmente. Christiano *et al.* (2005) estimam valores de 2.48 e 0.01 para V'' e para $\frac{\gamma_2}{\gamma_1}$, respectivamente. Altig *et al.* (2003) estimam um valor de 0.049 para $\frac{\gamma_2}{\gamma_1}$. Adolfson *et al.* (2007) estimam um valor de 8.67 para V'' e estimam um valor de 0.252 para ϕ_i ¹². Quanto a nós, usamos os valores reportados em Adolfson *et al.* (2007).

Durante o período de 99:01-07:04 a quota das exportações para os países do exterior da área do euro era de 0.37, enquanto que a quota das importações dos países do exterior da área do euro era de 0.34, conforme acima referido. Os parâmetros considerados reflectem aproximadamente estes rácios, bem como as proporções médias no PIB, do consumo privado, do consumo público, do investimento, do total das exportações e do total das importações. É comum na literatura, incluindo Adolfson *et al.* (2007), o pressuposto de que as exportações no estado estacionário são iguais às importações e que a dívida líquida externa é igual a zero. Nós, pelo contrário, assumimos que o nível e a composição no estado estacionário das responsabilidades líquidas externas são os valores de Portugal no final de 2007. Nesta data, as responsabilidades líquidas externas eram uma larga fracção do PIB, estando 83 por cento denominadas em euros.

(10) Para os Estados Unidos ver, por exemplo, os resumos de Stern *et al.* (1976). Para a Europa ver, por exemplo, as discussões de Collard e Dellas (2002), Whalley (1985, Ch. 5) e Deardorff e Stern (1990, Ch. 3). Em estudos semelhantes, para os Estados Unidos, Chari *et al.* (2002) e Backus *et al.* (1994) escolhem uma elasticidade de substituição entre bens de investimento produzidos internamente e externamente igual a 1.5, e para a Europa Christoffel *et al.* (2008) estimam $\eta_c = 1.9$ e $\eta_e = 1.6$.

(11) Chari *et al.* (2005) consideram um *markup* de 11 por cento.

(12) Este resultados divergentes devem-se ao facto das bases de dados serem diferentes e das técnicas utilizadas na estimação também o serem. Adolfson *et al.* (2007) usam métodos de estimação Bayesianos, enquanto Christiano *et al.* (2005) fazem o ajustamento das funções de resposta a impulso obtidas pelos VAR.

Os parâmetros da curva IS, da curva Phillips e da regra Taylor foram escolhidos para que as funções resposta a impulso da inflação, do produto e da taxa de juro da união, ao choque de política monetária pudessem reproduzir as funções de resposta a impulso destas variáveis ao choque de política monetária no modelo estimado (e calibrado) de Adolfson *et al* (2007) para a área do euro. Os parâmetros da regra da taxa de juro são semelhantes aos estimados para a área do euro por Adolfson *et al* (2007) e por Smets and Wouters (2003). O parâmetro ς reflecte a dimensão de Portugal e foi fixado em 0.05. Os parâmetros nas equações que determinam a taxa de juro nominal, o produto e a inflação do exterior da união, não têm de ser especificados, porque assumimos que estas variáveis não são afectadas por um choque da política monetária na união.

Gráfico 1 (continua)

FUNÇÕES DE RESPOSTA A IMPULSO DUM CHOQUE DE POLÍTICA MONETÁRIA

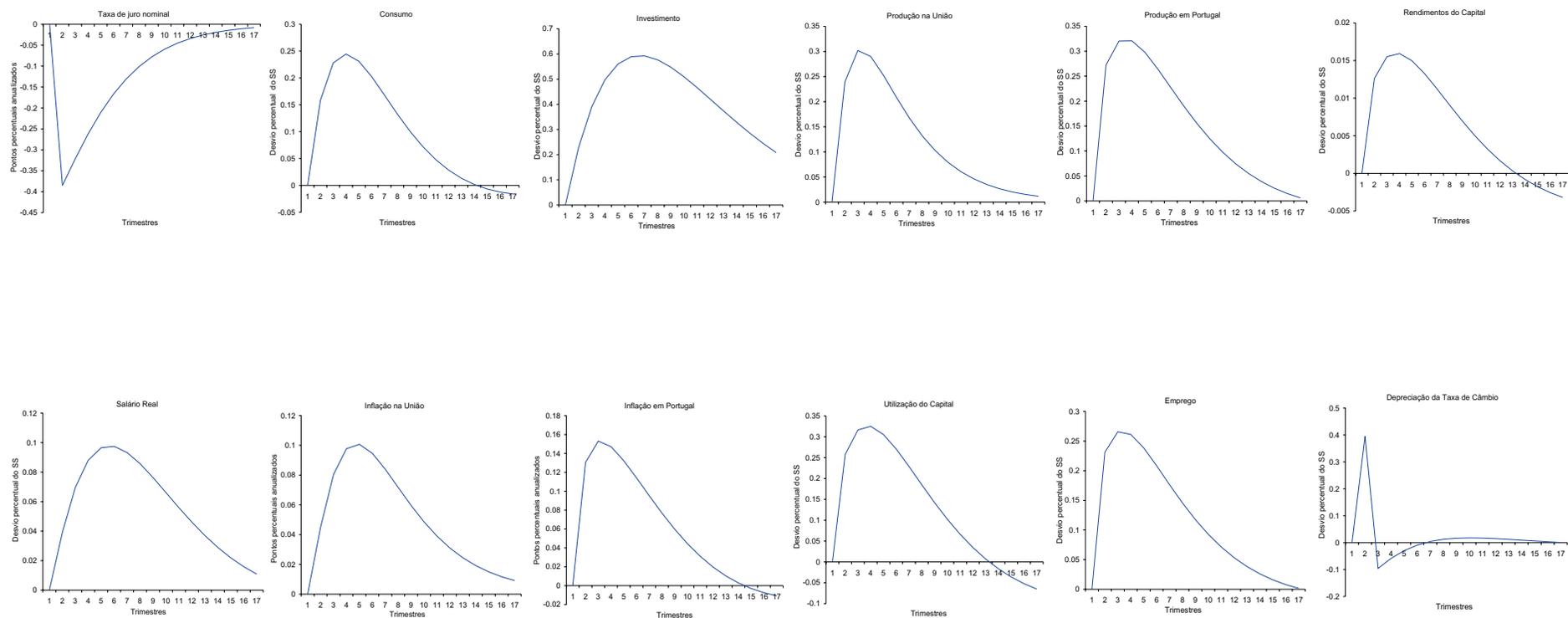
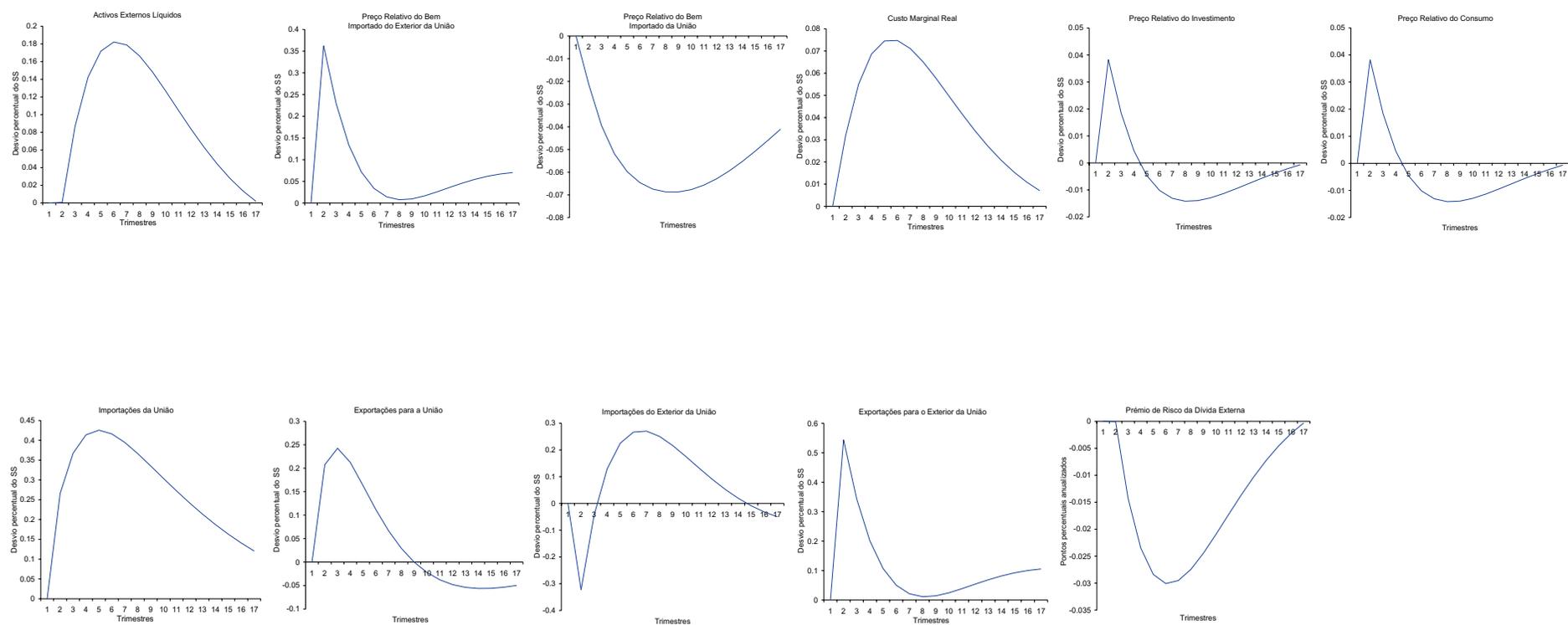


Gráfico 1 (continuação)

FUNÇÕES DE RESPOSTA A IMPULSO DUM CHOQUE DE POLÍTICA MONETÁRIA



NOVOS FACTOS SOBRE A POBREZA EM PORTUGAL*¹

Nuno Alves**

1. INTRODUÇÃO

A pobreza representa uma privação do direito básico de cada indivíduo participar plenamente na vida social, económica, cultural e política da comunidade em que se insere. Os pobres tendem a ser excluídos de diversos mercados, enfrentam um acesso limitado às instituições políticas e judiciais e investem de forma insuficiente na aquisição de activos que optimizem a sua participação nas actividades económicas, com destaque para o investimento em capital humano. Adicionalmente, esta exclusão tende a ser transmitida entre gerações. Num contexto de mercados incompletos, a importância de reduzir os níveis de pobreza é, deste modo, fundada não apenas em razões de equidade mas também em razões de eficiência.

Os níveis de pobreza persistentemente elevados em Portugal representam uma questão incontornável no processo de desenvolvimento da economia portuguesa nas décadas mais recentes. Uma literatura crescente tem analisado esta questão, após os trabalhos seminais de Silva (1982) e Costa *et al.* (1985). Alguns contributos subsequentes merecem igualmente destaque, em particular Silva *et al.* (1989), Pereirinha (1996), Ferreira (2000), Albuquerque *et al.* (2006), Rodrigues (2007) e Costa *et al.* (2008). Este artigo parte destes trabalhos e visa apresentar evidência recente sobre as características da população pobre em Portugal, bem como sobre vários mecanismos que contribuem para a ocorrência de situações de pobreza em Portugal.

Em comparação com as referências acima aludidas, este artigo apresenta algumas inovações. Em primeiro lugar, o artigo baseia-se no último inquérito do INE à despesa das famílias, realizado em 2005/06. A informação contida neste inquérito permite apurar evidência sobre vários fenómenos importantes, nomeadamente a evolução do rendimento e despesa dos agregados familiares ao longo do ciclo de vida, a transmissão inter-geracional da educação e a prevalência de vínculos conjugais positivamente relacionados com o nível de educação. Em segundo lugar, os indicadores de pobreza calculados baseiam-se não só em agregados de rendimento mas também em agregados de despesa, o que pode fornecer ilações diferentes sobre a composição, dinâmica e factores explicativos da pobreza. Finalmente, o artigo apresenta uma análise das determinantes da pobreza com base em regressões multivariadas, o que permite aferir o contributo relativo de cada elemento explicativo controlando para o impacto dos restantes.

* As opiniões expressas neste artigo são da responsabilidade do autor e não coincidem necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema. Todos os erros e omissões são da exclusiva responsabilidade do autor.

** Departamento de Estudos Económicos, Banco de Portugal.

(1) O autor gostaria de agradecer a António Antunes, Mário Centeno, Isabel Correia, Ana Cristina Leal, José Ferreira Machado e Miguel Marujo os comentários e discussões particularmente úteis.

Para compreender as tendências mais recentes da pobreza em Portugal, e para desenhar políticas óptimas tendentes à sua redução, é importante ir além da simples medição estatística do fenómeno da pobreza e discriminar os mecanismos que influenciam a sua incidência e duração. A pobreza pode ser compreendida como o resultado da combinação entre (i) as decisões das famílias e indivíduos face a choques idiossincráticos e agregados; (ii) o conjunto de elementos institucionais que caracterizam a economia, incluindo a estrutura sócio-demográfica, o nível de capital humano e o funcionamento dos mercados de bens, de trabalho e de crédito; e (iii) a miríade de políticas públicas que afectam o conjunto de oportunidades de escolha e a estrutura de incentivos que os indivíduos defrontam. Naturalmente, estas dimensões estão fortemente interligadas entre si. Neste artigo, serão evidenciados alguns contributos destes elementos para a explicação da evolução recente da pobreza em Portugal, muito embora não seja possível identificar, para cada factor, uma causalidade estatística em sentido estrito.

O resto do artigo encontra-se estruturado da seguinte forma. Na Secção 2 será clarificado o conceito de pobreza adoptado na análise, bem como diversas hipóteses metodológicas assumidas. A Secção 3 apresenta uma caracterização da pobreza em Portugal em 2005/06 e apresenta as principais tendências para o período 1994/95 – 2005/06. A Secção 4 estima a importância quantitativa de um conjunto de variáveis explicativas da pobreza em Portugal, no quadro de regressões Probit. A Secção 5 apresenta as principais conclusões e procura antever algumas forças que influenciarão a dinâmica da pobreza em Portugal no futuro.

2. CONCEITOS E MÉTODOS

Não há provavelmente nenhuma definição que capte simultaneamente todas as dimensões que caracterizam as várias faces de uma situação de pobreza (ver Lang, 2007, e Jantti e Dazinger, 2000). Neste artigo, a pobreza será conceptualmente definida como uma situação de privação baseada em falta de recursos, que limita uma participação plena na sociedade (para definições próximas, ver Atkinson, 1998, Lang, 2007, Rodrigues, 2007, ou Costa *et al.*, 2008). Duas dimensões desta definição devem ser destacadas. Por um lado, a exigência de participação plena na sociedade implica que o conceito de pobreza é relativo e que o limiar de pobreza se encontra relacionado com o nível de recursos da sociedade em cada período². Deste modo, a avaliação da existência de uma situação de privação de recursos inclui “não só [os bens] que são indispensáveis para o sustento, mas todos os que o costume do país considera indigno para as pessoas não os possuírem, mesmo as das classes mais baixas” (Adam Smith, Riqueza das Nações, 1776). Por outro lado, aquela definição de pobreza aponta a falta de recursos económicos como definidora de uma situação de pobreza, abstraindo-se de conceitos mais vastos como a exclusão social ou a pobreza multidimensional. Neste último caso, a análise centrar-se-ia igualmente em questões como o acesso não adequado a habitação, educação, saúde e justiça, bem como vulnerabilidades individuais que impedem a concretização de

(2) Neste contexto, é interessante notar que, tal como defendido em Sen (2003 e 2006), uma posição de pobreza relativa no espaço de rendimento pode contribuir para uma posição de pobreza absoluta no espaço de capacidades (*capabilities*), entendidas como a liberdade e habilidade que cada indivíduo tem para concretizar os seus direitos básicos, numa dimensão material, social ou política.

necessidades humanas básicas. No entanto, importa notar que a privação de recursos é uma importante determinante da pobreza multidimensional (Berthoud and Zantomio, 2008).

Em termos práticos, consideraremos um indivíduo como pobre se, num determinado período, o seu nível de rendimento (despesa) por adulto equivalente for inferior a 60 por cento do rendimento (despesa) por adulto equivalente mediano em Portugal. Há cinco dimensões desta definição que importa clarificar e qualificar.

Em primeiro lugar, a definição de uma linha de pobreza igual a 60 por cento do rendimento (despesa) mediano por adulto equivalente em Portugal segue a definição do Eurostat de um indivíduo em “risco de pobreza”. A ligação entre a linha de pobreza e o rendimento (despesa) mediano reflecte a natureza relativa do conceito de pobreza utilizado. Esta definição contrasta com um conceito de pobreza absoluta, em que a linha de pobreza é definida em função do valor de um cabaz de bens básicos, mantendo-se este cabaz usualmente inalterado em períodos prolongados³. Não existem argumentos definitivos na literatura que sustentem a opção por um destes conceitos. Na prática, a quase totalidade dos estudos efectuados na União Europeia e um número crescente de estudos realizados para os restantes países avançados recorrem a medidas de pobreza relativa (ver Jantti e Dazinger, 2000, European Commission, 2009, OECD, 2008, ou Jesuit e Smeeding, 2002). Neste artigo, a opção por um conceito de pobreza relativa baseia-se adicionalmente na razoabilidade global das linhas de pobreza obtidas com base no limiar - assumidamente ad-hoc - de 60 por cento do rendimento mediano⁴. De facto, estima-se que a linha de pobreza para o caso de um agregado familiar composto apenas por um indivíduo, e calculada com base na despesa total, se situava em €406 mensais em 2006 (a preços desse ano). Por seu turno, a linha de pobreza calculada com base no rendimento monetário ascendia a €382 mensais em 2005 (a preços de 2005)⁵. De acordo com a escala de equivalência utilizada neste estudo (ver abaixo), aquelas linhas de pobreza seriam multiplicados por um factor de 2.1 no caso de uma família constituída por 2 adultos e 2 crianças. Para colocar estes valores em perspectiva, note-se, por exemplo, que o rendimento mensal bruto de um indivíduo que auferisse o salário mínimo em 2006 ascendia a €437.

Em segundo lugar, as medidas de pobreza neste artigo serão calculadas com base na informação dos três últimos inquéritos às despesas das famílias, realizados pelo Instituto Nacional de Estatística (INE) em 1994/95, 2000 e 2005/06⁶. Cerca de 10000 famílias (não sobrepostas) participaram em cada inquérito. Os inquéritos fornecem informação não apenas sobre os padrões de rendimento e despesa de cada família, mas também sobre várias características sócio-demográficas das famílias e dos indi-

(3) Por exemplo, nos EUA, a linha de pobreza oficial é calculada com o método proposto em Orshansky (1965). Neste método, estimam-se inicialmente os custos de uma dieta alimentar mínima para famílias com diferentes composições e, posteriormente, multiplica-se este custo por um factor correspondente ao inverso do peso da despesa em alimentação na despesa total das famílias. A linha de pobreza assim obtida é actualizada anualmente utilizando a variação de um índice de preços no consumidor. Esta operacionalização da linha de pobreza tem sido sujeita a inúmeras críticas (ver Meyer e Sullivan, 2008b).

(4) Esta conclusão contrasta com a que seria obtida se as linhas de pobreza fossem calculadas com base num conceito absoluto de pobreza, seguindo o método proposto em Orshansky (1965). Neste caso, tal como referido em Costa *et al.* (2008), a linha de pobreza em Portugal “para data mais recente situa-se a nível demasiado elevado, conduzindo a taxas de pobreza tão altas que têm de considerar-se inverosímeis”.

(5) As linhas de pobreza para todos os agregados de rendimento e despesa utilizados neste artigo são apresentadas no Quadro 1.

(6) Os dois primeiros inquéritos correspondem aos Inquéritos aos Orçamentos Familiares (IOF) de 1994/95 e 2000, enquanto o mais recente corresponde ao Inquérito às Despesas das Famílias (IDEF) de 2005/06. Para uma apresentação detalhada do questionário e do desenho da amostra do IDEF 2005/06, ver INE (2008a).

vídus que as compõem. O rendimento e a despesa total reportados nos inquéritos incluem componentes monetárias e não monetárias. As componentes não monetárias correspondem à auto-locação (auto-avaliação do valor hipotético da renda de casa pelos agregados familiares que sejam proprietários), auto-consumo, auto-abastecimento, recebimentos em géneros, e salários em espécie. O rendimento inclui as transferências sociais (apoio à famílias, à habitação, ao desemprego, doença e invalidez, educação e formação e outras transferências de inclusão social) e é líquido de impostos sobre o rendimento e das contribuições para regimes de protecção social. Os inquéritos fornecem igualmente ponderadores por agregado familiar que permitem extrapolar os resultados dos inquéritos para o conjunto da população (INE, 2008a). Estes ponderadores foram utilizados em todos os cálculos do presente estudo. Importa finalmente notar que as despesas das famílias se referem ao principal ano de cada inquérito (1995, 2000 e 2006), enquanto os agregados de rendimento se referem ao ano precedente (respectivamente 1994, 1999 e 2005).

Em terceiro lugar, dado que o rendimento e a despesa nos inquéritos são medidos ao nível da família, a presente análise assume que os recursos são equitativamente partilhados em cada agregado familiar. Deste modo, todos os indivíduos que vivem num agregado familiar pobre foram considerados igualmente pobres. Adicionalmente, o rendimento e despesa dos agregados familiares foram re-escalados de forma a captar o facto de diferentes famílias – em termos de dimensão e composição – apresentarem diferentes necessidades. Existe um debate em curso na literatura sobre a extensão das economias de escala dentro dos agregados familiares e, em consequência, sobre a melhor maneira de re-escalar o rendimento e a despesa. Neste artigo, utilizamos a escala de equivalência modificada da OCDE, que atribui um peso de 1.0 ao primeiro adulto do agregado familiar, 0.5 aos restantes adultos e 0.3 a cada criança (com menos de 15 anos). Todos os valores de rendimento e despesa apresentados neste artigo referem-se a medidas por adulto equivalente.

Em quarto lugar, a análise desenvolvida neste artigo centra-se de forma simétrica em agregados de despesa e rendimento. Esta opção contrasta com a maioria dos estudos recentes em Portugal, que se baseiam unicamente em agregados de rendimento, mas é consistente com a literatura que sugere que nenhuma medida individual de despesa e rendimento permite captar de forma plena o grau de privação de recursos (Blundell e Preston, 1998). Os autores que preferem medidas de rendimento sublinham normalmente que o direito a um rendimento mínimo é um pré-requisito para a participação plena na sociedade. Neste caso, a premissa é que existe um direito mínimo a recursos (Atkinson, 1998). Os autores que favorecem medidas de despesa focam-se primariamente na existência de um nível mínimo de vida adequado. Adicionalmente, estes autores argumentam que as despesas captam melhor não só o nível de vida de longo prazo, mas também o papel de programas governamentais e dos mercados de crédito (Meyer and Sullivan, 2008a). Finalmente, existe evidência de sub-declaração do rendimento nos inquéritos às despesas, nomeadamente em Portugal (Rodrigues, 2007). Estes argumentos sugerem que os indicadores de pobreza baseados em agregados de despesa são, no mínimo, complementos indispensáveis aos indicadores baseados em agregados de rendimento (ver Meyer e Sullivan, 2008b, para uma análise da evolução da pobreza nos EUA utilizando indicadores de consumo e rendimento). Nas secções seguintes iremos mostrar que os agregados de despesa e

rendimento apontam para conclusões distintas sobre o nível, composição e tendências da pobreza na última década mas geram conclusões próximas no que se refere à identificação das principais variáveis relacionadas com a pobreza.

É também de notar que a análise incluirá não só indicadores de pobreza calculados com base na despesa e rendimento totais, mas também indicadores com base na despesa excluindo rendas e com base no rendimento monetário. A consideração destes últimos agregados é importante (i) por razões de comparabilidade, dado que a maioria dos estudos no contexto da União Europeia referem-se estritamente à pobreza calculada com o rendimento monetário; (ii) porque as rendas imputadas apresentam um crescimento inusitado entre os inquéritos de 2000 e 2006, o que condiciona significativamente a comparação intertemporal dos resultados (ver Subsecção 3.3); e (iii) dado que não é teoricamente claro se os serviços de habitação devem ser incluídos nas medidas de rendimento e despesa⁷. Por estes motivos, o presente artigo analisará tipicamente duas medidas de despesa (total e excluindo rendas) e duas medidas de rendimento (total e monetário).

Finalmente, a natureza *cross-section* dos dados impede uma avaliação do grau de persistência da pobreza em Portugal, uma análise dos eventos que desencadeiam ou mitigam as situações de pobreza, bem como o estudo das determinantes da duração da pobreza. A análise da dinâmica da pobreza em Portugal é importante não só para desenvolver um melhor diagnóstico das causas subjacentes às experiências individuais de pobreza, mas também para conceber políticas mais efectivas para diminuir a incidência e intensidade da pobreza. A base de dados em painel sobre rendimento e condições de vida na União Europeia (*EU Statistics on Income and Living Conditions - EU-SILC*), disponível para Portugal desde 2004, é um passo importante neste sentido (veja-se também Costa *et al.*, 2008, para uma análise da dinâmica da pobreza em Portugal entre 1995-2000, com base no *European Union Household Panel*).

3. FACTOS ACTUALIZADOS SOBRE A POBREZA EM PORTUGAL

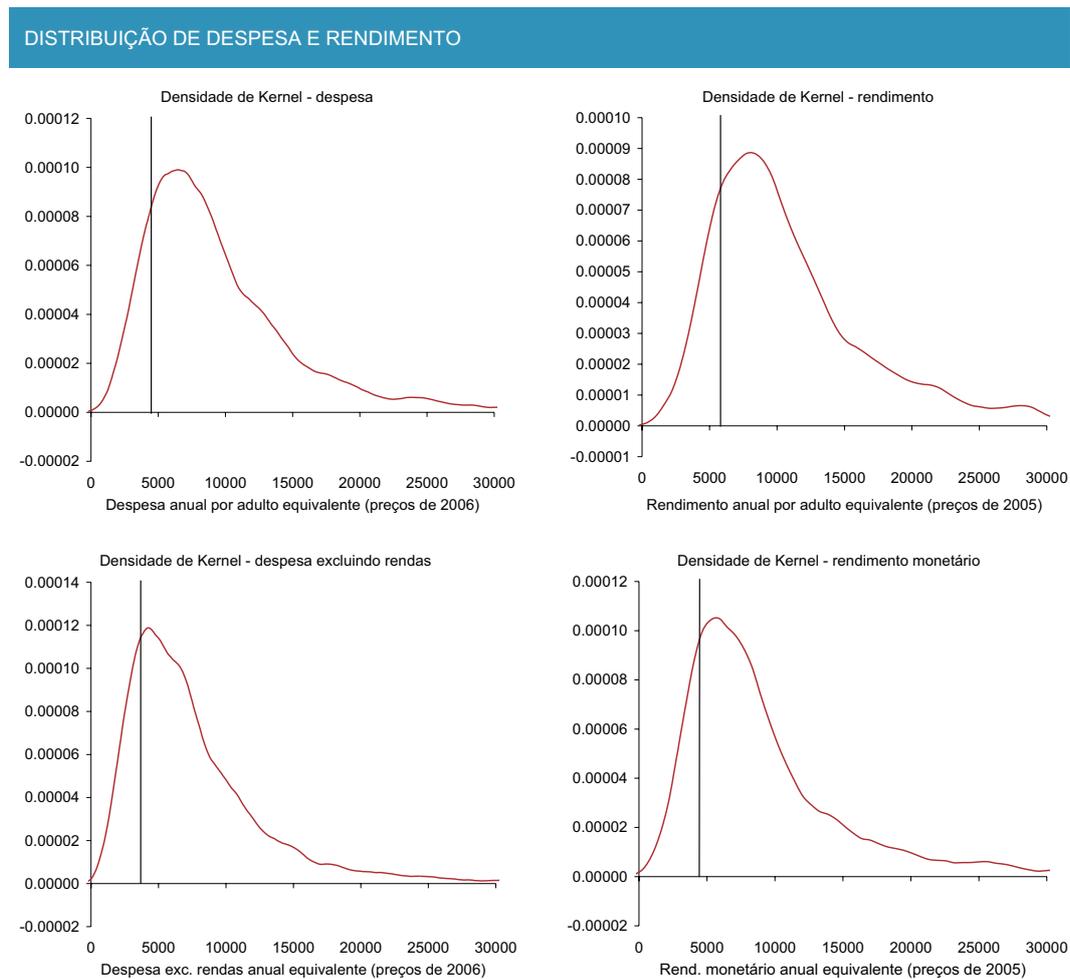
Nesta Secção serão apresentados alguns factos sobre a pobreza na economia portuguesa com base nos mais recentes inquéritos à despesa das famílias do INE. A Subsecção 3.1 documenta medidas agregadas de pobreza em 2005/06. Em seguida, a Subsecção 3.2 apresenta alguns perfis de pobreza, identificando as principais características da população pobre em Portugal. Finalmente, a Subsecção 3.3 avalia as principais tendências da pobreza em Portugal ao longo do período 1994/95-2005/06.

3.1. Uma imagem da pobreza agregada em 2005/06

O Gráfico 1 apresenta a distribuição da despesa e rendimento em Portugal em 2005/06. Como é visível, estas distribuições são significativamente enviesadas, com cerca de 65 por cento dos indivíduos

(7) Tal como referido em Lang (2007), a análise de uma medida de rendimento ou despesa excluindo os serviços de habitação pode ser justificada se o agregado familiar depender da permanência na mesma habitação para participar plenamente na sociedade.

Gráfico 1



Fonte: IDEF 2005/06.

Nota: A linha vertical representa a linha de pobreza para um agregado familiar composto por um indivíduo

a apresentarem níveis de despesa e rendimento inferiores à média⁸. A figura sugere igualmente que um número significativo de indivíduos se situa abaixo da linha da pobreza em cada caso.

O Quadro 1 quantifica estas observações. O quadro apresenta três indicadores de pobreza, que se incluem na família de índices proposta em Foster *et al.* (1984)^{9,10}. Estes indicadores podem ser escritos na seguinte forma:

$$FGT(\alpha) = \int_0^z \left(\frac{z-y}{z} \right)^\alpha f(y) dy, \quad \alpha \geq 0$$

(8) De acordo com o inquérito, a média da despesa total (rendimento total) anual ascendia a €9793 (€12278); o percentil 90 da distribuição da despesa total (rendimento total) anual situava-se em €17373 (€21944) e o respectivo percentil 99 ascendia a €35574 (€47605).

(9) Os indicadores propostos em Foster *et al.* (1984) cumprem várias propriedades importantes (ver Jantti e Dazinger, 2000). Em particular, estes indicadores são aditivamente decomponíveis, o que permite uma desagregação da pobreza em qualquer sub-grupo da população. Importa, no entanto, reter a crítica de Sen (2006) a esta propriedade.

(10) O Quadro 1 apresenta igualmente alguns indicadores de desigualdade, nomeadamente o índice de Gini e o peso no total de alguns decis de despesa e rendimento.

em que z corresponde à linha de pobreza e y representa alternativamente o nível de rendimento ou despesa. $FGT(0)$ corresponde à taxa de pobreza, ou seja, à proporção da população que vive numa situação de pobreza. $FGT(1)$ corresponde ao hiato médio de pobreza normalizado, i.e., à distância média entre o rendimento e despesa da população pobre e a respectiva linha de pobreza, medida em relação à linha de pobreza. $FGT(2)$ eleva ao quadrado aquela distância, atribuindo um maior peso aos indivíduos pobres que se situam mais afastados da linha de pobreza.

No Quadro 1, estes indicadores são apresentados com os respectivos desvios-padrão entre parênteses (calculados com métodos de *bootstrap*). Os desvios-padrão captam o facto de os dados serem obtidos em inquéritos às famílias e, deste modo, conterem inevitavelmente erros de amostragem. Ao comparar indicadores ou ao analisar a evolução de um indicador ao longo do tempo, é importante ter em conta estes desvios-padrão, de forma a poder retirar conclusões estatisticamente significativas.

O quadro permite retirar algumas ilações importantes sobre a pobreza em Portugal a um nível agregado¹¹. Em primeiro lugar, o nível de pobreza em Portugal é elevado, qualquer que seja o indicador em análise. Em termos de comparações internacionais, enquanto a taxa de pobreza em Portugal, medida

Quadro 1

	Despesa		Rendimento	
	Total	Exc. rendas	Total	Monetário
Linhas de pobreza: Famílias compostas por 1 indivíduo (euros/ano)	4 869.41	3 796.24	5 815.49	4 584.00
Índices de pobreza de Foster-Greer-Thorbecke				
FGT(0): Incidência da pobreza (taxa de pobreza)	0.184 (0.005)	0.211 (0.006)	0.162 (0.005)	0.185 (0.005)
FGT(1): Intensidade da pobreza (hiato médio de pobreza normalizado)	0.047 (0.002)	0.060 (0.002)	0.038 (0.002)	0.049 (0.002)
FGT(2): Severidade da pobreza (quadrado do hiato médio de pobreza normalizado)	0.019 (0.001)	0.026 (0.001)	0.014 (0.001)	0.020 (0.001)
Número de pobres	1 951 033	2 235 992	1 717 759	1 959 267
Crianças (menos de 15 anos)	282 618	326 476	299 158	313 396
Adultos (entre 15 e 64 anos)	1 102 760	1 259 934	979 179	1 116 875
Indivíduos com mais de 64 anos	565 655	649 582	439 422	528 996
Índice de Gini	0.329 (0.004)	0.357 (0.004)	0.344 (0.005)	0.373 (0.006)
Distribuição da despesa / rendimento por decis (em percentagem)				
Q1 (primeiro decil)	3.016 (0.051)	2.629 (0.047)	3.139 (0.060)	2.765 (0.058)
Q2 (segundo decil)	4.607 (0.053)	4.159 (0.057)	4.607 (0.062)	4.220 (0.064)
Q10 (décimo decil)	25.473 (0.344)	27.033 (0.372)	27.569 (0.515)	29.631 (0.594)

Fonte: IDEF 2005/06.

Notas: Valores médios e linhas de pobreza definidos por adulto equivalente. Valores em euros por ano (avaliados a preços de 2005 no caso do rendimento e a preços de 2006 no caso da despesa. Observações ponderadas com pesos amostrais. Desvios-padrão calculados com método de *bootstrap* entre parênteses.

(11) O quadro sublinha igualmente a forte desigualdade na distribuição da despesa e do rendimento em Portugal, uma das mais elevadas da União Europeia. Uma ilustração particularmente marcante deste padrão é o facto de o rendimento/despesa do decil mais elevado corresponder aproximadamente à soma do rendimento/despesa dos cinco primeiros decis das respectivas distribuições.

com o rendimento monetário, ascendia a 18.5 por cento em 2005, o valor correspondente para a União Europeia ou para a área do euro – calculado pelo Eurostat – situava-se em 16 por cento. Apenas três países da área do euro (Espanha, Grécia e Irlanda) apresentavam taxas de pobreza ligeiramente superiores à portuguesa, embora não estatisticamente diferentes para níveis de confiança estatística habituais (tendo em conta os desvios-padrão reportados no Quadro 1). Por seu turno, as taxas de pobreza mais baixas na União Europeia - situando-se em níveis próximos de 10 por cento - eram observadas na Suécia, nos Países Baixos, na República Checa e na Dinamarca.

Em segundo lugar, o quadro explicita o número de pobres em Portugal, com uma desagregação por grupos etários, para os vários agregados de rendimento e despesa analisados neste estudo. Tendo em conta a incerteza em torno destas medidas, bem como as conclusões díspares quando se utilizam agregados de rendimento e despesa, pode concluir-se que o número de pobres em Portugal em 2005/06 ascendia a perto de 2 milhões, dos quais cerca de 300000 eram crianças. Estes valores estão globalmente em linha com os resultados reportados em Rodrigues (2007), European Commission (2009) e INE (2008a e 2008b). Estes números representam uma inquietante realidade no processo de desenvolvimento português.

Em terceiro lugar, de acordo com o inquérito à despesa, as componentes de rendimento não monetário contribuem para diminuir a incidência e intensidade da pobreza. Este facto está relacionado principalmente com a prevalência de agregados familiares proprietários das suas habitações em Portugal, também na população pobre. Esta conclusão, reportada igualmente em Rodrigues (2007), implica que os indicadores de pobreza tradicionais, calculados com base no rendimento monetário, poderão sobre-estimar o verdadeiro nível de pobreza em Portugal.

Uma quarta ilação implícita no Quadro 1 é que a intensidade da pobreza - calculada por exemplo com o indicador $FGT(1)$ - não surge como particularmente profunda. Esta conclusão está parcialmente relacionada com o facto do inquérito à despesa não cobrir os indivíduos mais destituídos da sociedade e que, deste modo, são também excluídos num sentido estatístico. Em termos de rendimento (rendimento monetário) o hiato médio entre a população pobre e a linha de pobreza situava-se em cerca de €1350 (€1200) por ano. Combinando esta informação com as propriedades da distribuição do rendimento em Portugal, é possível calcular que o hiato da pobreza em Portugal em 2005 correspondia a 3.9 por cento do rendimento monetário dos indivíduos situados nos 3 decis mais elevados de rendimento monetário (3.5 por cento no caso do rendimento total). Este cálculo ilustra de forma manifesta a elevada desigualdade da distribuição do rendimento prevalecente em Portugal.

Finalmente, o quadro demonstra que o nível de pobreza calculado com base em agregados de despesa é maior que o calculado com agregados de rendimento. Este facto levanta a questão natural de perceber se os indivíduos identificados como pobres com base nos agregados de despesa coincidem com os que são identificados como pobres com base nos agregados de rendimento.

O Quadro 2 visa responder a esta questão. A principal conclusão do quadro é que a intersecção entre aqueles dois grupos é limitada. Do grupo de indivíduos que são pobres com base em agregados de despesa, apenas cerca de metade são igualmente pobres com base em agregados de rendimento.

Quadro 2

INTERSECÇÃO ENTRE A POPULAÇÃO POBRE COM BASE NO RENDIMENTO E COM BASE NA DESPESA

	IDEF 2005/06			IPEF 2006	
	Peso	Despesa (euros)	Rendimento (euros)	Peso	Riqueza líquida (euros)
População pobre com base na despesa	100.0	3 628.2	6 192.4	100.0	25 642.5
População pobre com base na despesa e no rendimento	51.1	3 350.6	4 237.2	51.2	18 659.1
População pobre com base na despesa mas não no rendimento	48.9	3 905.6	8 146.4	48.8	32 390.7
População pobre com base na despesa e na despesa exc. rendas	89.3	3 498.1	6 145.2	89.5	26 697.2
População pobre com base na despesa mas não na despesa exc. rendas	10.7	4 520.0	6 515.4	10.5	18 326.2
População pobre com base no rendimento	100.0	4 947.3	4 454.2	100.0	23 787.1
População pobre com base no rendimento e na despesa	62.7	3 350.6	4 237.2	63.0	18 659.1
População pobre com base no rendimento mas não na despesa	37.3	7 044.3	4 739.2	37.0	30 682.4
População pobre com base no rendimento e no rendimento monetário	83.8	4 913.3	4 253.4	84.1	27 123.3
População pobre com base no rendimento mas não no rendimento monetário	16.2	5 096.1	5 333.7	15.9	9 317.1
População não-pobre com base quer na despesa quer no rendimento	100.0	11 577.6	14 493.4	100.0	80 098.0

Fontes: IDEF 2005/06; IPEF 2006.

Notas: Observações ponderadas com pesos amostrais; variáveis definidas por adulto equivalente. Riqueza líquida calculada como a diferença entre o total dos activos e o total da dívida das famílias. Cálculos efectuados para a sub-amostra de famílias do IPEF. Valores em euros por ano (avaliados a preços de 2005 no caso do rendimento e a preços de 2006 no caso da despesa e da riqueza líquida).

Do grupo de indivíduos que são pobres com base no rendimento, cerca de 63 por cento são igualmente pobres com base na despesa¹². Estes são números aparentemente baixos, mas são próximos dos reportados noutras economias (ver Brewer *et al.*, 2006, para o caso do Reino Unido). As razões subjacentes àquela não-intersecção são múltiplas. Em primeiro lugar, as despesas têm uma natureza discreta no curto prazo, em particular no que respeita à aquisição de bens duradouros, o que pode alterar a posição relativa dos indivíduos nas distribuições de despesa e rendimento. Em segundo lugar, os inquéritos aos agregados familiares apresentam tipicamente erros de medida significativos. Em particular, é conhecido que o rendimento surge normalmente sub-reportado nestes inquéritos. Em terceiro lugar, o rendimento varia ao longo do ciclo de vida dos indivíduos e em resposta a choques idiossincráticos, nomeadamente situações de desemprego, de doença, de bónus salariais, de reforma ou de quebras nas relações de emprego para assegurar responsabilidades familiares. Face a estes choques, os agentes tendem a alisar as suas despesas, alterando o nível de poupança ou dívida. Esta é aliás uma das razões por que as despesas poderão representar de forma mais fidedigna o rendimento permanente dos agentes, em detrimento da informação mais volátil transmitida pelo rendimento monetário¹³. Deste modo, a informação com base na despesa poderá reflectir situações de pobreza mais

(12) O Quadro 2 também permite concluir que existe uma elevada intersecção entre os indivíduos pobres com base na despesa total e com base na "Despesa excluindo rendas", tal como entre os pobres com base no rendimento total e com base no rendimento monetário.

(13) Um exemplo particularmente marcante é reportado em Costa *et al.* (2008), onde se demonstra que, entre 1995 e 2000, quase metade das famílias em Portugal viveram numa situação de pobreza em pelo menos um ano. Este valor elevado não deixará de estar em parte associado ao facto de a análise ser baseada em agregados de rendimento monetário.

persistentes. A última coluna do Quadro 2 sugere que estes efeitos poderão ser relevantes no caso da informação constante do IDEF 2005/06. Em particular, do conjunto da população pobre estimada com base no rendimento, o nível de riqueza líquida por adulto equivalente da fracção que não era identificada como pobre com base na despesa era ligeiramente superior a €30000, enquanto o nível de riqueza líquida dos restantes indivíduos pobres identificados com base no rendimento se situava num nível inferior a €20000¹⁴. Este facto sugere a existência de um papel relevante da riqueza no alisamento das decisões de despesa dos agregados familiares identificados como pobres com base no rendimento.

O facto de as conclusões obtidas serem função dos agregados de rendimento e despesa utilizados implica que uma análise cuidada de todos os dados disponíveis é importante para obter uma imagem robusta e consistente da pobreza em Portugal. Deste modo, na Subsecção seguinte analisar-se-ão perfis de pobreza com base nas várias medidas de rendimento e despesa acima descritas.

3.2. Quem eram os pobres em Portugal em 2005/06?

A presente Subsecção reporta um conjunto de factos desagregados sobre a pobreza em Portugal, decompondo a incidência agregada da pobreza num conjunto de características sócio-económicas. Estes perfis de pobreza são apresentados no Quadro 3, baseados na localização geográfica, na dimensão dos agregados familiares, na condição marital, na idade, no nível de instrução e na condição perante o trabalho (com as três últimas características a reportarem-se ao representante do agregado)¹⁵. É importante notar à partida que estes perfis de pobreza não estabelecem relações causais e não permitem inferir as relações subjacentes entre cada variável e a incidência de pobreza. Um passo neste sentido será desenvolvido na análise de regressão apresentada na Secção 4.

Alguns factos fundamentais podem ser destacados do Quadro 3¹⁶. Em termos de localização geográfica, as regiões com as mais altas taxas de pobreza são, por ordem decrescente, a Madeira, os Açores e o Alentejo¹⁷. A região de Lisboa e o Algarve apresentam consistentemente as mais baixas taxas de pobreza em Portugal. Neste contexto, importa notar que as linhas de pobreza são comuns a todas as regiões, o que implica que diferenças nos níveis de preços – também associados a diferenças no respectivo rendimento per capita – não são consideradas quando se mede a incidência da pobreza a nível regional.

No que se refere à dimensão do agregado familiar, as maiores taxas de pobreza são observadas para as famílias compostas por 6 ou mais indivíduos (com taxas de pobreza entre 31 e 42 por cento). Os agregados familiares constituídos por apenas um indivíduo registam igualmente taxas de pobreza si-

(14) A medida de riqueza líquida foi calculada com o último inquérito à riqueza das famílias (IPEF), realizada pelo INE e pelo Banco de Portugal no último trimestre de 2006 e no primeiro trimestre de 2007. A amostra de indivíduos do IPEF é uma sub-amostra do IDEF 2005/06, sendo composta por cerca de 8500 agregados familiares. Para uma apresentação detalhada das características do IPEF, ver Farinha (2008).

(15) O representante do agregado corresponde ao elemento do agregado, com mais de 14 anos, que seja considerado como tal pelos restantes membros, devendo sempre ser residente no alojamento.

(16) As conclusões reportadas no Quadro 3 para a incidência da pobreza, FGT(0), seriam qualitativamente inalteradas para outros índices de pobreza, tais como o FGT(1) ou o FGT(2). Estes resultados, bem como os desvios-padrão correspondentes, calculados com base em métodos de bootstrap, podem ser disponibilizados pelo autor.

(17) O Norte também regista uma elevada taxa de pobreza, principalmente quando a análise se baseia no rendimento total.

Quadro 3

DECOMPOSIÇÃO DA INCIDÊNCIA DA POBREZA, PELAS CARACTERÍSTICAS DO AGREGADO/
/REPRESENTANTE

	Peso amostral	Despesa		Rendimento	
		Total	Exc. rendas	Total	Monetário
Total	100.0	0.184	0.211	0.162	0.185
Região					
Norte	35.4	0.185	0.205	0.191	0.213
Centro	22.5	0.232	0.248	0.160	0.201
Lisboa e Vale do Tejo	26.3	0.110	0.145	0.122	0.120
Alentejo	7.2	0.260	0.293	0.167	0.207
Algarve	4.0	0.151	0.198	0.136	0.187
Açores	2.3	0.264	0.333	0.217	0.232
Madeira	2.3	0.298	0.357	0.187	0.235
Urbano / rural					
Rural	12.4	0.362	0.355	0.272	0.338
Semi-urbano	16.7	0.224	0.243	0.196	0.235
Urbano	70.9	0.144	0.179	0.135	0.147
Dimensão do agregado familiar					
1	6.1	0.268	0.329	0.254	0.346
2	20.8	0.211	0.265	0.181	0.218
3	29.8	0.134	0.163	0.109	0.142
4	28.0	0.146	0.154	0.124	0.140
5	9.8	0.202	0.231	0.242	0.202
6 ou mais indivíduos	5.6	0.422	0.395	0.330	0.313
Idade					
Menos de 25	0.7	0.152	0.288	0.178	0.186
25-34	9.9	0.136	0.196	0.131	0.149
35-44	28.7	0.146	0.168	0.146	0.153
45-54	22.0	0.146	0.158	0.136	0.156
55-64	17.6	0.173	0.191	0.145	0.183
65-74	13.4	0.284	0.305	0.218	0.236
Igual ou mais de 75	7.7	0.356	0.422	0.278	0.354
Educação (completa)					
Nenhuma	11.5	0.450	0.472	0.388	0.422
4 anos	39.0	0.234	0.255	0.200	0.232
6 anos	16.9	0.141	0.174	0.134	0.150
9 anos	12.8	0.084	0.127	0.083	0.106
12 anos	10.4	0.051	0.091	0.052	0.061
Terciária	9.5	0.015	0.028	0.012	0.010
Condição perante o trabalho					
Trabalhador (exc. por conta própria)	47.8	0.126	0.157	0.107	0.111
Trabalhador por conta própria	15.4	0.120	0.141	0.121	0.175
Desempregado	6.4	0.306	0.325	0.339	0.353
Reformado	25.2	0.278	0.304	0.218	0.252
Outros não trabalhadores	5.2	0.303	0.322	0.305	0.373
<i>Por memória:</i> para o subconjunto das famílias com representantes em idade activa (acima de 14 e abaixo de 65 anos)					
Representante sem cônjuge/companheiro(a)					
Trabalha	8.7	0.135	0.135	0.188	0.152
Não trabalha	3.9	0.359	0.342	0.349	0.402
Representante com cônjuge/companheiro(a)					
Ambos trabalham	50.8	0.096	0.060	0.121	0.063
Um trabalha	28.5	0.203	0.231	0.223	0.272
Ambos não trabalham	8.2	0.226	0.249	0.247	0.270
<i>dos quais:</i> ambos desempregados	0.8	0.489	0.443	0.501	0.421

Fonte: IDEF 2005/06.

Notas: Valores médios e linhas de pobreza definidos por adulto equivalente. Valores em euros por ano (avaliados a preços de 2005 no caso do rendimento e a preços de 2006 no caso da despesa). Observações ponderadas com pesos amostrais.

gnificativamente acima da média. As taxas de pobreza mais baixas são observadas nos agregados com 3 ou 4 membros, que representam mais de metade da população.

Relativamente à estrutura etária da população, as taxas de pobreza mais elevadas são concentradas nas famílias cujo representante tem acima de 64 anos e, em particular, quando o representante tem acima de 74 anos. Todos os restantes escalões etários apresentam taxas de pobreza inferiores à média (com excepção das famílias cujo representante tem menos de 25 anos, que correspondem a uma fracção diminuta da população).

O número de anos de educação do representante surge como uma variável importante na identificação da incidência da pobreza em Portugal. De facto, a taxa de pobreza diminui consistentemente à medida que aumenta o número de anos de escolaridade completa do representante. Esta relação é observada de forma robusta em todas as medidas de despesa e rendimento. É particularmente assinalável que mais de 40 por cento das famílias cujo representante não tem nenhuma formação escolar – maioritariamente representantes nos escalões etários mais elevados – vive numa situação de pobreza de acordo com quase todas as medidas de pobreza analisadas. Os agregados familiares cujo representante tem apenas 4 anos de educação – que correspondem a 40 por cento da população em 2006 – apresentam igualmente taxas de pobreza superiores à média. Em contraste, as famílias com representantes com 12 ou mais anos de percurso escolar completo registam taxas de pobreza claramente inferiores a 10 por cento, que são virtualmente nulas nos casos em que o representante tem o ensino superior completo.

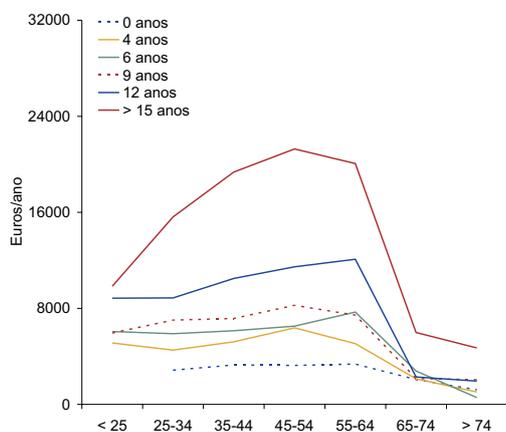
Estes números estão directamente associados aos elevados retornos da educação no mercado de trabalho em Portugal, por sua vez relacionados com a reduzida oferta de indivíduos com elevadas qualificações (esta questão é explorada em mais detalhe na Secção 4). Como é visível no Gráfico 2, os agregados familiares com maiores níveis de instrução apresentam em média maiores rendimentos no mercado de trabalho, maiores rendimentos monetários totais e maiores níveis de despesa total. O Gráfico 2 permite igualmente observar que este padrão ocorre ao longo de todo o ciclo de vida dos agregados familiares, com o valor máximo esperado de rendimentos do trabalho a ocorrer, para todos os níveis de instrução, entre os 45 e os 64 anos. Os retornos da educação ao longo da vida activa dos indivíduos traduzem-se também nos níveis de rendimento na reforma. De facto, a queda abrupta de rendimentos no mercado de trabalho na idade da reforma é apenas parcialmente reflectida na evolução do rendimento monetário total, o que está directamente relacionado com a existência de um sistema de segurança social em Portugal. Finalmente, em linha com a teoria, a despesa das famílias apresenta um padrão mais alisado face ao rendimento, e regista uma queda mais ligeira nos escalões etários mais elevados.

Em termos da condição perante o trabalho, o Quadro 3 revela que os agregados familiares em que o representante trabalha têm taxas de pobreza significativamente inferiores aos casos em que o representante se encontra desempregado, reformado ou sem trabalho por outras razões (nomeadamente estudantes, domésticos, indivíduos a prestar serviço cívico ou indivíduos incapacitados permanentemente para o trabalho). Quando nos centramos nos representantes em idade activa, conclui-se igual-

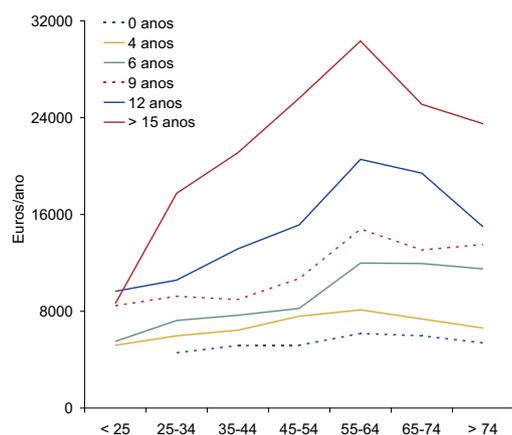
Gráfico 2

PERFIS DOS SALÁRIOS, RENDIMENTO E DESPESA AO LONGO DO CICLO DE VIDA, POR NÍVEL DE EDUCAÇÃO

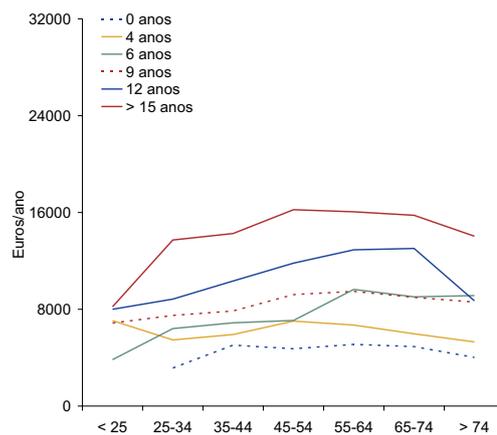
Salários (inc.rendimentos por conta própria)



Rendimento monetário



Despesa excluindo rendas



Fonte: IDEF 2005/06.

Nota: O eixo das abcissas refere-se à idade do representante. O nível de educação refere-se à educação máxima entre o representante e o cônjuge.

mente que a participação no mercado de trabalho é bastante importante na redução da taxa de pobreza (ver painel inferior do Quadro 3). Famílias em que o representante (ou o cônjuge/companheiro) exerce uma profissão observam taxas de pobreza muito menores relativamente às famílias em que o representante (ou o cônjuge/companheiro) não trabalha¹⁸. Uma situação particularmente vulnerável ocorre quando o representante e o cônjuge se encontram ambos desempregados. Neste caso, quase metade das famílias encontra-se numa situação de pobreza¹⁹. Outra situação particularmente vulnerável ocorre no caso de famílias monoparentais em que o representante não trabalha. Em resultados

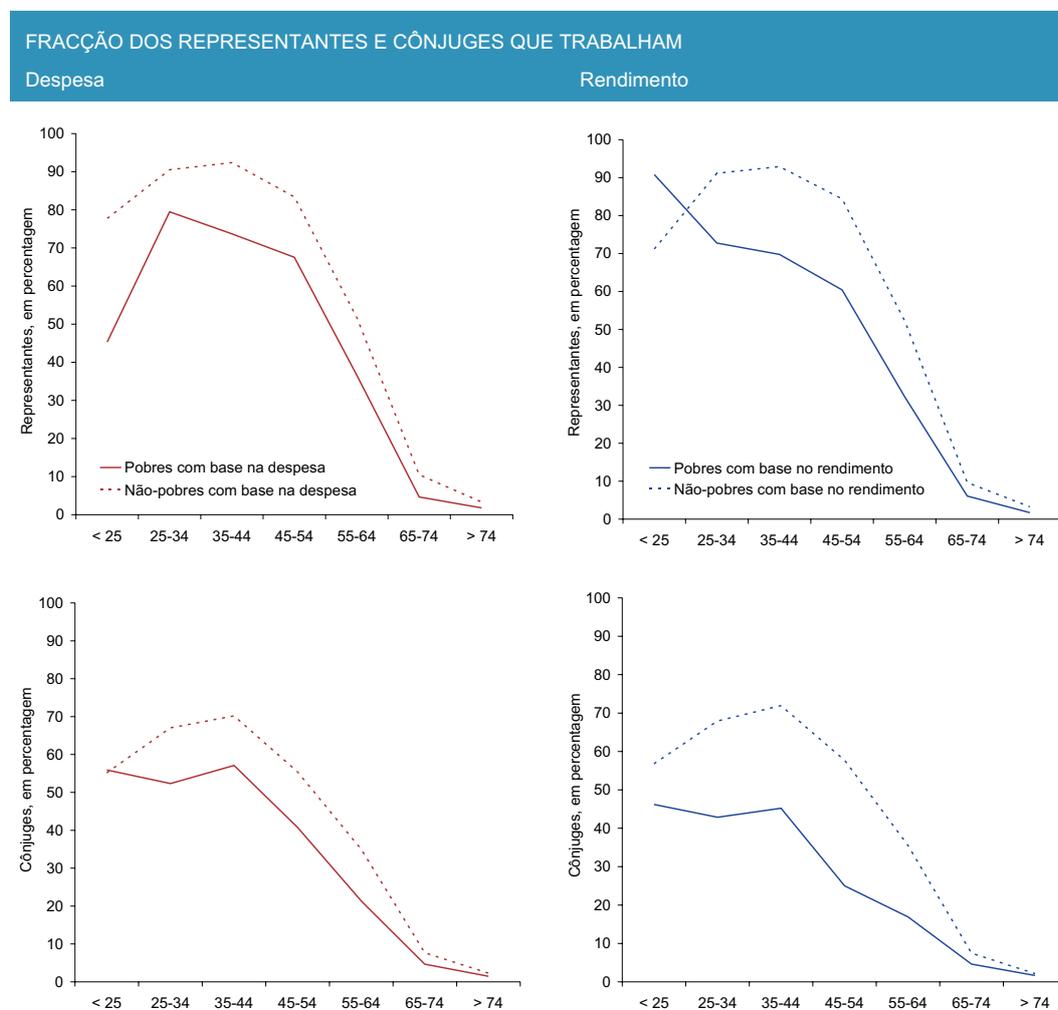
(18) Para efeitos de exposição, as referências seguintes aos cônjuges devem ser interpretadas como reportando-se a cônjuges/companheiros.

(19) Note-se que as taxas de pobreza deste grupo calculadas com base no rendimento são inferiores, situando-se em cerca de 43 por cento. No entanto, este facto deverá estar associado a questões de calendário que poderão influenciar a interpretação dos resultados. De facto, enquanto os membros do agregado familiar reportam a sua condição "habitual" perante o trabalho, o rendimento reportado refere-se ao conjunto do ano de 2005.

não apresentados no quadro, conclui-se que mais de metade destas famílias são pobres, independentemente do agregado de rendimento e despesa analisado.

Apesar da importância da participação no mercado de trabalho na diminuição da incidência da pobreza, é importante notar que uma proporção significativa dos representantes e cônjuges que vivem numa situação de pobreza desempenha regularmente uma profissão, embora numa proporção inferior à observada nos agregados familiares não-pobres. O Gráfico 3 ilustra este facto. O gráfico apresenta a fracção de representantes e cônjuges – de agregados familiares pobres e não-pobres – que participam no mercado de trabalho, para os vários escalões etários²⁰. Por exemplo, no escalão etário dos 34 aos 54 anos, cerca de 70 por cento dos representantes das famílias em situação de pobreza exerciam uma profissão, enquanto o valor correspondente para os representantes das famílias não-pobres ascendia a perto de 90 por cento. Para o mesmo escalão etário, entre 40 e 50 por cento

Gráfico 3



Fonte: IDEF 2005/06.

Nota: O eixo das abscissas refere-se à idade do representante.

(20) O gráfico apresenta os resultados para situações de pobreza calculadas com base no rendimento total e na despesa total. Os resultados são análogos com base no rendimento monetário ou na despesa excluindo rendas.

dos cônjuges em famílias pobres exerciam uma profissão, o que compara com cerca de 65 por cento no caso dos cônjuges em famílias não-pobres²¹.

Para finalizar esta Subsecção, é instrutivo sumariar brevemente a decomposição dos indivíduos pobres no conjunto da população. O Quadro 4 mostra que, quando a pobreza é medida com base em agregados de despesa, cerca de 15 por cento dos pobres são crianças (com menos de 15 anos), 30 por cento são indivíduos que exercem uma profissão, perto de 30 por cento são reformados e cerca de 25 por cento são desempregados e outros adultos fora do mercado de trabalho (incluindo desempregados e estudantes). Os números correspondentes para os indicadores de pobreza medidos com base em agregados de rendimento são, respectivamente, cerca de 17, 25, 26 e 32 por cento.

Quadro 4

DECOMPOSIÇÃO DA POPULAÇÃO POBRE					
Em percentagem					
	Despesa		Rendimento		Por memória
	Total	Exc. rendas	Total	Monetário	% amostra
Crianças	14.5	14.6	17.4	16.0	15.5
Trabalhadores	29.3	31.3	25.4	24.8	44.0
Desempregados	7.6	7.4	8.9	8.4	5.4
Reformados	29.8	29.3	25.6	26.9	19.3
Outros não-trabalhadores	18.8	17.4	22.7	24.0	15.8
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Fonte: IDEF 2005/06.

Notas: Valores médios e linhas de pobreza definidos por adulto equivalente. Observações ponderadas com pesos amostrais.

3.3. Tendências recentes da pobreza em Portugal: 1994/95-2005/06

Um dos factos usualmente reportados na literatura sobre a evolução da pobreza em Portugal é que a taxa de pobreza se manteve num nível elevado e relativamente estável nas décadas recentes (ver Rodrigues, 2007, e Costa *et al.*, 2008). De acordo com as estatísticas do Eurostat mais recentes, as taxas de pobreza em Portugal, medidas com o rendimento monetário, diminuíram gradualmente de cerca de 21 por cento em 1995 para 18 por cento em 2006 (embora seja de sublinhar a existência de uma quebra metodológica em 2004). Adicionalmente, o INE reportou recentemente que a população em risco de pobreza, com base em indicadores de rendimento total, diminuiu de 18 por cento em 1999 para 16 por cento em 2005 (ver INE, 2008a).

Nesta Subsecção procuraremos avaliar as tendências recentes da pobreza em Portugal, com base na evidência dos três inquéritos à despesa mais recentes do INE (IOF 1994/95, IOF 2000 e IDEF 2005/06). Esta análise permitirá concluir que a evolução da pobreza em Portugal difere em função dos

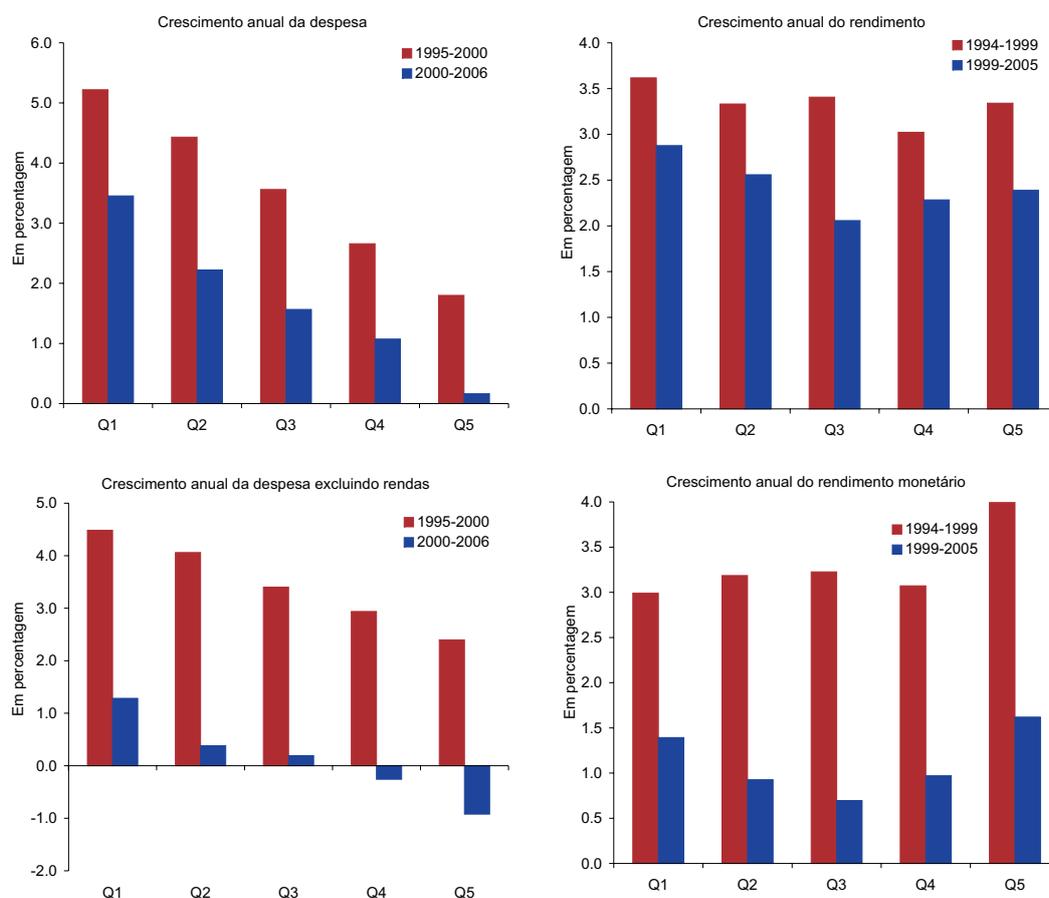
(21) As diferenças são relativamente maiores quando a pobreza é medida com base no rendimento, o que não é surpreendente dado que a participação no mercado de trabalho influencia directamente o rendimento monetário.

agregados de despesa e rendimento utilizados para calcular os indicadores de pobreza. Adicionalmente, concluiremos que o desenho amostral dos inquéritos afecta significativamente os resultados. Neste contexto, surge como particularmente crítica a decomposição da amostra em termos do nível de instrução dos indivíduos.

Para iniciar esta análise, apresentamos no Gráfico 4 o crescimento médio anual da despesa e rendimento em Portugal nos sub-períodos que medeiam os inquéritos às despesas do INE, para cada quintil das respectivas distribuições. As principais mensagens do gráfico são as seguintes. Em primeiro lugar, o crescimento médio da despesa e rendimento na segunda metade da década de 90 foi significativamente superior ao observado na primeira metade da corrente década, para todos os quintis das distribuições. Em segundo lugar, entre os inquéritos de 2000 e 2005/06, houve um crescimento inexplicavelmente elevado no valor das rendas (que são incluídas na componente não monetária da despesa e do rendimento). Em termos acumulados entre 1999 e 2005, a despesa em rendas imputadas cresceu mais de 50 por cento de acordo com os inquéritos à despesa. Este forte crescimento é igualmente claro no Gráfico 4 quando se compara o crescimento médio da despesa incluindo ou ex-

Gráfico 4

CRESCIMENTO ANUAL DOS AGREGADOS DE DESPESA E RENDIMENTO, POR QUINTIS RESPECTIVOS



Fontes: IOF 1994/95, IOF 2000 e IDEF 2005/06.

cluindo rendas. Estas considerações levam-nos a preferir uma análise intertemporal da pobreza em Portugal baseada em indicadores de pobreza calculados com a despesa excluindo rendas e com o rendimento monetário.

O terceiro elemento que merece destaque no Gráfico 4 é a clara diferença na evolução dos vários quintis quando se utilizam agregados de despesa ou de rendimento. Focando a atenção no painel inferior do gráfico, pode-se concluir que, entre 1994/95 e 2005/06, o primeiro quintil da distribuição da despesa excepto rendas observou consistentemente as taxas de crescimento mais elevadas, enquanto o último quintil registou consistentemente as mais baixas taxas de crescimento. Este facto implicou uma diminuição da pobreza relativa e da desigualdade da distribuição da despesa excepto rendas neste período. Quando focamos a atenção na evolução do rendimento monetário, a imagem é bastante distinta. De facto, o primeiro quintil não verificou taxas de crescimento do rendimento monetário significativamente superiores às do quintil mediano, enquanto o último quintil registou consistentemente as taxas de crescimento do rendimento monetário mais elevadas. Este comportamento implicou um ligeiro aumento da desigualdade da distribuição do rendimento monetário ao longo do período em análise, não sendo possível aferir conclusões relativamente à evolução da incidência da pobreza relativa²².

De forma a analisar as principais tendências de pobreza entre 1994/95 e 2005/06, o Gráfico 5 apresenta a evolução das taxas de pobreza, com intervalos de confiança a 95 por cento em torno das estimativas pontuais. Uma interpretação imediata do gráfico levar-nos-ia a concluir que as taxas de pobreza calculadas com agregados de despesa caíram entre 1995 e 2000, e novamente entre 2000 e 2006, embora de forma estatisticamente não significativa em cada um dos sub-períodos no caso das despesas excepto rendas²³. Por seu turno, de acordo com as medidas de rendimento, a taxa de pobreza surge relativamente estável entre 1994 e 1999 e com uma queda estatisticamente significativa entre 1999 e 2005. No entanto, como veremos em seguida, estas conclusões não são robustas e exigem qualificação.

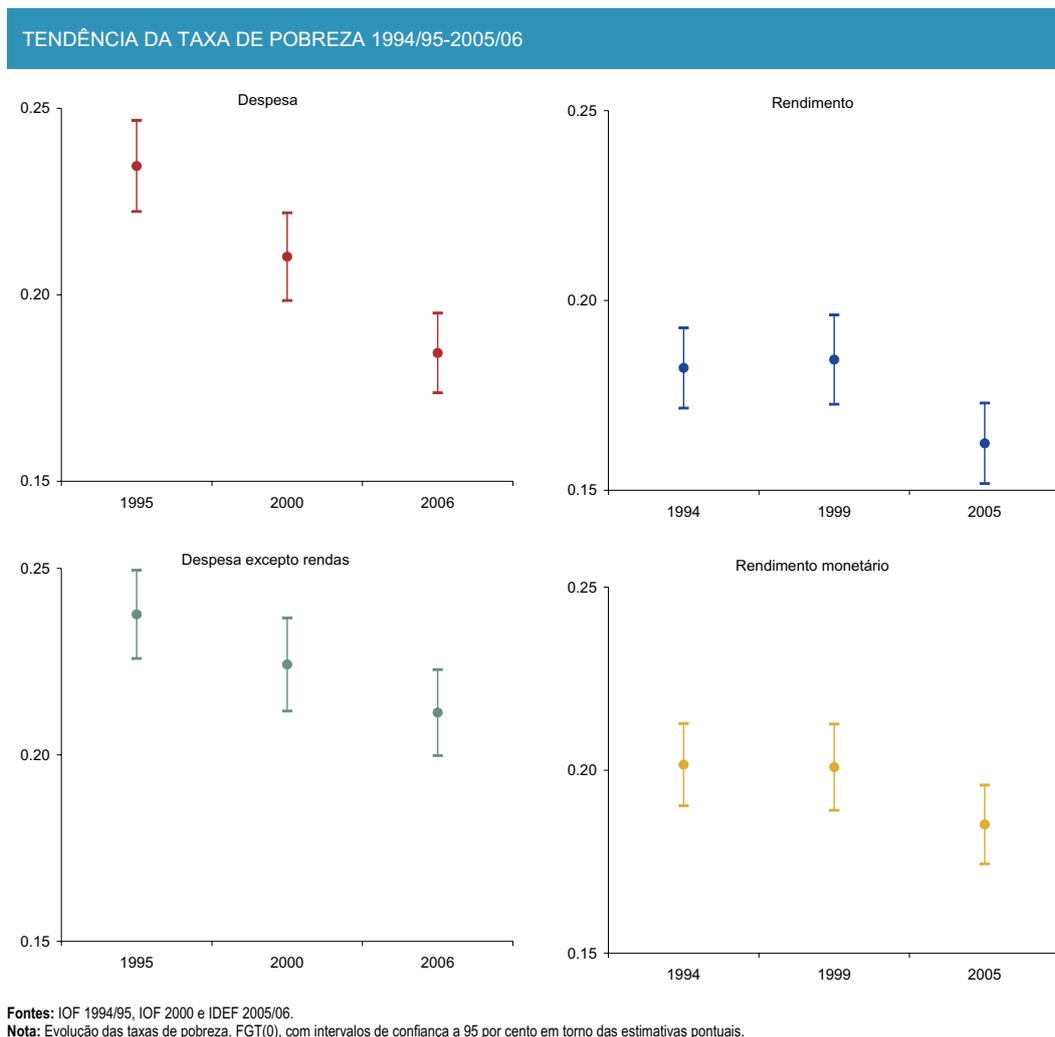
O principal problema é que as amostras dos inquéritos não reflectem de forma consistente os respectivos universos em cada um dos anos, em particular em 2000. De facto, enquanto os inquéritos de 1994/95 e 2000 foram seleccionados a partir de dados do Recenseamento da População e Habitação de 1991 (Censos 1991), a amostra de 2005/06 baseou-se no Censos 2001. Isto implica que, no inquérito à despesa de 2000, a base de amostragem reflectia uma estrutura de população observada quase uma década antes. Adicionalmente, os indivíduos idosos surgem claramente sobre-representados no inquérito de 2000. Por exemplo, o peso dos indivíduos com mais de 64 anos é de 20.3 por cento no IOF 2000, o que contrasta com 16.4 por cento no Censos 2001 (17.3 por cento no IDEF 2005/06)²⁴. Esta evolução tem uma contrapartida directa na decomposição da amostra por nível de instrução dos indivíduos. Por exemplo, enquanto no IOF 2000 cerca de 65 por cento da população com mais de 25

(22) Uma análise mais completa da evolução da desigualdade ao longo deste período está disponível mediante pedido ao autor. Importa neste contexto referir que os coeficientes de Gini para o rendimento monetário em 1994/95, 2000 e 2005/06 situaram-se em 0.354, 0.364 e 0.373, respectivamente. Os correspondentes coeficientes de Gini para a despesa excepto rendas situaram-se, respectivamente, em 0.395, 0.377 e 0.357.

(23) Estas conclusões foram confirmadas com testes estatísticos formais.

(24) Os valores dos inquéritos foram ponderados com os pesos amostrais.

Gráfico 5



anos tem no máximo 4 anos de educação, no IDEF 2005/06 esse valor cai para 51 por cento. Esta evolução é impossível em termos demográficos. Como verificámos acima, a educação é uma variável que correlaciona fortemente com a pobreza em Portugal. Isto implica que a incidência da pobreza se deverá encontrar sobre-estimada no IOF 2000.

Para avaliar o potencial impacto destes erros de amostragem, foram estimados cenários contrafactuais simples, visando simular a evolução das taxas de pobreza entre 2000 e 2005/06 para diferentes hipóteses quanto à decomposição da população em termos de anos de educação (Quadro 5).

Um primeiro cenário contrafactual apresentado no Quadro 5 estima a evolução das taxas de pobreza se a decomposição da população em termos de anos de educação tivesse permanecido constante entre 2000 e 2005/06 (e a incidência de pobreza por anos de educação tivesse evoluído de acordo com os resultados dos inquéritos). O quadro sugere que neste cenário contrafactual, a incidência de pobreza teria aumentado significativamente entre 2000 e 2005/06, o que contrasta com a descida significativa evidenciada no Gráfico 5. No entanto, este é reconhecidamente um exercício extremo,

Quadro 5

EVOLUÇÃO CONTRAFACUTAL DA POBREZA, COM ÊNFASE NO PAPEL DA EDUCAÇÃO

Incidência da pobreza – FGT(0)	Despesa				Rendimento			
	Total		Excepto rendas		Total		Monetário	
	2000	2006	2000	2006	1999	2005	1999	2005
Observada	0.210	0.184	0.224	0.211	0.184	0.162	0.201	0.185
Contrafactual baseado em educação constante ^(a)	0.210	0.222	0.224	0.248	0.184	0.194	0.201	0.220
Contrafactual baseado em evolução estimada da educação ^(b)	0.210	0.207	0.224	0.232	0.184	0.182	0.201	0.207

Fontes: IOF 2000 e IDEF 2005/06.

Notas: (a) Cálculos baseados numa decomposição da população, por nível de educação, constante no nível de 2000. (b) Cálculos baseados nas taxas de pobreza estimadas para 2000 e numa evolução projectada do nível educacional da população entre 2000 e 2006, usando as taxas de mortalidade do INE, a pirâmide educacional do Censos 2001 e assumindo uma população total inalterada.

dado que o *stock* de educação melhorou ao longo deste período. Deste modo, o Quadro 5 apresenta um segundo exercício contrafactual, em que se procurou ter em conta a evolução do *stock* de educação entre 2000 e 2006, com base numa estimativa construída a partir da pirâmide educacional do Censos 2001. Neste caso, os resultados sugerem que as taxas de pobreza teriam permanecido relativamente estáveis entre 2000 e 2005/06.

Dado que as amostras do IOF 1994/95 e do IDEF 2005/06 são consistentes com os Censos populacionais realizados alguns anos antes, é legítimo concluir que os resultados destes dois inquéritos tenderão a ser comparáveis. Deste modo, e combinando as observações anteriores, pode concluir-se que as taxas de pobreza em Portugal caíram entre 1994/95 e 2005/06, de forma estatisticamente significativa. Esta queda foi observada de forma mais acentuada nos indicadores baseados em agregados de despesa. Adicionalmente, a evidência sugere que as taxas de pobreza deverão ter observado uma diminuição mais marcada entre 1994/95 e 2000^{25,26}. Em resultados disponíveis mediante pedido, conclui-se adicionalmente – utilizando a análise de curvas “TIP” proposta por Jenkins e Lambert (1997) – que a queda dos indicadores de pobreza entre 1994/95 e 2005/06 é robusta ao nível da linha de pobreza e à escala de equivalência utilizada, embora apenas nos casos em que os indicadores de pobreza são calculados com base em agregados de despesa.

A discussão desta Subsecção sublinhou a importância de analisar as tendências da pobreza não apenas através de simples medições estatísticas mas também na compreensão dos factores que determinam estas tendências. Adicionalmente, foi realçada a importância de acompanhar a qualidade das

(25) Note-se ainda que, como argumentado em Rodrigues (2007), a intensidade da pobreza foi reduzida, nomeadamente devido à introdução do Rendimento Mínimo Garantido.

(26) As razões subjacentes à diminuição da pobreza na segunda metade dos anos 90 – em particular quando são utilizados agregados de despesa – está para além do objecto do presente artigo. No entanto, importa sublinhar que esta evolução poderá estar relacionada *inter alia* com o significativo aumento das transferências correntes das Administrações Públicas para as famílias ao longo deste período, bem como com um acesso mais generalizado ao mercado de crédito ao consumo por agregados familiares que tradicionalmente estavam excluídos desse mercado (ver Farinha, 2008 e respectivas referências).

amostras em estudo, em particular no que se refere à decomposição do nível de educação dos indivíduos.

4. FACTORES EXPLICATIVOS DA POBREZA EM PORTUGAL

Na última secção, foram descritas várias características sócio-económicas das famílias que vivem numa situação de pobreza em Portugal. A desvantagem destes perfis de pobreza é que não permitem distinguir a importância relativa dos vários factores associados à pobreza. Esta secção visa analisar esta questão, com base em várias regressões multivariadas que incorporam os factores explicativos da pobreza identificáveis com o IDEF 2005/06.

Em particular, iremos apresentar resultados de regressões em que a variável dependente é uma variável binária que toma o valor 1 quando um indivíduo é pobre e 0 nos restantes casos. O modelo estimado intitula-se *Probit* e pode ser formalizado da seguinte forma:

$$\Pr(y_i = 1 | x_i) = \phi(x_i\beta)$$

Nesta equação, a probabilidade da variável explicada y_i ser igual a 1 (ou seja, a probabilidade de uma família i ser pobre), dado um conjunto de variáveis explicativas x_i , é especificada como uma função não-linear das variáveis explicativas x_i . β representa o vector de coeficientes a estimar e ϕ é a função de distribuição normal acumulada. A estimação deste modelo é realizada pelo método de máxima verosimilhança.

Antes de apresentar os resultados das estimações, importa sublinhar três problemas potenciais subjacentes a esta abordagem. Em primeiro lugar, a representação da pobreza como uma situação binária ignora a informação relativa à intensidade da pobreza. Adicionalmente, quando a pobreza é caracterizada como uma situação binária, mesmo pequenas variações de despesa e rendimento em torno da linha de pobreza alteram a posição dos agregados familiares do conjunto de população pobre para o conjunto de população não-pobre (ou vice-versa). Em segundo lugar, apesar do modelo de regressão multivariada ser um passo em frente na compreensão da importância relativa dos factores associados à pobreza, importa sublinhar que estas regressões não identificam relações de causalidade. Finalmente, existe um problema associado à potencial endogeneidade das variáveis²⁷. Na análise que se segue, prosseguimos com esta nota de cautela, esperando que os resultados em geral sejam robustos a estas questões.

O Quadro 6 apresenta os resultados das regressões *Probit* para a população pobre identificada com cada um dos agregados de despesa e rendimento. As variáveis explicativas do modelo incluem (i) características geográficas do alojamento (região em que reside o agregado familiar e grau de urbanização do local do alojamento); (ii) características do agregado familiar (dimensão da família, número de

(27) A relação entre a educação e a pobreza pode ser útil para ilustrar esta questão. Não deve surgir como surpresa que um dos principais factores que serão identificados como relacionados com a pobreza em Portugal é o baixo nível de instrução de uma fracção importante da população. O problema com esta conclusão é que a permanência de crianças e adolescentes numa situação de pobreza também implica, em média, a obtenção de níveis de educação relativamente inferiores aos da restante população no mesmo grupo etário. Este tipo de endogeneidade é insuperável nas bases de dados utilizadas neste estudo. Exemplos análogos poderiam ser apresentados para outras variáveis, como o desemprego ou a doença (ver Smith and Middleton, 2007).

membros que exercem uma profissão para além do representante, existência de um cônjuge no agregado familiar e nível de educação máximo entre o representante e o cônjuge); e (iii) características do representante (idade e condição perante o trabalho). No Quadro 6, os coeficientes estimados medem o efeito marginal de cada variável sobre a probabilidade de um indivíduo se encontrar numa situação de pobreza, controlando para o impacto das restantes variáveis²⁸. Entre parênteses são apresentados os desvios-padrão de cada coeficiente.

Em seguida, apresentar-se-ão de forma breve os resultados para cada uma das variáveis explicativas. Importa notar à partida que o sinal e significância estatística dos coeficientes estimados são globalmente robustos para os vários agregados de despesa e rendimento analisados (com excepção das variáveis relativas à região onde reside o agregado familiar).

Relativamente à dimensão do agregado familiar, o Quadro 6 permite concluir que cada membro adicional na família aumenta significativamente a probabilidade de o agregado familiar ser pobre, mesmo controlando para o impacto de todas as outras variáveis explicativas. Este efeito é directamente influenciado pelo facto de as despesas e o rendimento serem avaliadas por adulto equivalente.

Adicionalmente, o quadro permite avaliar se a presença de um cônjuge no agregado familiar influencia a probabilidade de a família ser pobre. Para todos os agregados de despesa e rendimento, conclui-se que a existência de um cônjuge diminui significativamente a probabilidade de o agregado familiar ser pobre. Este facto deverá estar relacionado não apenas a mecanismos de seguro existentes no seio familiar mas também à existência de várias economias de escala que poderão não ser captadas adequadamente com a escala de equivalência modificada da OCDE. Este resultado confirma a evidência agregada que já era visível no painel inferior do Quadro 4.

Relativamente às variáveis relacionadas com factores geográficos, é visível que as famílias residentes em zonas urbanas têm uma menor probabilidade de viver numa situação de pobreza em comparação com as zonas rurais. Adicionalmente, confirma-se que as famílias nas regiões de Lisboa e Vale do Tejo e do Algarve são as que apresentam as menores probabilidades de viverem numa situação de pobreza.

Concentrando agora a atenção no escalão etário do representante, o quadro permite concluir que existe uma relação significativa entre o ciclo de vida dos indivíduos e a probabilidade de viverem numa situação de pobreza. De facto, as menores probabilidades de viver numa situação de pobreza ocorrem quando o representante se situa nos escalões etários entre 45 e 64 anos (no caso dos indicadores de pobreza calculados com base em agregados de despesa), ou nos escalões etários entre 55 e 74 anos (no caso dos indicadores de pobreza calculados com base em agregados de rendimento). Por seu turno, o maior risco de pobreza ocorre nos escalões etários mais baixos e nos mais elevados.

O Quadro 6 apresenta em seguida os resultados referentes ao impacto da condição perante o trabalho do representante. Uma primeira ideia a reter é que os agregados familiares em que o representan-

(28) Importa notar que estes efeitos marginais são avaliados na média das variáveis independentes, excepto no caso das variáveis que, ao assumirem um valor igual a 1, implicam que outras variáveis associadas sejam iguais a zero (como é o caso das variáveis *dummy* associadas à região, idade, condição perante o trabalho e educação). Neste último caso, a avaliação do impacto marginal de cada variável explicativa teve em conta as restrições de nulidade sobre as respectivas variáveis associadas.

Quadro 6

REGRESSÕES PROBIT – EFEITOS MARGINAIS

	Despesa		Rendimento	
	Total	Exc. rendas	Total	Monetário
Dimensão do agregado	0.051 (0.000)	0.041 (0.000)	0.055 (0.000)	0.049 (0.000)
Famílias com cônjuge / companheiro	-0.038 (0.000)	-0.033 (0.000)	-0.039 (0.000)	-0.030 (0.000)
Urbano	-0.088 (0.000)	-0.058 (0.000)	-0.057 (0.000)	-0.081 (0.000)
Região (face a Norte)				
Centro	0.046 (0.000)	0.047 (0.000)	-0.011 (0.000)	-0.001 (0.000)
Lisboa e Vale do Tejo	-0.017 (0.000)	-0.004 (0.000)	0.002 (0.000)	-0.024 (0.000)
Alentejo	0.058 (0.000)	0.074 (0.001)	-0.019 (0.000)	-0.016 (0.000)
Algarve	-0.007 (0.001)	0.015 (0.001)	-0.019 (0.000)	0.004 (0.001)
Açores	0.019 (0.001)	0.086 (0.001)	-0.023 (0.001)	-0.024 (0.001)
Madeira	0.053 (0.001)	0.107 (0.001)	-0.040 (0.000)	-0.016 (0.001)
Idade do representante (face ao escalão etário entre 25 e 34 anos)				
Menos de 25 anos	0.027 (0.002)	0.118 (0.002)	0.113 (0.002)	0.077 (0.002)
Entre 35 e 44 anos	-0.033 (0.000)	-0.072 (0.001)	-0.020 (0.000)	-0.036 (0.000)
Entre 45 e 54 anos	-0.052 (0.000)	-0.100 (0.001)	-0.039 (0.000)	-0.040 (0.000)
Entre 55 e 64 anos	-0.055 (0.001)	-0.092 (0.001)	-0.058 (0.000)	-0.049 (0.001)
Entre 65 e 74 anos	-0.027 (0.001)	-0.046 (0.001)	-0.058 (0.001)	-0.069 (0.001)
Mais de 74 anos	0.005 (0.001)	0.029 (0.001)	-0.040 (0.001)	-0.019 (0.001)
Condição perante o trabalho do representante (face a um representante que trabalha)				
Desempregado	0.152 (0.001)	0.152 (0.001)	0.191 (0.001)	0.206 (0.001)
Reformado	0.026 (0.000)	0.001 (0.000)	0.022 (0.000)	0.008 (0.000)
Outro não trabalhador	0.100 (0.001)	0.095 (0.001)	0.123 (0.001)	0.173 (0.001)
Nº membros que trabalham (além do representante)	-0.068 (0.000)	-0.073 (0.000)	-0.117 (0.000)	-0.148 (0.000)
Educação máxima do representante / cônjuge (face ao caso de 0 anos de escolaridade completa)				
4 anos de educação	-0.168 (0.001)	-0.153 (0.001)	-0.169 (0.001)	-0.146 (0.001)
6 anos de educação	-0.249 (0.001)	-0.227 (0.001)	-0.242 (0.001)	-0.228 (0.001)
9 anos de educação	-0.287 (0.001)	-0.259 (0.001)	-0.288 (0.001)	-0.265 (0.001)
12 anos de educação	-0.344 (0.001)	-0.319 (0.001)	-0.327 (0.001)	-0.319 (0.001)
Mais de 15 anos de educação	-0.385 (0.001)	-0.390 (0.001)	-0.355 (0.001)	-0.355 (0.001)
<i>Por memória:</i>				
Taxa de pobreza	0.184	0.211	0.162	0.185
Pseudo R2	0.180	0.171	0.209	0.223
Prob > chi2	0.000	0.000	0.000	0.000

Fontes: IDEF 2005/06.

Notas: Desvios-padrão entre parênteses. Observações ponderadas com pesos amostrais; variáveis dependentes definidas por adulto equivalente.

te é desempregado observam uma probabilidade de pobreza significativamente maior face aos agregados em que o representante trabalha, que ascende a cerca de 15 pontos percentuais no caso de indicadores de pobreza baseados em agregados de despesa e a cerca de 20 pontos percentuais no caso dos agregados de rendimento. Esta evidência poderá estar associada, por um lado, a uma menor participação no mercado de trabalho dos cônjuges das famílias pobres e, por outro, a uma menor elegibilidade ao subsídio de desemprego. Um resultado qualitativamente similar – embora de menor magnitude – é obtido quando o representante não trabalha por outros motivos que não o desemprego ou a reforma.

Em contraste, no caso em que o representante é reformado, a probabilidade de se encontrar numa situação de pobreza, comparativamente ao caso em que o representante exerce uma profissão, é positiva mas quantitativamente próxima de zero. Este facto sugere que, com as regras em vigor do sistema fiscal e do sistema de segurança social em 2005/06, a entrada no período de reforma não implicava uma redução significativa no rendimento líquido ou nas despesas dos agregados familiares. Este resultado não é surpreendente dado que em 2005 as taxas de reposição líquidas (relativas ao salário final antes da reforma) se situavam em média acima de 90 por cento. É de notar que este valor reflecte não apenas as taxas brutas de reposição – que ascendiam em média a cerca de 75 por cento – mas também a diferença nas contribuições para a Segurança Social e nos impostos sobre o rendimento entre os indivíduos que exerciam uma profissão e os indivíduos reformados. Importa, neste contexto, sublinhar que após 2005 várias regras novas foram introduzidas nestes sistemas, que diminuíram significativamente a taxa de reposição líquida média esperada nas próximas décadas.

O Quadro 6 mostra ainda que a probabilidade de uma família ser pobre diminui substancialmente com a existência de membros adicionais do agregado familiar (para além do representante) a exercerem uma profissão. Cada trabalhador adicional no agregado diminui a probabilidade de pobreza em cerca de 7 pontos percentuais no caso de indicadores de pobreza baseados em agregados de despesa e em mais de 11 pontos percentuais no caso dos agregados de rendimento.

Finalmente, a última evidência do Quadro 6 refere-se ao papel da educação na determinação da probabilidade de uma família ser pobre. O quadro confirma que o nível de escolaridade do representante e/ou cônjuge é um elemento fundamental na determinação daquela probabilidade. De facto, comparativamente ao caso de uma família cujo representante e/ou cônjuge não possuía percurso escolar, as famílias cujo representante e/ou cônjuge tinham 4 anos de escolaridade apresentavam probabilidades de pobreza inferiores em cerca de 15 pontos percentuais. Estes valores ascendiam a mais de 35 pontos percentuais no caso em que o representante e/ou cônjuge possuía um nível de escolaridade superior. Deste modo, torna-se claro que o nível de educação é um importante factor explicativo dos níveis de pobreza em Portugal.

É instrutivo recordar que, dos perfis de pobreza apresentados na última secção, não seria possível concluir se a elevada incidência da pobreza nos indivíduos mais idosos em Portugal estaria relacionada com questões de ciclo de vida, com o baixo nível de formação escolar ou com o seu estatuto de re-

formados. A análise multivariada apresentada nesta secção sugere que a educação é o factor quantitativamente mais relevante entre os três.

Dada a importância do nível de educação na determinação da probabilidade de uma família viver numa situação de pobreza em Portugal, importa sublinhar alguns elementos desta relação que são ilustráveis com o IDEF 2005/06. Em primeiro lugar, o *stock* de capital humano na economia portuguesa é particularmente baixo (Gráfico 6). De acordo com a informação do Censos 2001, 55 por cento dos indivíduos com idade superior a 24 anos tinham 4 anos ou menos de percurso escolar completo (47 por cento para o subconjunto de indivíduos entre 25 e 64 anos)²⁹. As mais recentes gerações apresentam uma formação escolar claramente superior, embora ainda significativamente inferior à observada em média na União Europeia. De acordo com o Censos 2001, 15 por cento dos indivíduos com idades entre 25 e 29 anos tinham 4 anos ou menos de percurso escolar completo, apenas 62 por cento tinham concluído o nível de escolaridade obrigatória (9 anos) e apenas 18 por cento possuíam um curso superior. Neste quadro, o baixo nível do *stock* de educação – conjugado com um fluxo a melhorar muito lentamente – contribui para a existência de os elevados retornos da educação em Portugal (ver Machado e Mata, 2001).

Um segundo elemento que importa sublinhar da relação entre a educação e o risco de pobreza é a prevalência de vínculos conjugais positivamente relacionados com o nível de educação (em linha com a evidência para outros países). Isto significa que os cônjuges tendem a ter um percurso escolar análogo. De acordo com a informação do IDEF 2005/06, a proporção de mulheres com um percurso escolar inferior à escolaridade obrigatória de 9 anos que casa com indivíduos com um percurso escolar análogo ascende a cerca de 80 por cento (Gráfico 7). Proporções semelhantes são observadas para os níveis de

Gráfico 6

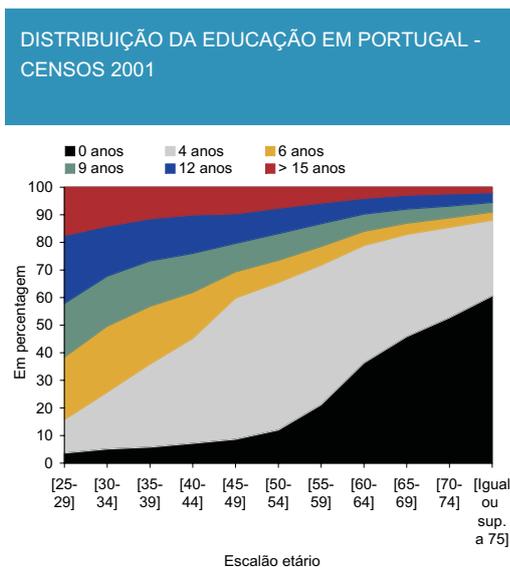
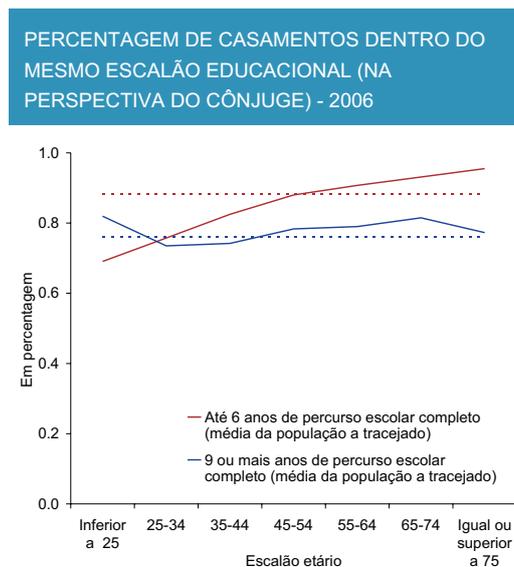


Gráfico 7



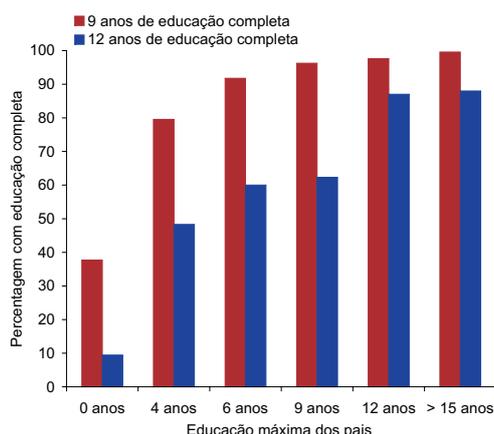
(29) Na amostra ponderada do IDEF 2005/06, 51 por cento dos indivíduos com idade superior a 24 anos tinham 4 anos ou menos de percurso escolar completo.

educação mais elevados. Esta tendência não se alterou significativamente nas últimas décadas, como é visível na comparação dos resultados para os diversos escalões etários no Gráfico 7. Dado que a educação é um importante factor determinante do risco de pobreza das famílias, a prevalência de vínculos conjugais positivamente relacionados com o nível de educação diminui a partilha desse risco no seio das famílias. Este facto contribui para aumentar o retorno da educação ao nível do agregado familiar e para aumentar em média o risco de pobreza das famílias.

Finalmente, importa referir que existe uma significativa transmissão intergeracional da educação em Portugal, o que contribui para a transmissão intergeracional da pobreza. O Gráfico 8 ilustra este facto com a informação do IDEF 2005/06. O gráfico mostra a proporção dos indivíduos com idades entre 20 e 24 anos (a residir no alojamento dos pais), que terminou 9 e 12 anos de percurso escolar, e cruza esta informação com o nível educacional máximo dos pais. Se não existisse transmissão intergeracional da educação, a extensão do percurso escolar seria independente da educação dos pais. O facto de ambas as barras do Gráfico 8 apresentarem uma tendência ascendente é um claro sinal de existência de transmissão intergeracional da educação e representa a incapacidade do sistema educativo eliminar as diferenças de enquadramento familiar dos estudantes, mesmo para os modestos níveis de educação obrigatória em Portugal. Resultados análogos são igualmente reportados em Carneiro (2008).

Gráfico 8

TRANSMISSÃO INTERGERACIONAL DA EDUCAÇÃO, NA SUB-AMOSTRA DE INDIVÍDUOS ENTRE 20-24 ANOS A VIVER NO ALOJAMENTO DOS PAIS



Fonte: IDEF 2005/06.

5. CONCLUSÕES

Este artigo visou contribuir para a caracterização da pobreza em Portugal e para uma maior compreensão dos seus principais factores explicativos, usando essencialmente o inquérito à despesa das famílias realizado pelo INE em 2005/06. Nesta conclusão iremos sumariar algumas ideias chave decorrentes da presente análise, e sublinhar alguns elementos que contribuirão para as tendências futuras da pobreza em Portugal.

1. Uma caracterização económica da população pobre requer a análise de várias medidas de pobreza. Este artigo centrou-se em medidas baseadas em agregados de despesa e rendimento. Estes agregados implicam diferentes conclusões relativamente aos perfis de pobreza e às tendências da pobreza em Portugal. Este facto não é surpreendente dado que apenas cerca de metade dos pobres identificados com base em agregados de despesa são igualmente identificados como pobres com base em agregados de rendimento. A acumulação passada de capital humano e riqueza contribui para esta não-sobreposição. Neste contexto, os indicadores de pobreza baseados em medidas de despesa tenderão a reflectir de forma mais fidedigna o rendimento permanente dos indivíduos. As políticas de combate à pobreza devem ter seriamente em conta este facto. Por outro lado, as principais conclusões no que respeita aos factores explicativos da pobreza são em geral robustas ao tipo de agregado utilizado para identificar a população pobre. Esta robustez deverá em princípio aplicar-se igualmente às intervenções de política orientadas para as determinantes estruturais da pobreza.

2. Entre 1994/95 e 2005/06, observou-se um crescimento significativo da despesa e do rendimento em todos os quintis das respectivas distribuições. No caso da despesa, o crescimento foi mais acentuado nos quintis inferiores da distribuição. Naquele período, os indicadores de pobreza em Portugal diminuíram significativamente, em particular quando medidos com agregados de despesa. No entanto, a incidência e a intensidade da pobreza em 2005/06 permaneciam em níveis elevados no contexto europeu. Tendo em conta a incerteza inevitável associada ao desenho amostral dos inquéritos utilizados neste artigo, é possível concluir que o número de pobres em Portugal em 2005/06 ascendia a perto de 2 milhões, dos quais 300000 eram crianças. Alguns tipos de agregados familiares são particularmente vulneráveis a uma situação de pobreza: famílias em que um ou mais adultos se encontram desempregados; idosos (isolados ou casados) com baixos níveis de educação; famílias compostas por um adulto solteiro que não trabalha e que tem filhos; e famílias numerosas em que pelo menos um adulto não trabalha.

3. A participação no mercado de trabalho é um elemento importante na diminuição do risco de pobreza. De facto, os agregados familiares em que o representante exercia uma profissão em 2005/06 apresentavam uma incidência de pobreza significativamente inferior à média da população. Adicionalmente, estima-se que a participação adicional de membros do agregado familiar no mercado de trabalho tem um impacto significativo na redução da probabilidade de viver numa situação de pobre-

za. Não obstante, importa notar que entre 25 a 30 por cento da população pobre em 2005/06 exercia regularmente uma profissão.

Por seu turno, os agregados familiares em que o representante em idade activa não exercia uma profissão apresentavam uma incidência de pobreza significativamente superior à média da população. Em particular, é de sublinhar que cerca de metade das famílias em que o representante e o cónjuge se encontravam desempregados vivia numa situação de pobreza. Após 2005/06, a taxa de desemprego em Portugal aumentou significativamente, para níveis historicamente elevados. Esta evolução deveu-se a razões estruturais e, mais recentemente, ao enquadramento recessivo da economia portuguesa. Neste contexto, o aumento da taxa de desemprego sobressai de entre o conjunto de factores que contribuirá para aumentar a pobreza em Portugal no futuro próximo.

4. O nível de capital humano no agregado familiar é uma determinante fundamental dos níveis de pobreza estrutural em Portugal. Em 2005/06, cerca de 40 por cento dos indivíduos com mais de 14 anos e sem qualquer percurso escolar eram pobres, enquanto apenas 3 por cento dos indivíduos com um curso superior viviam numa situação de pobreza. A transmissão do nível de capital humano para os níveis de rendimento e despesa do agregado familiar exerce-se por vários canais. Em primeiro lugar, existem elevados retornos da educação no mercado de trabalho em Portugal. Estes retornos são particularmente elevados para o nível de educação superior. Em segundo lugar, existe uma prevalência de vínculos conjugais positivamente relacionados com o nível de educação (ou seja, os cônjuges tendem a ter um percurso escolar análogo), o que contribui para ampliar os retornos da educação ao nível do agregado familiar. Em terceiro lugar, o nível de salários ao longo ou no final da vida activa dos indivíduos traduz-se directamente no nível de pensões ao longo da idade da reforma. Finalmente, existe uma significativa transmissão intergeracional da educação em Portugal, o que contribui para a transmissão intergeracional da pobreza. No futuro próximo, a entrada na idade activa de indivíduos com um nível de educação superior à média da população – e que apresentam um risco de pobreza inferior ao das gerações mais idosas – deverá contribuir para diminuir a taxa de pobreza em Portugal. Este mecanismo deverá ter um impacto significativo na dinâmica da pobreza em Portugal, mesmo sendo expectável uma gradual diminuição dos retornos da educação – em particular da educação superior – face aos seus níveis actuais particularmente elevados.

Este artigo não desenvolveu uma análise sistemática do papel das políticas públicas na determinação da pobreza no caso português. Esta opção decorreu essencialmente da natureza da informação disponível nas bases de dados analisadas, e não de uma subestimação da importância destas políticas. O conjunto de políticas públicas relevantes na determinação do nível e da dinâmica da pobreza é necessariamente vasto, cruzando a maior parte das áreas de intervenção governamental. Entre estas políticas destacam-se, por um lado, aquelas que procuram assegurar uma igualdade de oportunidades para todos os cidadãos e, por outro, as que visam criar uma rede de protecção social que assegure a cada cidadão uma participação plena na vida da sociedade. O primeiro conjunto inclui a provisão, com elevada qualidade, de serviços públicos como a educação, a saúde e os cuidados infantis, um acesso equitativo ao sistema judicial, a existência de habitação e transportes públicos acessíveis,

bem como a provisão de outros serviços públicos fundamentais centrados nas crianças e nos idosos. O segundo conjunto de políticas inclui, por exemplo, a existência de um sistema de pensões sustentável, a provisão de subsídios de desemprego, a existência de esquemas de rendimento mínimo garantido e políticas que incentivem a participação no mercado de trabalho, como é o caso do *Earned Income Tax Credit* existente em várias economias avançadas. A eficácia destas políticas no combate à pobreza depende crucialmente dos incentivos gerados em termos de acumulação de capital humano, de participação no mercado de trabalho, de distribuição primária do rendimento e de partilha de risco no conjunto da economia.

Argumentos de equidade e eficiência sustentam a importância da luta contra a pobreza. Em Portugal, a incidência e a intensidade da pobreza situam-se significativamente acima dos níveis mais baixos observados na Europa. Neste contexto, é fundamental aprofundar o conhecimento social sobre as causas da pobreza. Este objectivo é particularmente importante dado que as opções políticas de mitigação de situações de pobreza tendem a reflectir aquele conhecimento. Neste quadro, poderá ser particularmente útil³⁰ (i) definir objectivos de médio prazo quanto à incidência e intensidade da pobreza, e aferir anualmente a concretização destes objectivos, bem como a sua sustentabilidade numa perspectiva intertemporal; (ii) avaliar o impacto sobre a pobreza de políticas públicas específicas; e (iii) desenvolver e analisar novas bases de dados em painel, que incorporem informação sobre consumo, rendimento, riqueza, condições de vida e percepções subjectivas da pobreza.

REFERÊNCIAS

- Albuquerque, J. (coord.), T. Bomba, R. Fernandes, C. Machado e F. Nascimento (2006), “Medidas de pobreza e exclusão social em Portugal”, *Documento de Trabalho*, DGEEP/MTSS, Lisboa.
- Atkinson, A. (1998), *Poverty in Europe*, Blackwell, Oxford.
- Berthoud, R. e F. Zantomio (eds.) (2008), *Measuring poverty: Seven key issues*, Institute for Social and Economic Research, Colchester.
- Biewen, M. e S. Jenkins (2005), “Accounting for differences in poverty between the USA, Britain and Germany”, *Empirical Economics*, 30(2), pp. 331-358.
- Blundell, R. e I. Preston (1998), “Consumption inequality and income uncertainty”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 113, pp. 603-640.
- Brewer, M., A. Goodman e A. Leicester (2006), *Household spending in Britain: What can it teach us about poverty?*, The Policy Press, Bristol.
- Carneiro, P. (2008), “Equality of Opportunity and Educational Achievement in Portugal”, *Portuguese Economic Journal*, 7, 17-41.
- Costa, A., I. Baptista, P. Perista e P. Carrilho (2008), *Um olhar sobre a pobreza – vulnerabilidades e exclusão social no Portugal contemporâneo*, Gradiva, Lisboa.
- Costa, A., M. Silva, J. Pereirinha e M. Matos (1985), *A pobreza em Portugal*, Caritas, Lisboa.

(30) Algumas destas políticas estão contidas na Resolução da Assembleia da República n.º 31/2008, que recomenda a definição de um limiar de pobreza e a avaliação das políticas públicas destinadas à sua erradicação.

- Cunha, V. e M. Pinheiro (2007), "MISS: A model for assessing the sustainability of public social security in Portugal", *Occasional Paper 2*, Banco de Portugal.
- European Commission (2009), *Joint Report on Social Protection and Social Inclusion*, SEC(2009) 141.
- Farinha, L. (2008), "Indebtedness of Portuguese households: recent evidence based on the Household Wealth Survey", *Financial Stability Report 2007*, Banco de Portugal, Lisboa.
- Ferreira, M. L. (2000), *A pobreza em Portugal na década de oitenta*, Conselho Económico e Social, Lisboa.
- Foster, J., J. Greer e E. Thorbecke (1984), "A class of decomposable poverty measures", *Econometrica*, 52, 761-776.
- Gruski, D. e R. Kanbur (ed.) (2006), *Poverty and Inequality, Studies in Social Inequality*, Stanford University Press.
- INE (2008a), *Inquérito às Despesas das Famílias 2005-2006*, Instituto Nacional de Estatística.
- INE (2008b), *Rendimento e condições de vida 2007*, Instituto Nacional de Estatística.
- Jantti, M. e S. Dazinger (2000), "Income poverty in advanced countries", in *Handbook in Income Distribution*, A. Atkinson and F. Bourguignon (eds.), North Holland-Elsevier, Amsterdam, pp. 309-378.
- Jenkins, S. e P. Lambert (1997), "Three I's of poverty curves, with an analysis of UK poverty trends", *Oxford Economic Papers*, vol. 49(3), 317-27.
- Jesuit, D. e T. Smeeding (2002), "Poverty and income distribution", *Luxembourg Income Study Working Paper No. 293*.
- Lang, K. (2007), *Poverty and discrimination*, Princeton University Press.
- Machado, J. e J. Mata (2001), "Earning functions in Portugal 1982-1994: Evidence from quantile regressions", *Empirical Economics*, 26, pp. 115-134.
- Meyer, B. e J. Sullivan (2008a), "Changes in the consumption, income, and well-being of single mother headed families", *American Economic Review* 98(5), Dezembro 2008, 2221-41.
- Meyer, B. e J. Sullivan (2008b), "Three decades of consumption and income poverty", *mimeo*.
- Nunes, F. e Pereirinha, J. (2006), "Política social em Portugal e a Europa, 20 anos depois", in A. Romão (ed.), *A economia portuguesa 20 anos após a adesão*, Coleções Económicas, II Série, Nº 1, Almedina.
- OECD (2008), *Growing Unequal? Income Distribution and Poverty*, OECD.
- Orshansky, M. (1965), "Counting the poor: another look at the poverty profile", *Social Security Bulletin*, Vol. 28(7), 3-32.
- Pereirinha, J. (1996), "Pobreza e exclusão social: algumas reflexões sobre conceitos e aspectos de medição", in J. Amaral (ed.), *Entre a economia e a sociologia*, Celta, pp. 208-232.
- Rodrigues, C. (2007), "Distribuição do Rendimento, Desigualdade e Pobreza – Portugal nos Anos 90", *Coleções Económicas, II Série, Nº 5*, Almedina.
- Sen, A. (1983), "Poor, relatively speaking", *Oxford Economic Papers*, 35, 153-169.
- Sen, A. (2006), «Conceptualizing and Measuring Poverty» in "Poverty and Inequality", D. Grusky and R. Kanbur (eds.), *Studies in Social Inequality*, Stanford University Press, pp. 30-46.

Silva, M. (1982), "Crescimento económico e pobreza em Portugal (1950-1974)" in *Análise Social*, vol. XVIII, Instituto de Ciências Sociais, 1077-1086.

Silva, M., A. Costa, A. Cardoso, J. Pereirinha, M. Pimenta, M. Sequeira e M. Maranhão (1989), *Pobreza Urbana em Portugal*, Cáritas, Lisboa.

Smith, N. e S. Middleton (2007), *A review of poverty dynamics research in the UK*, Joseph Rowntree Foundation.

OS SECTORES EXPORTADORES DE TÊXTEIS E VESTUÁRIO EM PORTUGAL – TENDÊNCIAS RECENTES*

João Amador**

Luca David Opromolla**

1. INTRODUÇÃO

Os sectores dos têxteis e do vestuário constituem uma parte relevante da indústria transformadora e do comércio externo português. No seu conjunto, estes dois sectores representaram 2.0 por cento do valor acrescentado bruto, 4.3 por cento do emprego e 11.8 por cento do total das exportações de manufacturas da economia portuguesa em 2006. No entanto, estes sectores sofreram choques significativos nas últimas duas décadas e têm-se tornado relativamente menos importantes.

Os têxteis e o vestuário são sectores distintos e com as suas especificidades, mas estão fortemente relacionados em termos tecnológicos e de política comercial. Os dois sectores estão ligados verticalmente pois os têxteis são o principal *input* para os produtos de vestuário. No entanto, estas ligações envolvem também as actividades de distribuição e venda pois os retalhistas do sector do vestuário gerem cada vez mais os canais de distribuição de ambos os sectores (veja-se Nordäs (2004)). Adicionalmente, até 2005 o comércio internacional nos sectores dos têxteis e vestuário foi internacionalmente regulado pelo Acordo de Têxteis e Vestuário (ATV), no âmbito da Organização Mundial de Comércio. Tal como descrito por Hanzl-Weiß (2004), os têxteis e o vestuário são sectores trabalho intensivo onde a produção é desenvolvida por pequenas e médias empresas. No entanto, note-se que os sectores dos têxteis e do vestuário não são homogéneos em termos de sofisticação da produção, coexistindo no mesmo sector ou indústria segmentos de alto e baixo valor acrescentado¹. Nos segmentos de alto valor acrescentado a investigação e o desenvolvimento é um importante factor competitivo. Por exemplo, na indústria da moda ou no equipamento desportivo os materiais, o design e o *marketing* desempenham um papel crucial.

Nas últimas duas décadas estes sectores sofreram diversos choques estruturais com efeitos significativos na sua dimensão relativa na economia e nas características das empresas (veja-se OCDE, 2004). No que diz respeito à realidade portuguesa nos sectores dos têxteis e do vestuário, pode dizer-se que existe uma longa experiência de participação e concorrência nos mercados internacionais, datando da adesão à Associação Europeia de Comércio Livre (*EFTA*) em 1960. Na verdade, a liberalização comercial que resultou da *EFTA* contribuiu fortemente para a expansão dos sectores dos têx-

* Os autores agradecem a Sónia Cabral e a José António Machado pelos seus comentários. As opiniões expressas no artigo são as dos autores e não coincidem necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema.

** Departamento de Estudos Económicos, Banco de Portugal.

(1) Schott (2004), utilizando informação para as importações dos EUA ao nível do produto, mostra que, embora este país adquira produtos semelhantes em países de maiores e menores salários, os valores unitários dos produtos variam sistematicamente com as dotações relativas e tecnologias de produção do exportador. A existência de especialização dentro do produto é um aspecto importante para a compreensão do impacto da globalização nas empresas e nos trabalhadores.

teis e do vestuário em Portugal pois a sua natureza trabalho intensiva ajustava-se à dotação de factores da economia que era relativamente abundante em trabalho. Em resultado, os clássicos índices de Balassa mostram para Portugal uma vantagem comparativa revelada nestes sectores desde os anos sessenta (veja-se Amador *et al.* (2007)). A adesão de Portugal à Comunidade Económica Europeia (CEE) em 1986 e a implementação do Mercado Único Europeu em 1993 trouxeram mais liberalização a estes sectores. No entanto, o mercado da CEE estava ele próprio protegido pelas quotas às importações impostas pelo Acordo Multi-Fibras (AMF), dando aos exportadores portugueses uma vantagem competitiva no mercado europeu. A progressiva eliminação das restrições quantitativas ocorreu de acordo com o ATV, durante o período 1995-2005. As consequências desta liberalização ao nível europeu e mundial foram já bastante estudadas. A este respeito vejam-se, por exemplo, OCDE (2004), Nordäs (2004), Francois *et al.* (2007) e Fox *et al.* (2008). Um resultado comum nos vários estudos é o de que estas alterações foram benéficas para os países com maior produção e que estavam condicionados pelas quotas, em particular a China que aderiu à Organização Mundial de Comércio em 2001, após 15 anos de negociações². Acontecimentos recentes como o alargamento da União Europeia (UE) à Roménia e à Bulgária em 2007, países com custos do trabalho relativamente baixos e sectores têxteis e de vestuário importantes, colocarão maiores desafios aos exportadores portugueses em termos de deslocalização da produção. Em síntese, o cenário recente revela desafios significativos e a informação estatística disponível aponta para uma significativa perda de quota de mercado nas indústrias têxteis e de vestuário no período 1997-2006 (veja-se Amador e Cabral (2008)).

Este artigo contém uma abordagem descritiva da evolução dos sectores dos têxteis e vestuário em Portugal, adoptando duas perspectivas complementares. Em primeiro lugar, com base em dados agregados para estes sectores, identificam-se as principais tendências desde o início dos anos oitenta. Em segundo lugar, utilizam-se dados de empresas produtoras de têxteis e vestuário para analisar em maior detalhe as alterações verificadas nos dois sectores de 1996 a 2005. Neste contexto, apresenta-se a distribuição das empresas de acordo com a sua dimensão, número de variedades exportadas e mercados cobertos. Adicionalmente, identificam-se alterações na distribuição dos valores unitários dos produtos têxteis e de vestuário exportados pelas empresas portuguesas para os principais mercados de destino, relativamente aos valores unitários médios observados nesses mesmos mercados. Duas outras dimensões interessantes cobertas no artigo são a demografia das empresas nestes sectores e a decomposição da taxa de variação nominal das exportações observada em cada ano com base na evolução do número de empresas, produtos e destinos. As limitações de informação estatística impossibilitam a agregação dos dados de empresa de forma a obter uma análise de longo prazo compatível.

Este artigo está organizado da seguinte forma: A próxima Secção descreve o conjunto de bases de dados e classificações utilizadas; A Secção 3 contém uma análise agregada das principais tendências observadas nos têxteis e vestuário nas últimas duas décadas; A Secção 4 descreve as características

(2) Para um artigo sobre o impacto da concorrência chinesa na indústria têxtil belga veja-se Monforte *et al.* (2008).

dos produtores e exportadores de têxteis e vestuário com particular ênfase na sua combinação de produtos e destinos; A Secção 5 apresenta algumas conclusões.

2. DADOS

A análise desenvolvida no artigo combina várias bases de dados contendo desde informação agregada até informação ao nível da empresa. Utiliza-se a base de dados sectorial (*STAN*) da OCDE para o período 1980-1994, complementada com informação incluída nas contas nacionais do Instituto Nacional de Estatística (INE) para o período 1995-2006 para obter o peso dos têxteis e vestuário no valor acrescentado bruto (VAB). O número total de empresas e empregados trabalhando nos têxteis e vestuário no período 1982-2006 é obtido pela agregação de informação ao nível de empresa dos “Quadros de Pessoal”. Esta é uma base de dados muito completa mantida pelo Ministério da Segurança Social e do Trabalho. A identificação das empresas produtoras de têxteis e vestuário é feita com base na classificação das actividades económicas (CAE)³. A base de dados de comércio internacional *CEPII-CHELEM* é utilizada para calcular os pesos das exportações de têxteis e vestuário no total das exportações de manufacturas em Portugal e noutros países. Esta base de dados contém informação baseada na *International Standard Industrial Classification of all Economic Activities (ISIC rev.3)* que tem uma correspondência com a *NACE*. A recente base de dados *CEPII-BACI* permite obter valores unitários de exportações e importações de têxteis e vestuário para Portugal e para os seus principais parceiros comerciais de 1995 a 2004, utilizando uma decomposição a 6 dígitos da versão de 1992 da nomenclatura *Harmonized System (HS)* (veja-se Gaulier e Zignaro (2008) para uma descrição detalhada desta base de dados)⁴.

A análise ao nível da empresa é possibilitada pela utilização de uma base de dados que combina informação detalhada e exaustiva sobre o comportamento exportador e importador das empresas. A base de dados inclui todas as transacções associadas a exportações de empresas localizadas em Portugal, numa base mensal, de 1996 a 2005. Um registo de transacção contém a identificação fiscal da empresa, o código de produto a 8 dígitos da Nomenclatura Combinada, o valor da transacção, a quantidade de bens exportados (expressa em Kg.), o país de destino, o meio de transporte, um código *incoterm* descrevendo como os custos de transporte, riscos e seguros são repartidos entre comprador e vendedor (*free on board (FOB)*, *cost, insurance and freight (CIF)*, etc.) e uma variável indicando o tipo de transacção (transferência de propriedade após o pagamento, devolução de um produto, etc.).

No caso do comércio extra-comunitário os dados utilizados resultam das declarações alfandegárias e no caso do comércio intra-comunitário resultam do formulário *Intrastat*, agregando para o total das exportações portuguesas reportado pelo INE. Na análise efectuada são consideradas apenas transac-

(3) A classificação das actividades económicas (CAE) utilizada pelo Instituto Nacional de Estatística (INE) associa empresas a indústrias com base na actividade mais relevante em termos de produção e utilização de *inputs*. No período analisado ocorreram duas revisões na CAE (da CAE rev.1 para a CAE rev.2 e depois para a CAE rev.2.1), o que exigiu a utilização de tabelas de correspondência. Esta classificação é muito semelhante à *Statistical Classification of Economic Activities in the European Community (NACE)*.

(4) A nomenclatura *Harmonized System (HS)* é gerida pela *World Customs Organization (WTO)*. Esta classificação de bens é utilizada pela maioria dos países exportadores e importadores e nas negociações comerciais internacionais. A HS foi iniciada em 1988 e foi actualizado no dia 1 de Janeiro de 1992, 1996, 2002 e 2007.

ções de bens envolvendo empresas localizadas em Portugal continental com valor superior a 100 euros. Ainda assim os dados cobrem em média mais de 99 por cento do total das exportações e cerca de 75 por cento dos exportadores. Os dados são agregados ao nível anual, todos os valores estão expressos em euros correntes⁵ e restringe-se a classificação dos produtos a 6 dígitos da nomenclatura *HS*. Como ilustração, apresenta-se em apêndice um exemplo de um produto a 6 dígitos da nomenclatura *HS*⁶.

Dado que são utilizadas neste estudo várias bases de dados, é necessária uma clarificação sobre que fonte é utilizada na análise ao nível da empresa. Inicialmente (Quadros 1 a 3) consideram-se todas as empresas constantes nos dados de comércio que exportam produtos têxteis ou de vestuário. Posteriormente (Quadros 4 a 6 e Gráficos 4 a 7), quando foi necessária informação adicional sobre as características das empresas, consideraram-se as que estão presentes simultaneamente nos “Quadros de Pessoal” e na base de dados de comércio ao nível da empresa. O conjunto de empresas nestas duas bases de dados não é igual. Vinte por cento das empresas que exportam têxteis e vestuário não estão presentes nos “Quadros de Pessoal”, representando 10 por cento do total das exportações destes produtos. Deste modo, o conjunto de empresas consideradas a partir do Quadro 3 é diferente do utilizado anteriormente. Adicionalmente, foi necessário algum esforço para tornar a componente agregada da análise que utiliza a classificação *ISIC rev.3* da base de dados *CEPII-CHELEM* consistente com a análise ao nível da empresa que utiliza dados expressos de acordo com a nomenclatura *HS*. Para o efeito, foi utilizada uma tabela de correspondência (existente na documentação da base de dados *CEPII-BACI*) para fazer corresponder os códigos *ISIC* aos códigos da nomenclatura *HS* 1992. Seguidamente os códigos *HS* 1992 para os têxteis e vestuário foram convertidos nos códigos *HS* 1996 e *HS* 2002.

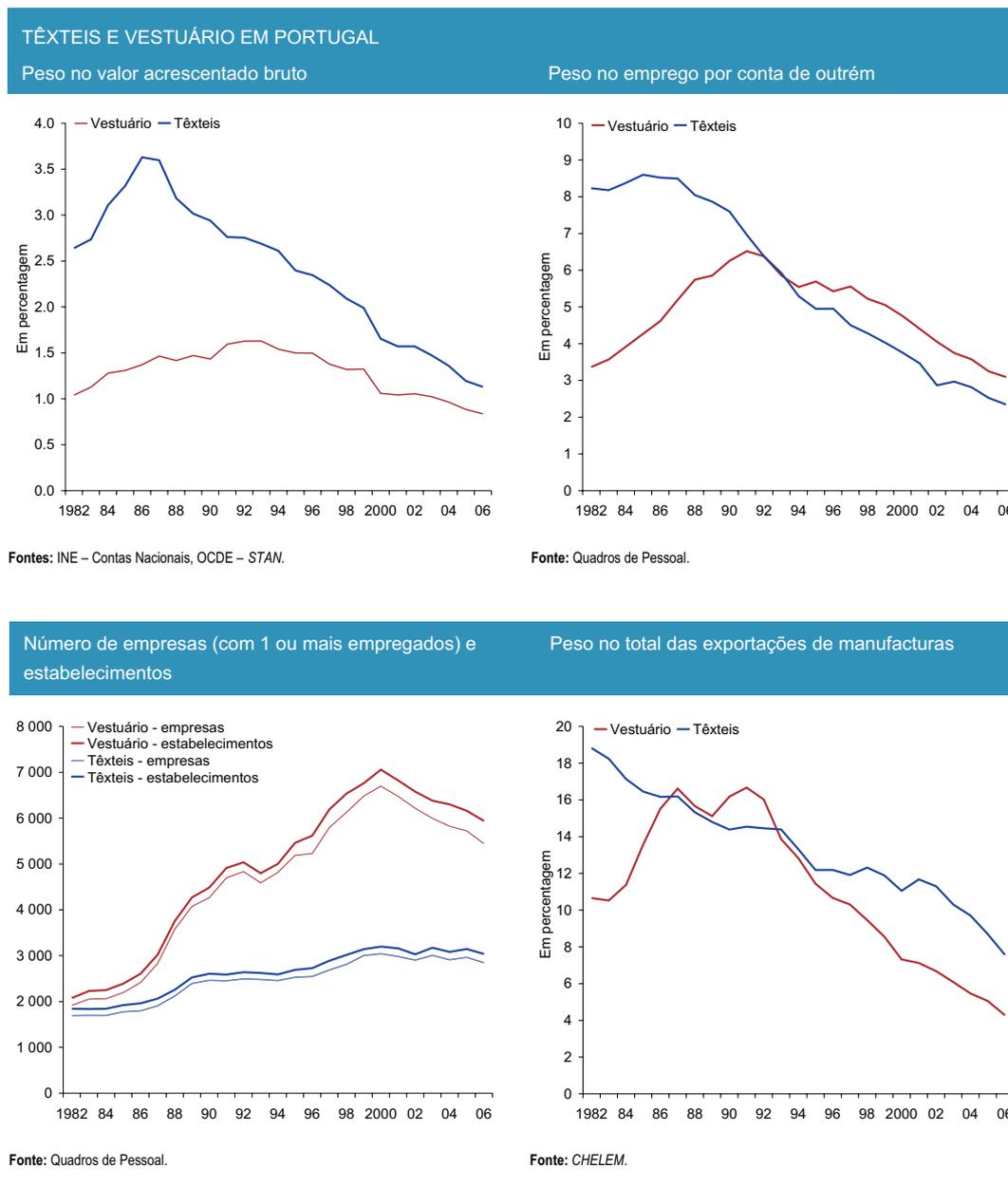
3. ANÁLISE AGREGADA (1982-2006)

Os têxteis e vestuário são sectores importantes na economia portuguesa, embora o seu peso relativo tenha diminuído significativamente nas últimas duas décadas. A evolução temporal de um e outro sectores tem sido substancialmente diferente. O Gráfico 1 apresenta a evolução do peso dos têxteis e do vestuário no VAB, no número total de empregados e no total das exportações de manufacturas, nos painéis (a), (b) e (d), respectivamente. O painel (c) apresenta a evolução do número de estabelecimentos e empresas de têxteis e vestuário. No início dos anos oitenta o sector têxtil representava cerca de 2.5 por cento do total do VAB, enquanto o sector do vestuário correspondia a cerca de 1 por cento. Até à adesão à CEE em 1986 ambos os sectores aumentaram o seu peso no VAB mas posteriormente evoluíram de modo muito diferente. A importância relativa do sector têxtil reduziu-se continuamente após 1986, atingindo um peso no total do VAB ligeiramente superior a 1 por cento em 2006. Pelo contrário, o sector do vestuário aumentou em termos relativos até 1992, atingindo um peso de

(5) A única excepção é o Gráfico 5 onde os valores são convertidos de preços (euros) de 1995 para preços (euros) de 2004.

(6) Deste modo, os códigos dos produtos nos dados em bruto seguem a *HS* 1996 no período 1996-2001 e a *HS* 2002 no período 2002-2005. O sistema da Nomenclatura Combinada é composto pela nomenclatura *HS* com mais subdivisões da Comunidade Europeia. Os primeiros seis dígitos da Nomenclatura Combinada coincidem aproximadamente com a nomenclatura *HS*.

Gráfico 1



1.5 por cento do total do VAB, que se reduziu depois progressivamente para um peso ligeiramente inferior a 1 por cento, em 2006.

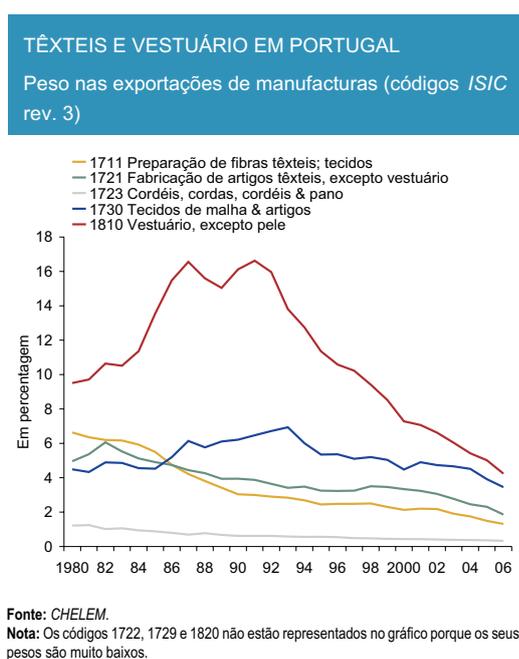
A evolução destes sectores no que respeita ao emprego por conta de outrém é semelhante à observada em termos do VAB. No início dos anos oitenta o peso dos têxteis no número de empregados era mais do dobro do registado no vestuário mas esta relação inverteu-se nos anos recentes. O peso dos empregados que trabalhavam no vestuário aumentou até 1991 mas reduziu-se para 3.1 por cento em 2006. A importância do sector têxtil no total do emprego reduziu-se continuamente desde 1985 para cerca de 2.3 por cento em 2006. Em conjunto os têxteis e vestuário diminuíram de 11.6 por cento do total de empregados em 1982 para 5.4 por cento em 2006.

O número de empresas (com um ou mais empregados) e estabelecimentos cuja actividade principal foi classificada nos sectores dos têxteis e vestuário (CAE 321 e 322 na rev.1, CAE 17 e 18 na rev.2 e 2.1, respectivamente) era semelhante no início dos anos oitenta, ou seja cerca de 2000 empresas. O número de empresas e estabelecimentos aumentou até ao ano 2000, mas a uma taxa muito superior na indústria do vestuário. Nesse ano, o número de empresas classificadas no sector do vestuário era de 6.697, mais de três vezes o número de empresas existentes duas décadas antes. De 2000 a 2006, o número de empresas e estabelecimentos diminuiu cerca de 1000 unidades no sector do vestuário e manteve-se relativamente estável na indústria têxtil. A diferente evolução do número de empresas quando comparada com os pesos no VAB e emprego é explicada pelo facto de aquela ser uma medida absoluta e de, como será referido na subsecção 4.3, terem ocorrido alterações na distribuição das empresas em termos de dimensão.

A evolução do peso destes sectores em termos de exportações de manufacturas assemelha-se à evolução dos seus pesos no VAB e no número total de empregados. O peso das exportações de têxteis diminuiu de 19 por cento em 1982 para 8 por cento em 2006 e o valor percentual das exportações de vestuário aumentou de 11 por cento em 1982 para 16 por cento em 1992, diminuindo posteriormente para 4 por cento em 2006. Deste modo, a indústria do vestuário representa presentemente uma maior parcela do emprego total e do número de empresas que a indústria têxtil, verificando-se o inverso no que respeita ao VAB e às exportações. Tomados em conjunto, o peso dos sectores dos têxteis e vestuário no total das exportações de manufacturas diminuiu de 30 por cento, em 1980, para 12 por cento, em 2006.

A decomposição das exportações de têxteis e vestuário de acordo com os códigos da *ISIC rev. 3* a 4 dígitos revela que a maior componente tem sido o “vestuário, excepto pele” (*ISIC 1810*), que atingiu 16 por cento das exportações totais de manufacturas no início dos anos noventa (Gráfico 2). No en-

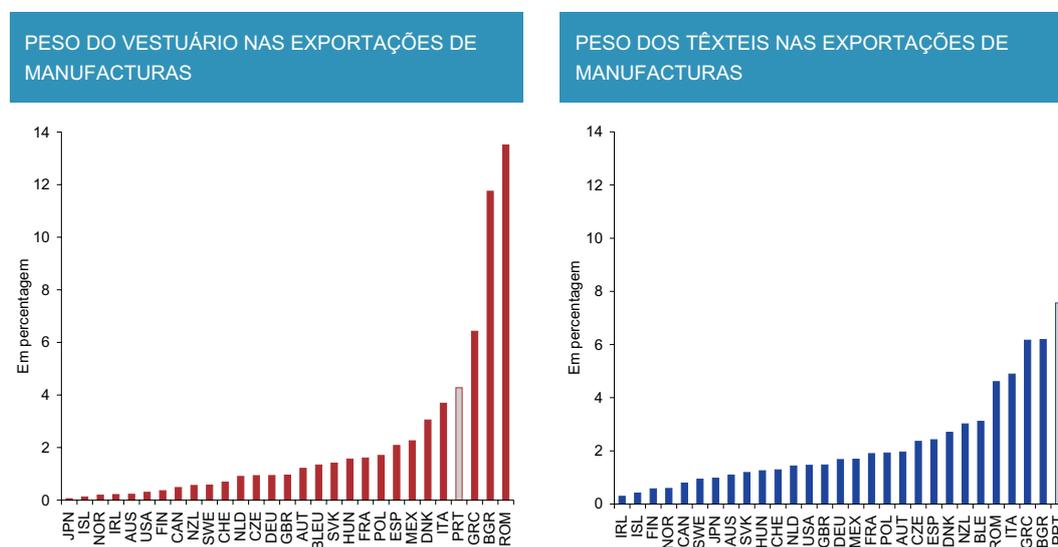
Gráfico 2



tanto, de 1992 em diante, a sua quota nas exportações diminuiu acentuadamente para 4 por cento em 2006, um valor próximo da segunda maior e mais estável rubrica dos “tecidos de malha & artigos” (ISIC 1730). A relevância de cada produto nas exportações portuguesas de têxteis e vestuário será detalhada na Secção 4, embora utilizando um sistema de classificação diferente.

A comparação do peso dos têxteis e vestuário no total das exportações de manufacturas relativamente a vários países europeus e da OCDE reforça a ideia de que, apesar do declínio, estes sectores são ainda relativamente importantes em Portugal. O Gráfico 3 mostra que em 2006 o sector têxtil português apresenta o maior peso no conjunto dos países considerados. Quanto ao sector do vestuário apenas três países – a Grécia, e em particular, a Bulgária e a Roménia – apresentam pesos na exportação superiores aos de Portugal.

Gráfico 3



Fonte: CHELEM.

4. ANÁLISE COM BASE EM DADOS DE EMPRESA (1996-2005)

4.1. Um retrato dos exportadores de têxteis e vestuário

Nesta secção descrevem-se os sectores dos têxteis e vestuário em Portugal recorrendo a dados de empresa. Na primeira parte adopta-se uma perspectiva centrada no produto e baseada na nomenclatura *HS*, utilizada nos dados de comércio. Na segunda parte da secção o enfoque é na natureza da empresa, distinguindo em particular entre produtores e distribuidores com base no código da CAE existente nos “Quadros de Pessoal”. O Quadro 1 lista os 14 capítulos da nomenclatura *HS* 2002 que estão relacionados com a secção XI “Têxteis e artigos têxteis”. Para cada capítulo apresentam-se também, entre parêntesis, o número de sub-rúbricas (ao nível de 6 dígitos) para as quais houve exportações portuguesas em 2005. Note-se que, em termos de terminologia, associamos capítulos da

nomenclatura a “indústrias” e sub-rúbricas a “produtos”. O Quadro mostra que as empresas portuguesas exportam produtos pertencentes a todas as 14 indústrias de “Têxteis e artigos têxteis”. Os maiores números de produtos exportados pertencem aos capítulos “52, algodão” (125 produtos), “55, fibras sintéticas ou artificiais descontínuas” (104 produtos), “61, vestuário e seus acessórios de malha” (113 produtos) e “62, vestuário e seus acessórios, excepto malha” (118 produtos). No apêndice descrevemos em maior detalhe o nível de desagregação associado a cada nível de classificação.

O Quadro 2 reporta alguns indicadores da importância relativa destas indústrias. A segunda coluna mostra o peso de cada uma no total das exportações de têxteis e vestuário. As três indústrias mais importantes são “61, vestuário e seus acessórios de malha”, “62, vestuário e seus acessórios, excepto malha” e “63, outros artefactos têxteis confeccionados; sortidos; artefactos de matérias têxteis, calçado, chapéus e artefactos de uso semelhante”, representando respectivamente cerca de 42, 21 e 16 por cento do total de exportações de têxteis e artigos têxteis em 2005. Estas três indústrias sempre apresentaram os maiores pesos desde 1996. Nesse ano, o valor relativo do capítulo “62, vestuário e seus acessórios, excepto malha”, era de cerca de 30 por cento, muito superior ao peso actual, caindo continuamente até 2002 e mantendo-se constante posteriormente. Por seu lado o peso dos produtos “vestuário e seus acessórios de malha” manteve-se estável a um nível inferior a 40 por cento até 2002 e aumentou nos últimos três anos da amostra. A terceira indústria permaneceu estável ao longo do período da amostra com um peso em volta de 15 por cento.

Quadro 1

INDÚSTRIAS SEGUNDO A NOMENCLATURA HS E NÚMERO DE PRODUTOS EXPORTADOS EM 2005

Códigos HS a 2 dígitos	Descrição	Nº códigos a 6 dígitos
50	Seda	5
51	Lã, pêlos finos ou grosseiros; fios e tecidos de crina	27
52	Algodão	125
53	Outras fibras têxteis vegetais; fios de papel e tecidos de fios de papel	18
54	Filamentos sintéticos ou artificiais; lâminas e formas semelhantes de matérias têxteis sintéticas ou artificiais	63
55	Fibras sintéticas ou artificiais descontínuas	104
56	Pastas, feltros e falsos tecidos; fios especiais, cordéis, cordas e cabos; artigos de cordoaria	32
57	Tapetes e outros revestimentos para pavimentos, de matérias têxteis	22
58	Tecidos especiais; tecidos tufados; rendas; tapeçarias; passamanarias; bordados	38
59	Tecidos impregnados, revestidos, recobertos ou estratificados, artigos para usos técnicos de matérias têxteis	18
60	Tecidos de malha	18
61	Vestuário e seus acessórios de malha	113
62	Vestuário e seus acessórios, excepto malha	118
63	Outros artefactos têxteis confeccionados; sortidos; artefactos de matérias têxteis, calçado, chapéus e artefactos de uso semelhante	53

Fonte: Dados de comércio do INE. Classificação: Nomenclatura HS 1996 e 2002, correspondência dos autores.

Quadro 2

ESTATÍSTICAS RESUMO, POR INDÚSTRIA A 2 DÍGITOS DA NOMENCLATURA HS, 2005						
Indústria	% Exportações de T&V	Nº empresas	% exportadores da indústria	% exportadores especializados	Nº destinos por empresa	Nº produtos por empresa
50	0.02	28	0.25	0.18	1.4	1.3
51	2.15	106	0.27	0.23	4.1	3.2
52	4.07	407	0.34	0.26	3.1	4.3
53	0.1	94	0.17	0.00	2.0	1.3
54	1.48	288	0.3	0.18	2.1	1.8
55	3.53	281	0.35	0.21	2.8	2.6
56	3.56	279	0.55	0.14	2.4	1.7
57	1.61	310	0.56	0.23	1.7	1.6
58	1.39	425	0.26	0.15	2.2	1.6
59	2.27	226	0.56	0.11	2.2	1.4
60	1.13	268	0.21	0.17	1.9	1.7
61	41.73	1 734	0.77	0.66	3.2	5.7
62	21.24	1 362	0.63	0.50	2.4	7.1
63	15.72	1 098	0.69	0.38	2.6	2.9
Total/média	100	6 906	0.42	0.24	2.4	2.7

Fonte: Dados de comércio do INE. Classificação: Nomenclatura HS 1996 e 2002, correspondência dos autores.

Notas: A segunda coluna mostra o peso das exportações da indústria no total das exportações dos sectores têxteis e vestuário; a terceira coluna reporta o número de empresas que exporta pelo menos um produto no sector a 2 dígitos correspondente; a quarta coluna mostra a percentagem de empresas (da coluna três) cujas exportações, no sector a 2 dígitos correspondente, representa pelo menos 30 por cento das exportações da empresa de têxteis e vestuário (exportadores da indústria); a quinta coluna mostra a percentagem de empresas (da coluna três) cujas exportações no sector a 2 dígitos representa pelo menos 30 por cento das exportações totais da empresa (exportadores especializados); a sexta coluna reporta o número médio de destinos abrangidos pelas indústrias centrais em cada sector a 2 dígitos; de forma semelhante, a coluna sete mostra o número médio de produtos exportados. A última linha reporta os totais para as colunas um e dois e as médias para as restantes.

A coluna três do Quadro 2 lista, por indústria, o número de empresas que exportam pelo menos um produto naquela indústria. Algumas destas empresas poderão estar a exportar um leque diversificado de produtos têxteis, abrangendo mais do que uma indústria enquanto outras poderão exportar produtos têxteis que pertencem a apenas uma indústria. Designamos “exportadores da indústria” (veja-se coluna quatro do Quadro 2) as empresas cujas exportações de produtos pertencendo à indústria representam mais de 30 por cento das suas exportações totais de têxteis e vestuário. Estas são empresas cujas *exportações de têxteis* estão consideravelmente concentradas na indústria estudada. Designamos “exportadores especializados” as empresas cujas exportações de produtos pertencendo à indústria estudada representam mais de 30 por cento das suas *exportações totais*. Estas são empresas cujas exportações totais estão consideravelmente concentradas nessa indústria têxtil específica. A coluna cinco do Quadro 2 mostra que enquanto a maioria das empresas exportadoras de produtos pertencendo às duas principais indústrias (61 e 62) são “exportadores especializados”, no conjunto das indústrias têxteis e vestuário apenas cerca de um quarto das empresas tem esse estatuto. Finalmente, as colunas seis e sete do Quadro 2 mostram que em 2005 as empresas exportam em média 2.7 produtos para 2.4 destinos.

O Quadro 3 apresenta os cinco principais mercados de destino das exportações para cada indústria e, entre parêntesis, o peso das exportações da indústria para cada destino. Os principais mercados de exportação dos têxteis e vestuário (especialmente quando consideradas as três principais indústrias

exportadoras 61, 62 e 63) correspondem globalmente aos principais mercados de destino do conjunto das exportações portuguesas: Espanha, Alemanha, França, Reino Unido e EUA.

A anterior análise baseada nos produtos é complementada com alguma informação sobre a natureza das empresas. Existe uma diferença entre o conjunto das empresas que reportam exportações de têxteis e vestuário e aquelas onde tais produções representam a actividade principal, tal como definido pela sua CAE. O Quadro 4 apresenta a decomposição dos exportadores de têxteis e vestuário de acordo com a sua CAE em 1996, 1999, 2002 e 2005. O aspecto relevante a realçar é o de que, neste período, mais de 20 por cento dos exportadores de têxteis e vestuário são empresas cuja actividade principal é comércio a retalho ou por grosso, representando perto de 10 por cento do total das exportações destes produtos. Isto é compreensível uma vez que muitas empresas recorrem a agentes comerciais para exportar e, em alguns casos, as exportações podem ser reexportações de produtos fabricados em países terceiros. Adicionalmente, outros 20 por cento de exportadores de têxteis e vestuário são empresas cuja actividade principal não está relacionada com tais produtos nem com o comércio a retalho ou por grosso. No entanto, as exportações realizadas por este grupo de empresas representam uma pequena parcela das exportações de têxteis e vestuário.

4.2. Participação nos mercados exportadores e intensidade exportadora

O Quadro 5 apresenta a fracção das empresas exportadoras relativamente ao total de empresas cuja actividade principal se relaciona com têxteis e vestuário. As últimas foram identificadas pela CAE existente nos “Quadros de Pessoal” enquanto as primeiras foram identificadas utilizando a base de dados de empresas do comércio internacional. Os dados revelam que a proporção de exportadores é

Quadro 3

CINCO PRINCIPAIS DESTINOS, POR INDÚSTRIA A 2 DÍGITOS, 2005					
	Primeiro	Segundo	Terceiro	Quarto	Quinto
50	Espanha (65.4)	Alemanha (17.1)	Angola (3.7)	Índia (3.2)	Hong Kong (2.2)
51	Alemanha (42.8)	Espanha (16.1)	Reino Unido (9.4)	Suécia (4.9)	França (4.5)
52	Espanha (20.4)	Itália (12.7)	França (10.5)	Alemanha (10.3)	EUA (3.8)
53	Espanha (21.1)	Países Baixos (16.2)	Itália (15.2)	Cabo Verde (10.1)	Alemanha (4.2)
54	Espanha (30.1)	Alemanha (12.7)	França (12.4)	Reino Unido (5.9)	Países Baixos (4.4)
55	Alemanha (20.2)	Itália (15.5)	Espanha (12.7)	França (8.0)	Reino Unido (6.0)
56	Espanha (16.1)	França (13.9)	Países Baixos (11.6)	Reino Unido (8.9)	Alemanha (7.3)
57	Reino Unido (35.5)	EUA (17.5)	Alemanha (11.2)	Espanha (9.4)	França (6.8)
58	Espanha (25.7)	Rep. Checa (11.4)	Reino Unido (8.3)	França (7.6)	Suécia (6.9)
59	Alemanha (39.4)	Espanha (13.9)	França (5.7)	Rep. Checa (4.2)	Bélgica+Luxemburgo (4.1)
60	Espanha (25.7)	França (16.1)	Finlândia (9.8)	Bélgica+Luxemburgo (8.2)	Reino Unido (7.5)
61	Espanha (27.1)	França (15.5)	Reino Unido (15.4)	Alemanha (12.2)	Itália (5.6)
62	Espanha (36.5)	Reino Unido (16.4)	França (13.4)	Alemanha (6.3)	Itália (3.4)
63	EUA (25.2)	Espanha (16.8)	Reino Unido (13.9)	França (13.6)	Alemanha (5.3)

Fonte: Dados de comércio do INE. Classificação: Nomenclatura HS 1996 e 2002, correspondência dos autores.

Quadro 4

DISTRIBUIÇÃO DOS EXPORTADORES DE TÊXTEIS E VESTUÁRIO DE ACORDO COM A ACTIVIDADE PRINCIPAL (CAE)

Indústria	Código	CAE	1996			1999			2002			2005		
			Nº empresas	% empresas	% total de exportações	Nº empresas	% de empresas	% total de exportações	Nº empresas	% empresas	% total de exportações	Nº empresas	% empresas	% total de exportações
Têxteis														
Indústrias têxteis	321	CAE rev. 1	619	24.3	44.8									
Preparação e fiação de fibras têxteis	171	CAE rev. 2				57	2.0	4.3	46	1.6	2.1	30	0.9	2.1
Tecelagem de têxteis	172	CAE rev. 2				91	3.2	12.1	83	2.9	12.7	100	3.2	12.8
Acabamento de têxteis	173	CAE rev. 2				26	0.9	1.3	17	0.6	1.6	26	0.8	1.4
Fabricação de artigos têxteis confeccionados, excepto vestuário	174	CAE rev. 2				92	3.3	7.1	84	2.9	5.9	115	3.6	7.5
Outras indústrias têxteis	175	CAE rev. 2				127	4.5	7.2	131	4.5	8.7	131	4.1	9.8
Fabricação de tecidos de malha	176	CAE rev. 2				63	2.2	3.6	54	1.9	2.4	66	2.1	4.5
Fabricação de artigos de malha	177	CAE rev. 2				223	7.9	9.1	191	6.6	8.7	213	6.7	11.1
Vestuário														
Fabricação de artigos de vestuário, c/exc. do calçado	322	CAE rev. 1	774	30.4	39.8									
Confeção de artigos de vestuário em couro	181	CAE rev. 2				6	0.2	0.0	6	0.2	0.0	6	0.2	0.0
Confeção de outros artigos e acessórios de vestuário	182	CAE rev. 2				946	33.6	41.3	855	29.5	41.2	820	25.8	38.1
Preparação, tingimento e fabricação de artigos de peles com pêlo	183	CAE rev. 2				3	0.1	0.2	2	0.1	0.4	3	0.1	0.3
Retalhistas														
Comércio a retalho	610	CAE rev. 1	437	17.2	7.7									
Comércio a retalho de outros produtos novos em estabelecimentos especializados	524	CAE rev. 2				188	6.7	1.6	220	7.6	0.6	234	7.4	0.6
Grossistas														
Comércio por grosso	620	CAE rev. 1	180	7.1	2.0									
Agentes do comércio por grosso	511	CAE rev. 2				67	2.4	0.7	80	2.8	1.7	141	4.4	2.4
Comércio por grosso de bens de consumo, excepto alimentares, bebidas e tabaco	514	CAE rev. 2				328	11.7	7.2	400	13.8	7.3	448	14.1	7.6
Comércio por grosso n.e.	519/517	CAE rev. 2/2.1				88	3.1	0.4	110	3.8	0.3	109	3.4	0.3
Outros sectores														
			537	21.1	5.7	511	18.1	3.8	616	21.3	6.4	733	23.1	1.6
Total			2 547	100.0	100.0	2 816	100.0	100.0	2 895	100.0	100.0	3 175	100.0	100.0

Fontes: Dados de comércio do INE e Quadros de Pessoal. Classificação: CAE rev. 1, rev. 2.1 e rev. 2.2.

Quadro 5

PESO DOS EXPORTADORES NO TOTAL DAS EMPRESAS SEGUNDO A ACTIVIDADE PRINCIPAL (CAE)

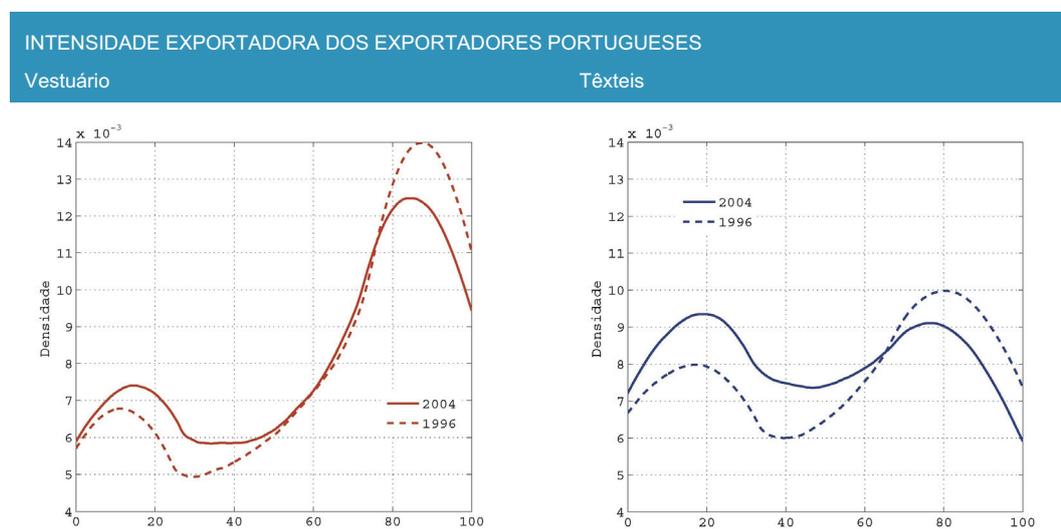
Indústria	Código	CAE	Percentagem de exportadores no total de produtores			
			1996	1999	2002	2005
Têxteis						
Indústrias têxteis	321	CAE rev. 1	29.5			
Preparação e fiação de fibras têxteis	171	CAE rev. 2		25.9	29.3	30.6
Tecelagem de têxteis	172	CAE rev. 2		37.4	42.3	43.7
Acabamento de têxteis	173	CAE rev. 2		9.6	6.2	8.8
Fabricação de artigos têxteis confeccionados, excepto vestuário	174	CAE rev. 2		21.1	16.6	18.6
Outras indústrias têxteis	175	CAE rev. 2		14.8	15.8	15.6
Fabricação de tecidos de malha	176	CAE rev. 2		23.0	20.0	25.9
Fabricação de artigos de malha	177	CAE rev. 2		32.1	29.3	34
Vestuário						
Fabricação de artigos de vestuário, c/exc. do calçado	322	CAE rev. 1	20.4			
Confecção de artigos de vestuário em couro	181	CAE rev. 2		12.5	10.3	11.5
Confecção de outros artigos e acessórios de vestuário	182	CAE rev. 2		14.8	14.1	14.5
Preparação, tingimento e fabricação de artigos de peles com pêlo	183	CAE rev. 2		11.1	5.6	11.1
Retalhistas						
Comércio a retalho	610	CAE rev. 1	3.3			
Comércio a retalho de outros produtos novos em estabelecimentos especializados	524	CAE rev. 2		0.7	0.7	0.7
Grossistas						
Comércio por grosso	620	CAE rev. 1	0.5			
Agentes do comércio por grosso	511	CAE rev. 2		4.5	4.7	5.1
Comércio por grosso de bens de consumo, excepto alimentares, bebidas e tabaco	514	CAE rev. 2		6.5	6.7	6.3
Comércio por grosso n.e.	519/517	CAE rev. 2/2.1		5.0	4.9	4.7

Fontes: Dados de comércio do INE e Quadros de Pessoal. Classificação: CAE rev. 1, rev. 2.1 e rev. 2.2.

relativamente baixa⁷. As indústrias de “tecelagem de têxteis” e “fabricação de artigos de malha” apresentam as maiores proporções de exportadores com valores próximos de 40 e 30 por cento, respectivamente nos anos de 1999, 2002 e 2005. Em geral, baixas proporções de exportadores não significam necessariamente que apenas uma minoria de empresas contribua para o valor das exportações de têxteis e vestuário. Muitas empresas podem produzir bens intermédios que são posteriormente incorporados noutras indústrias nacionais (incluindo naturalmente têxteis e vestuário), cujos bens finais são exportados. Adicionalmente, algumas empresas podem recorrer a agentes comerciais para exportar, enquanto outras podem ser subsidiárias e fornecedoras de empresas exportadoras.

Os exportadores são bastante heterogéneos em termos da parcela de produção vendida nos mercados externos⁸. O Gráfico 4 apresenta as densidades de kernel (Epanechnikov) estimadas para a intensidade exportadora (o rácio entre as exportações da empresa e as vendas totais) em 1996 e 2004 para os produtores de têxteis e vestuário⁹. A forma da densidade da intensidade exportadora é semelhante nos dois sectores. Em ambos os sectores a função densidade é bimodal. No sector do vestuário uma parcela importante da densidade está associada a intensidades exportadoras entre 60 e 100 por cento, significando que muitas empresas estão fortemente orientadas para a exportação. No entanto, de 1996 para 2004, a distribuição deslocou-se claramente para a esquerda, significando um aumento do peso das empresas com baixa intensidade exportadora. Também no sector dos têxteis uma parcela elevada da densidade está associada a empresas com alta intensidade exportadora, embora menos do que no vestuário. No entanto, em 2004, relativamente mais empresas apresentam baixas

Gráfico 4



Fonte: Cálculos dos autores.

Nota: Nestas (e nas seguintes) distribuições de kernel estimadas, o integral é inferior a um pois o método atribui alguma densidade a valores fora do intervalo relevante apresentado na figura. Os resultados gerais não são qualitativamente afectados pela utilização desta metodologia.

(7) Outros estudos (por exemplo, Bernard *et al.* (2003)) mostraram que a proporção de empresas exportadoras é geralmente baixa.

(8) Veja-se, entre outros, Bernard *et al.* (2003).

(9) Uma densidade de kernel estimada é um método para ajustar funções de densidade de probabilidade a valores observados. Nos “Quadros de Pessoal” as vendas totais das empresas reportam-se ao ano anterior, pelo que o último ano disponível na nossa amostra é 2004.

intensidades exportadoras. Globalmente, as distribuições revelam que, tanto nos têxteis como no vestuário, existe maior densidade nas intensidades exportadoras mais baixas em 2004 relativamente a 1996.

4.3. A dimensão dos produtores e os valores unitários das exportações

Nesta subsecção mantem-se a ênfase nos exportadores cuja principal actividade é a produção de têxteis e vestuário. O objectivo é identificar possíveis alterações na estrutura dos sectores, examinando alterações na forma das densidades de kernel estimadas e nos histogramas da dimensão das empresas. Concentramo-nos em três definições de dimensão, nomeadamente vendas totais, número de produtos exportados (identificado como o número de rubricas da nomenclatura *HS* a 6 dígitos cobertas) e número de mercados de destino. Seguidamente analisamos alterações na distribuição dos valores unitários relativos ponderados dos produtos exportados, de forma a conhecer algo sobre os preços dos produtos exportados pelas empresas portuguesas.

O Gráfico 5 mostra que as distribuições dos exportadores de acordo com o valor das vendas totais (vendas internas mais exportações) apresentam uma forte assimetria positiva tanto nos têxteis como no vestuário, revelando um número significativo de empresas com um baixo volume de vendas. Ajustando pela inflação de forma a tornar os valores nominais comparáveis, a assimetria no sentido das empresas de menor dimensão parece ter-se acentuado de 1995 para 2004. Este Gráfico é compatível com a informação anterior se recordarmos que o número total de empresas nos têxteis e no vestuário estabilizou de 1995 a 2004, enquanto a dimensão relativa do sector na economia diminuiu.

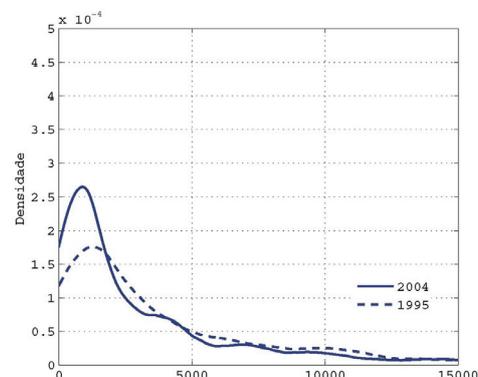
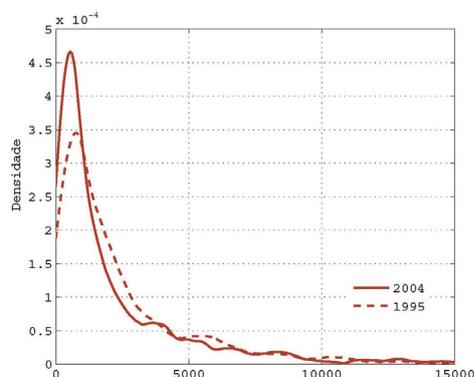
A distribuição das empresas de acordo com o número de produtos exportados e destinos servidos também revela uma redução do leque de actividades das empresas de têxteis e vestuário (Gráficos 6

Gráfico 5

DISTRIBUIÇÃO DOS PRODUTORES DE ACORDO COM AS VENDAS TOTAIS (MILHARES DE EUROS DE 2004)

Vestuário

Têxteis



Fonte: Cálculos dos autores.

e 7). Tanto nos têxteis como no vestuário a larga maioria das empresas exporta menos de 10 produtos diferentes, embora nos têxteis esta proporção seja relativamente maior. De 1996 a 2005 as distribuições revelam uma ligeira redução no número de produtos exportados.

No que respeita ao número de destinos servidos, a maior parte das empresas de têxteis e vestuário opera em menos de 10 mercados externos, embora no sector têxtil pareça haver uma maior variedade de destinos servidos (veja-se Gráfico 7). Da mesma forma, de 1996 para 2005, as distribuições tornaram-se mais concentradas em baixos números de destinos.

Gráfico 6

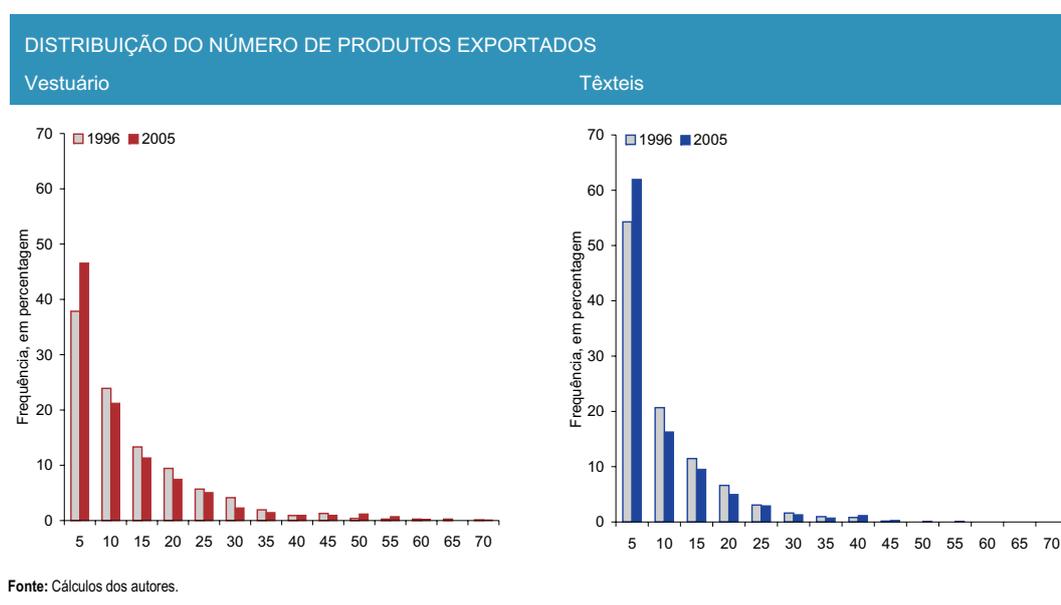
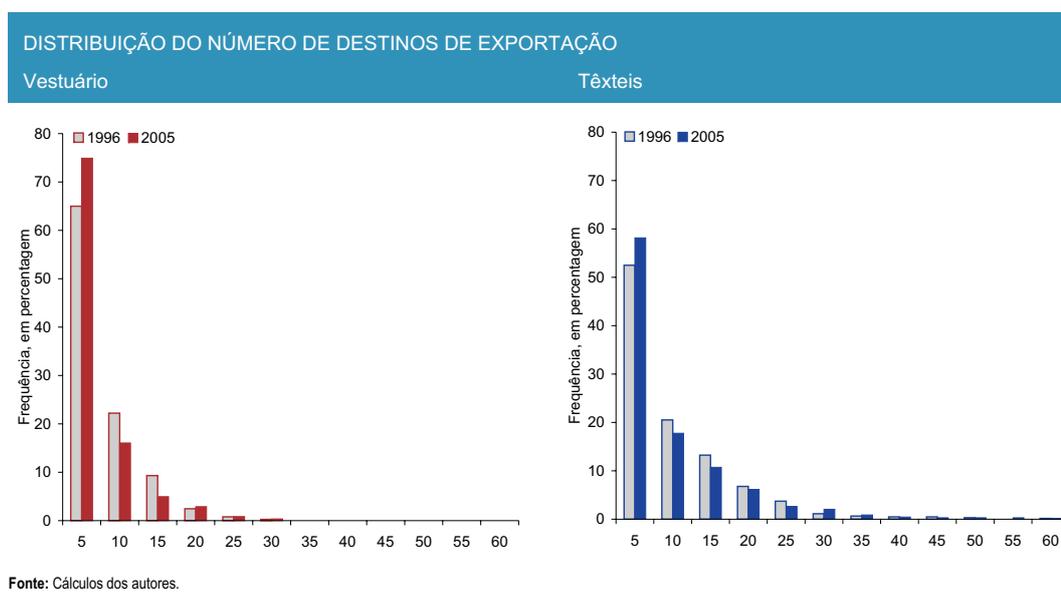


Gráfico 7



No que diz respeito à evolução dos valores unitários dos bens exportados, pretende-se comparar os valores unitários dos produtos exportados pelas empresas portuguesas com os valores unitários dos mesmos produtos exportados (para os mesmos destinos) pelos seus concorrentes. Para este efeito, utilizando a base de dados *CEPII-BACI*, calcula-se para cada produto têxtil e de vestuário a 6 dígitos da nomenclatura *HS* o valor unitário médio de importação em cada um dos cinco maiores parceiros comerciais de Portugal em 1996 e 2004. Este cálculo requer a identificação do valor unitário médio de cada produto importado pela Espanha, Alemanha, França, Reino Unido e Estados Unidos da América (considerando os vários países exportadores no mundo, excepto Portugal). Seguidamente, este valor unitário (*FOB*) de importação ponderado é comparado com o correspondente valor unitário (*FOB*) de exportação do produto português. Finalmente, para cada produto, é calculada a média do valor unitário em cada um dos cinco parceiros considerados, ponderando com base nos seus pesos nas exportações portuguesas de têxteis e vestuário.

Veja-se agora a formalização do procedimento utilizado para construir este preço relativo. Considere-se a exportação do produto k pelo país i para o destino j no ano t . Seja $u_{ij}(k, t)$ o valor unitário médio cobrado nesta troca comercial. Considere-se $w_{ij}(i, k, t)$ o peso do país i nas importações totais do produto k feitas pelo país j no ano t e seja $w_{E,PT}(j, k, t)$ o peso do país j nas exportações do produto k feitas por Portugal no ano t . O valor unitário ponderado do produto k importado no mercado j em t , excluindo Portugal é:

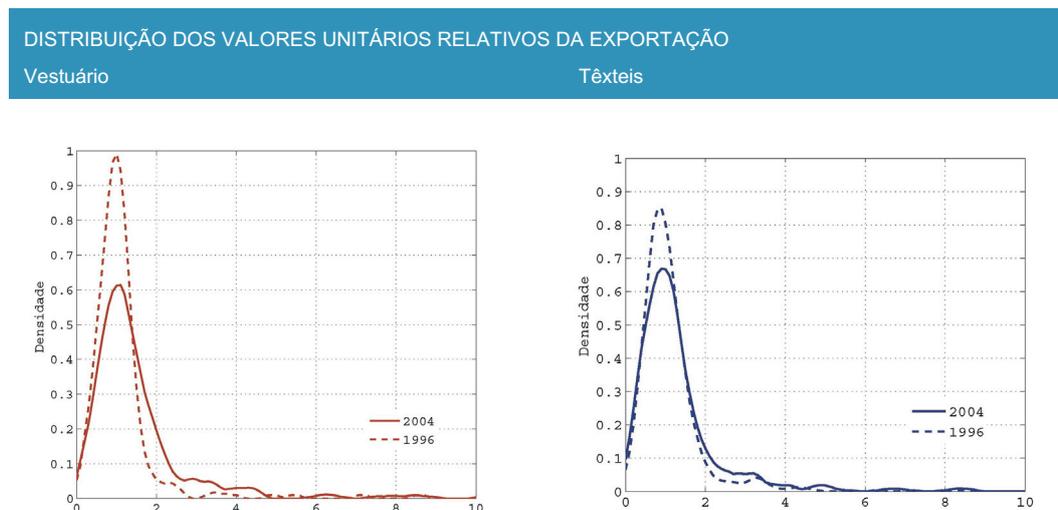
$$u_j(k, t) = \sum_{i \neq PT} [u_{ij}(k, t) \cdot w_{ij}(i, k, t)] \quad (1)$$

onde $j \in J \equiv \{ES, DE, FR, UK, US\}$. O segundo passo consiste em dividir o valor unitário cobrado pelos exportadores portugueses por produto k para o destino j , $u_{PTj}(k, t)$, pelo preço médio no destino j , tal como definido acima, e calcular a média ponderada para os cinco principais parceiros referenciados:

$$u(k, t) = \sum_{j \in J} \left[\frac{u_{PTj}(k, t)}{u_j(k, t)} \right] w_{E,PT}(j, k, t). \quad (2)$$

O Gráfico 8 mostra a distribuição (na dimensão k) do índice de valores unitários relativos $u(k, t)$, na equação anterior, para $t = 1996$ e $t = 2004$. Em ambos os anos a moda da distribuição está em torno de um tanto nos têxteis como no vestuário, o que significa que o valor unitário das exportações portuguesas está geralmente próximo do valor unitário dos seus concorrentes. No entanto, de 1996 para 2004 parece ter ocorrido uma deslocação para valores unitários relativos mais altos, especialmente no sector do vestuário. É reconhecido que os valores unitários são afectados por problemas estatísticos e de medida, podendo não ser bons indicadores da qualidade dos produtos. Deste modo, duas interpretações opostas podem ser feitas. Por um lado a deslocação da distribuição pode reflectir acrescida concorrência enfrentada pelos exportadores nacionais de têxteis e vestuário por parte de países terceiros com preços mais baixos. Por outro lado esta deslocação pode reflectir um real aumento do nível tecnológico ou qualidade dos produtos exportados pelas empresas portuguesas.

Gráfico 8



Fonte: Cálculos dos autores.

4.4. As dimensões produto e destino das empresas exportadoras

Esta secção procura estudar como a dinâmica das exportações de têxteis e vestuário é afectada pelas decisões das empresas em termos de entrada e saída dos mercados de exportação, ou em termos de onde e que produtos exportar. Em primeiro lugar, analisa-se a decisão de entrada/saída. Adoptando uma abordagem típica da literatura da economia industrial e recentemente partilhada pela literatura do comércio internacional, compara-se o número e exportação média das empresas com diferentes percursos em termos de exportação. Em segundo lugar estende-se a análise às dimensões destino e produto e mostra-se como elas interagem com a margem de entrada/saída, conduzindo a alterações nas taxas de variação anual das exportações de têxteis e vestuário.

No que diz respeito à demografia das empresas nos sectores dos têxteis e vestuário, decompõe-se o número total de exportadores em cada ano naqueles que permanecem, saem, entram ou permanecem apenas um ano no mercado. Seguidamente definimos estas categorias tal com em Eaton *et al.* (2007). As empresas consideradas como entrando no ano t são aquelas que não exportaram em $t - 1$, exportaram em t e exportarão em $t + 1$; as que saem no ano t são aquelas que exportaram em $t - 1$, exportam em t mas não exportarão em $t + 1$; as que permanecem no ano t são as que exportaram em $t - 1$, exportam em t e exportarão em $t + 1$ e, finalmente, as que permanecem apenas no ano t são aquelas que não exportaram em $t - 1$, exportam em t mas não exportarão em $t + 1$. O painel superior do Quadro 6 mostra o número de empresas em cada categoria ao longo do tempo e o painel inferior mostra as respectivas exportações médias.

Os resultados mostram que mais de dois terços das empresas exportadoras pertencem à categoria das que permanecem, as que permanecem apenas um ano representam menos de 10 por cento do total e o número das que entram e saem é ligeiramente superior a 10 por cento do total. Os exportado-

res que permanecem representam cerca de 90 por cento das exportações totais nos sectores têxteis e do vestuário. Em contraste com o que acontece no conjunto da economia (veja-se Amador e Opromolla (2008)), existem relativamente menos exportadores que permanecem apenas um ano mas a dimensão relativa das suas exportações é maior, especialmente no sector do vestuário, onde existe uma clara tendência de subida (representaram 20 por cento do total das exportações em 2004). Nestes sectores, tal como no conjunto da economia, os exportadores que entram e saem são em média menores que os incumbentes em termos de exportação por empresa¹⁰.

Na parte remanescente desta Secção estuda-se em maior detalhe a evolução das exportações de têxteis e vestuário ao longo do tempo, considerando as margens empresa, destino e produto. Na Secção 3, o painel (d) do Gráfico 1 mostra a evolução das exportações de têxteis e vestuário em percentagem do total das exportações de manufacturas. A parcela do vestuário tem vindo a diminuir continuamente desde 1992, enquanto o peso dos têxteis permaneceu relativamente estável de 1994 a 2001, reduzindo-se então acentuadamente. A segunda coluna do painel (a) do Quadro 7 revela que a queda nas exportações de produtos de vestuário em proporção das exportações portuguesas de manufacturas se deve, em parte, a uma efectiva redução do nível das suas exportações. Com efeito, o valor das exportações destes produtos tem vindo a reduzir-se a taxas progressivamente mais elevadas no período 1997-2005. A segunda coluna do painel (b) do Quadro 7 mostra que o peso das exportações de têxteis nas exportações de manufacturas foi relativamente estável no período 1997-2002 devido a uma efectivo aumento das exportações de produtos têxteis. A diminuição que ocorre posteriormente é devida, em parte, a uma efectiva redução das exportações desses produtos. Nas restantes

Quadro 6

EXPORTADORES QUE PERMANECEM, ENTRAM, SAEM OU ESTÃO PRESENTES APENAS NO ANO									
Vestuário					Têxteis				
Ano	Permanência	Saída	Entrada	Apenas no ano	Ano	Permanência	Saída	Entrada	Apenas no ano
Número de empresas					Número de empresas				
1999	697	91	102	65	1999	481	80	67	51
2002	536	141	114	72	2002	392	87	84	43
2004	578	85	139	56	2004	462	67	111	42
Exportações por empresa (milhares de euros)					Exportações por empresa (milhares de euros)				
1999	2 284	997	1 082	268	1999	3 606	1 633	944	495
2002	2 406	1 577	1 205	816	2002	3 572	2 599	871	637
2004	2 281	612	1 511	1 100	2004	3 684	553	1 619	285

Fontes: Dados de comércio do INE e Quadros de Pessoal. Classificação: CAE rev. 1, rev. 2 and rev. 2.1.

(10) No entanto, a dimensão das empresas que saíram no sector têxtil em 2002 foi bastante elevada.

Quadro 7

DECOMPOSIÇÃO DA TAXA DE VARIAÇÃO NOMINAL DAS EXPORTAÇÕES

(a) Agregado e empresas						(b) Agregado e empresas					
Ano	Agregado	Saída+Entrada	Saída	Entrada	Permanência	Ano	Agregado	Saída+Entrada	Saída	Entrada	Permanência
1997-1999	-1.6	0.4	-1.9	2.2	-1.9	1997-1999	7.1	1.4	-1.2	2.6	5.7
2000-2002	-4.6	-0.4	-2.7	2.3	-4.1	2000-2002	5.0	0.8	-1.6	2.4	4.2
2003-2005	-6.6	1.3	-3.5	4.8	-7.9	2003-2005	-8.9	0.6	-1.9	2.5	-9.4

(c) Destinos						(d) Destinos					
Ano	cont. (a)	Aband.+Adic.	Abandonados	Adicionados	Permanecem	Ano	cont. (b)	Aband.+Adic.	Abandonados	Adicionados	Permanecem
1997-1999	-1.9	-0.1	-2.8	2.7	-1.8	1997-1999	5.7	0.3	-2.8	3.2	5.3
2000-2002	-4.1	-0.1	-3.0	2.9	-3.9	2000-2002	4.2	0.5	-2.8	3.3	3.7
2003-2005	-7.9	-1.8	-4.0	2.2	-6.1	2003-2005	-9.4	-2.7	-5.5	2.7	-6.7

(e) Produtos						(f) Produtos					
Ano	cont. (c)	Aband.+Adic.	Abandonados	Adicionados	Permanecem	Ano	cont. (c)	Aband.+Adic.	Abandonados	Adicionados	Permanecem
1997-1999	-1.8	-0.1	-9.0	9.0	-1.8	1997-1999	5.3	0.9	-4.4	5.3	4.5
2000-2002	-3.9	-0.5	-9.0	8.5	-3.6	2000-2002	3.7	0.5	-4.1	4.6	3.2
2003-2005	-6.1	0.0	-9.0	8.9	-6.0	2003-2005	-6.7	0.0	-4.7	4.7	-6.6

Vestuário						Têxteis					
-----------	--	--	--	--	--	---------	--	--	--	--	--

Fontes: Dados de comércio do INE. Classificação: Nomenclatura HS 1996 e 2002, correspondência dos autores.

colunas do Quadro 7 decompõe-se a taxa de variação nominal dos têxteis e vestuário em três dimensões: empresas, destinos e produtos. Mais especificamente consideram-se três tipos de decisões para as empresas: a decisão de entrar/sair/permanecer nos mercados de exportação, a decisão sobre para onde exportar e a decisão sobre o que exportar. Começa-se por decompor o crescimento nominal total das exportações nos contributos dos exportadores com “entrada”, “saída” e “permanência”, ou seja as margens intensiva e extensiva ao nível agregado na dimensão empresa (empresas indexadas em j):

$$\Delta Y_t = \sum_{j \in N} \Delta Y_{jt} + \sum_{j \in X} \Delta Y_{jt} + \sum_{j \in C} \Delta Y_{jt}, \quad (3)$$

onde ΔY_t é a variação nas exportações do ano $t - 1$ para o ano t , N é o conjunto de exportadores que entraram, X é o conjunto dos exportadores que saíram e C o conjunto dos que permaneceram. O passo seguinte é o de decompor a variação das exportações dos que permanecem em termos de “destinos adicionados” (AD), “destinos abandonados” (DD) e “destinos que permanecem” (CD), ou seja, as margens extensiva e intensiva ao nível da empresa na dimensão destino. Para cada exportador que permanece, o crescimento das exportações pode ser decomposto como:

$$\Delta Y_{jt} = \sum_{z \in AD} \Delta Y_{zjt} + \sum_{z \in DD} \Delta Y_{zjt} + \sum_{z \in CD} \Delta Y_{zjt}, \quad (4)$$

Finalmente, consideram-se os produtos que as empresas escolhem exportar para os destinos que permanecem. Assim, distingue-se entre “produtos adicionados” (AP), “produtos abandonados” (DP) e “produtos que permanecem” (CP) exportados pelas empresas nos “destinos que permanecem”, ou seja; as margens extensiva e intensiva ao nível da empresa na dimensão produto:

$$\Delta Y_{zjt} = \sum_{v \in AP} \Delta Y_{vzjt} + \sum_{v \in DP} \Delta Y_{vzjt} + \sum_{v \in CP} \Delta Y_{vzjt}, \quad (5)$$

Em síntese, pode-se escrever a variação nas exportações portuguesas de têxteis e vestuário como:

$$\begin{aligned} \Delta Y_t = & \sum_{j \in N} \Delta Y_{jt} + \sum_{j \in X} \Delta Y_{jt} + \\ & + \sum_{j \in C} \left\{ \sum_{z \in AD} \Delta Y_{zjt} + \sum_{z \in DD} \Delta Y_{zjt} + \sum_{z \in CD} \left[\sum_{v \in AP} \Delta Y_{vzjt} + \sum_{v \in DP} \Delta Y_{vzjt} + \sum_{v \in CP} \Delta Y_{vzjt} \right] \right\} \end{aligned} \quad (6)$$

O cálculo da variação percentual é feito dividindo cada termo da equação por $(Y_t + Y_{t-1})/2$, *i.e.*, a média das exportações em t e $t - 1$ ¹¹. Este método de decomposição é uma extensão do proposto por Bernard *et al.* (2006). Estes autores decompõem o crescimento real agregado da produção das manufacturas dos EUA entre 1972 e 1997, tendo em conta apenas as margens empresa e produto.

Esta decomposição revela dois resultados principais. O primeiro é que a taxa de crescimento das exportações, tanto nos têxteis como no vestuário, é determinado principalmente por um puro efeito de

(11) Tal como explicado em Eaton *et al.* (2007), o cálculo das taxas de variação entre duas datas utilizando na divisão o nível médio nas duas datas em vez do nível da data inicial tem pelo menos duas vantagens: (i) um crescimento de x por cento seguido de $-x$ por cento conduz ao mesmo nível e (ii) valores próximos de zero no primeiro ano têm um efeito menos extremo na taxa de variação.

margem intensiva em termos de empresas, destinos e produtos. Com efeito, a coluna seis dos painéis (a) e (b) do Quadro 7 mostra que as taxas de crescimento das exportações seguem de perto as variações nas vendas ao exterior dos exportadores que “permanecem”. Analogamente, as mesmas colunas dos painéis (c) e (d) mostram que as variações nas vendas dos exportadores que “permanecem” são explicadas principalmente pela variação das vendas nos “destinos que permanecem”. Finalmente, os painéis (e) e (f) mostram que a variação das vendas nos “destinos que permanecem” estão principalmente associadas a variações nas vendas de “produtos que permanecem”. Deste modo, as vendas de “produtos que permanecem”, em “destinos que permanecem” por parte de “empresas que permanecem” são responsáveis pela variação anual das exportações nos sectores têxteis e do vestuário. O segundo resultado é o de que a margem extensiva é, no entanto, importante. Embora o efeito líquido da saída e entrada de empresas, destinos e produtos seja geralmente pequeno, as contribuições brutas são particularmente elevadas, como se pode verificar nas colunas quatro e cinco do Quadro 7. A magnitude da contribuição bruta da saída e entrada de empresas e de destinos adicionados e abandonados é bastante semelhante nos têxteis e no vestuário. No entanto, a contribuição bruta dos produtos adicionados e abandonados é muito mais alta no caso do vestuário. Considerando que a taxa de crescimento nominal agregada das exportações de vestuário é normalmente menor que a taxa correspondente nos têxteis, as contribuições brutas dos produtos adicionados e abandonados são assinalavelmente elevadas. Tal permanece verdade quando se comparam os dados do vestuário com os obtidos a partir de uma decomposição semelhante para o conjunto das exportações portuguesas¹². Em resumo, o segundo resultado sugere a presença de intensa reafectação de recursos em todas as margens: a escolha de iniciar ou interromper exportações de um produto, a escolha de entrar ou sair de um dado mercado externo ou a escolha global de começar a exportar versus deixar de o fazer. Note-se que, com algumas excepções, o contributo bruto da margem de entrada (tanto de empresas, destinos ou produtos) se tem reduzido ao longo do tempo enquanto o contributo bruto da margem de saída se tem tornado mais negativo. Neste sentido, a margem extensiva também contribuiu para a redução global das exportações de têxteis e vestuário, mesmo que de forma menos substancial do que a margem intensiva.

5. CONCLUSÕES

Os sectores dos têxteis e vestuário têm sido sujeitos a choques significativos nas últimas duas décadas, essencialmente relacionados com a acrescida liberalização do comércio internacional. Neste contexto, Portugal tem sido identificado como um dos países da UE mais afectados. Uma análise agregada dos principais indicadores nas últimas duas décadas revela que a importância relativa destes sectores tem vindo a diminuir na economia portuguesa. Embora tenha ocorrido uma expansão do sector do vestuário até meados dos anos noventa, seguiu-se um forte declínio até ao presente. Pelo seu lado o sector dos têxteis apresentou um declínio progressivo desde os anos oitenta.

(12) Veja-se Amador e Opromolla (2008).

A estrutura dos sectores dos têxteis e do vestuário em Portugal é baseada em pequenas e médias empresas, a parcela de exportadores é relativamente pequena e apresentam no seu conjunto uma intensidade exportadora média. A análise dos dados de empresa revela alguma redução na sua dimensão média de 1996 para 2005. Esta redução é visível em várias dimensões, nomeadamente vendas, número de produtos e número de destinos servidos.

No que respeita aos valores unitários dos produtos exportados, considerando os cinco principais mercados de destino das exportações portuguesas de têxteis e vestuário em 1996 e 2004, observamos um aumento na proporção de produtos nacionais cujo valor unitário de exportação é maior do que o correspondente valor unitário médio de importação nos mercados referidos. Tal ocorre especialmente no sector do vestuário.

Finalmente, a decomposição da taxa de crescimento nominal das exportações de têxteis e vestuário revela que a variação nas vendas ao exterior devida à entrada líquida de exportadores (a margem extensiva na dimensão empresa) é muito menor do que a variação média que resulta da alteração das vendas dos exportadores que permanecem (a margem intensiva na dimensão empresa). Adicionalmente, os contributos brutos da saída e entrada de empresas, destinos e produtos são relativamente grandes, especialmente no sector do vestuário. Isto sugere a existência de intensa reafectação de recursos em diversas margens: empresas, destinos e produtos.

REFERÊNCIAS

- Amador, J. e Cabral, S. (2008), “O desempenho das exportações portuguesas em perspectiva: uma análise de quota de mercado constante”, Banco de Portugal, *Boletim Económico-Outono*.
- Amador, J., Cabral, S. e Maria, J. R. (2007), “International trade patterns in the last four decades: How does Portugal compare with other cohesion countries?”, Banco de Portugal, *Working Paper* 14.
- Amador, J. e Opromolla, L. D. (2008), “Product and destination mix in export markets”, Banco de Portugal, *Working Paper* 17.
- Bernard, A. B., Eaton, J., Jensen, J. B. e Kortum, S. (2003), “Plants and productivity in international trade”, *American Economic Review* 93(4), pp. 1268–1290.
- Bernard, A. B., Redding, S. J. e Schott, P. K. (2006), “Multi-product firms and product switching”, NBER *Working Paper* 12293, National Bureau of Economic Research.
- Eaton, J., Eslava, M., Kugler, M. e Tybout, J. (2007), “Export dynamics in Colombia: Firm-level evidence”, NBER *Working Paper* 13531, National Bureau of Economic Research.
- Fox, A., Powers, W. e Winston, A. (2008), “The happy few: The internationalisation of European firms”, *Journal of Economic Integration* 23(3), 656–684.
- Francois, J., Manchin, M., Norberg, H. e Spinanger, D. (2007), “Impacts of textiles and clothing sectors liberalization on prices”, *Report*, The Kiel Institute for the World Economy, Germany.
- Gaulier, G. e Zignago, S. (2008), “BACI: A world database of international trade at the product-level”, *Working papers*, CEPII Research Centre.

- Hanzl-Weiß, D. (2004), "Enlargement and the textiles, clothing and footwear industry", *World Economy* 27(6), 923–945.
- Monfort, P., Vandenbussche, H. e Forlani, E. (2008), "Chinese competition and skillupgrading in european textiles: firm-level evidence", *Discussion Paper* 198, LICOS Centre for Institutions and Economic Performance.
- Nordäs, H. K. (2004), "The global textile and clothing industry post the Agreement on Textiles and Clothing", *Discussion Paper* 5, World Trade Organization.
- OECD (2004), *A New World Map in Textiles and Clothing: Adjusting to Change*, OECD.22.
- Schott, P. K. (2004), "Across-product versus within-product specialization in international trade", *The Quarterly Journal of Economics* 119(2), 646–677.

APÊNDICE: Base de dados

Definição de produto

De seguida apresenta-se uma ilustração da classificação que resulta da nomenclatura HS.

O capítulo 61 “VESTUÁRIO E SEUS ACESSÓRIOS, DE MALHA” inclui 17 rubricas a uma desagregação a 4 dígitos:

- 6106 Camiseiros (camisas), blusas, blusas-camiseiros (blusas *chemisiers*), de malha, de uso feminino
- 6101 Sobretudos, jponas, gabões, capas, anoraques, blusões e semelhantes, de malha, de uso masculino, excepto os artefactos da posição 6103
- 6102 Casacos compridos, capas, anoraques, e semelhantes, de malha, de uso feminino, excepto os artefactos da posição 6104
- 6103 Fatos, conjuntos, casacos, calças, jardineiras, calças curtas e calções (*shorts*) (excepto de banho), de malha, de uso masculino
- 6104 Fatos de saia-casaco, conjuntos, casacos, vestidos, saias, saias-calças, calças, jardineiras, calças curtas e calções (*shorts*) (excepto de banho), de malha, de uso feminino
- 6105 Camisas de malha, de uso masculino
- 6106 Camiseiros (camisas), blusas, blusas-camiseiros (blusas *chemisiers*), de malha, de uso feminino
- 6107 Cuecas, ceroulas, camisas de noite, pijamas, roupões de banho, robes e semelhantes, de malha, de uso masculino
- 6108 Combinações, saiotos (anáguas), calcinhas, camisas de noite, pijamas, *deshabillés*, roupões de banho, robes de quarto e semelhantes, de malha, de uso feminino
- 6109 *T-shirts* e camisolas interiores, de malha
- 6110 Camisolas, pulôveres, *cardigans*, coletes e artigos semelhantes, de malha
- 6111 Vestuário e seus acessórios, de malha, para bebés
- 6112 Fatos de treino para desporto, fatos-macacos e conjuntos de esqui, fatos de banho, biquínis, calções (*shorts*) e *slips* de banho, de malha
- 6113 Vestuário confeccionado com tecidos de malha das posições 5903, 5906 ou 5907
- 6114 Outro vestuário de malha
- 6115 Meias-calças, meias de qualquer espécie e artefactos semelhantes, incluindo as meias-calças e meias de qualquer espécie de compressão degressiva (as meias para varizes, por exemplo), de malha
- 6116 Luvas, mitenes e semelhantes, de malha
- 6117 Outros acessórios de vestuário, confeccionados, de malha; partes de vestuário ou de seus acessórios, de malha

A rubrica 6106 “Camiseiros (camisas), blusas, blusas-camiseiros (blusas *chemisiers*), de malha, de uso feminino” divide-se nas seguintes subrubricas a 6 dígitos

- 6106 10 - De algodão
- 6106 20 - De fibras sintéticas ou artificiais
- 6106 90 - De outras matérias têxteis

que é o nível de desagregação que corresponde à definição de produtos utilizada neste artigo.

PERCEÇÃO E EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO NA ÁREA DO EURO E PORTUGAL*

*Francisco Dias***

*Cláudia Duarte***

*António Rua***

1. INTRODUÇÃO¹

Nas últimas décadas, o crescente interesse na percepção e expectativas dos agentes económicos quanto à evolução de determinadas variáveis económicas, num contexto de uma melhoria contínua quer ao nível das técnicas de recolha de dados quer das técnicas estatísticas, tem estado associado ao surgimento de inquéritos de opinião às empresas e aos consumidores. Na área do euro, assim como em outros países, vários inquéritos de opinião têm sido feitos às empresas e aos consumidores, de forma regular e com uma periodicidade mensal.

Estes inquéritos de opinião inquiram empresas e consumidores individualmente sobre a sua opinião quanto à evolução de curto prazo, presente e futura, de um conjunto alargado de variáveis económicas. Dado que as respostas exprimem as opiniões dos respectivos agentes quanto ao sentido de evolução de variáveis específicas, a informação coligida nestes inquéritos é naturalmente de natureza qualitativa. Contudo, com vista a poder utilizar esta informação em modelos económicos e em análises econométricas têm sido desenvolvidos esforços no sentido de converter esta informação de natureza qualitativa em indicadores quantitativos, de forma a possibilitar a sua comparação com as correspondentes variáveis quantitativas associadas a cada pergunta.

Embora várias variáveis tenham sido analisadas ao longo dos anos (ver, por exemplo, Smith e McAleer (1995) ou Driver e Urga (2004)), de entre o conjunto de questões inquiridas, as que têm merecido maior atenção são as relacionadas com preços (ver, entre outros, Carlson e Parkin (1975), Berk (1999) ou Thomas Jr. (1999)). Um exemplo de um inquérito que inclui perguntas sobre a evolução de preços é o inquérito de opinião aos consumidores da Comissão Europeia (CE), que inquir mensalmente 23000 consumidores na área do euro, sobre a sua percepção e expectativa quanto à evolução dos preços (ver Comissão Europeia (2007)).

Tendo em vista transformar dados de natureza qualitativa em indicadores quantitativos, vários métodos alternativos foram propostos na literatura ao longo do tempo (ver Nardo (2003) para uma síntese). Um desses métodos é o método probabilístico de Carlson e Parkin (1975) (CP, daqui em diante). Este método assume que cada consumidor inquirido responde ao inquérito baseando-se numa função

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

** Departamento de Estudos Económicos, Banco de Portugal.

(1) Este artigo é baseado em trabalhos anteriores produzidos pelos autores (Dias, Duarte e Rua (2007,2008)).

densidade de probabilidade subjectiva associada à variável sobre a qual está a ser inquirido. Esta hipótese permite interpretar a proporção de inquiridos com uma resposta específica como uma determinada área sob a função densidade de probabilidade agregada do conjunto de inquiridos. A aplicação do método de CP às questões de preços é frequentemente encontrada na literatura (ver, por exemplo, Forsells e Kenny (2002), Łiziak (2003) ou Mestre (2007)).

O objectivo deste artigo é apresentar medidas quantitativas para a percepção e expectativas de inflação para a área do euro e Portugal, tendo por base a informação qualitativa do inquirido aos consumidores da Comissão Europeia, utilizando o método CP, de forma a que possam ser directamente comparáveis com a inflação observada². Adicionalmente, torna-se possível analisar a questão dos efeitos da introdução física do euro sobre a percepção da inflação e testar a racionalidade das expectativas de inflação dos consumidores.

2. PERCEPÇÃO DA INFLAÇÃO

2.1. Quantificação

A percepção da inflação por parte dos consumidores não tem que ser idêntica à inflação observada. Como referido por Berk (1999), os agentes, individualmente, podem não ser capazes de se aperceber exactamente do nível geral de inflação, devido ao problema de extracção de sinal (ver Lucas (1972, 1976)). Uma vez que, ao fim e ao cabo, o que influencia as decisões dos agentes económicos são as suas percepções, avaliar a percepção de preços e comparar a sua evolução com a inflação observada está a tornar-se cada vez mais importante, não só para a investigação académica mas também para os decisores de política económica.

Com vista à obtenção de uma medida quantitativa para a percepção da inflação, de entre os vários métodos que foram apresentados na literatura para converter dados de natureza qualitativa em variáveis quantitativas, vamos utilizar o método CP para quantificar a informação qualitativa obtida a partir dos inquéritos de opinião dos consumidores da Comissão Europeia. Ainda que uma comparação formal dos diferentes métodos nem sempre seja possível, existe alguma evidência empírica a favor do método proposto por Carlson e Parkin (1975), como foi discutido em Nardo (2003).

O método CP assume que cada consumidor inquirido, em cada momento do tempo, responde ao questionário tendo por base uma função densidade de probabilidade subjectiva associada à variável sobre a qual está a ser inquirido. Assim, este pressuposto permite associar a cada fracção de respostas de uma certa categoria uma área específica sob a função densidade de probabilidade agregada.

Um dos pressupostos basilares do método CP diz respeito à escolha da distribuição para a amostra. Inicialmente, e na maioria das aplicações empíricas subsequentes, esta escolha recaiu sobre a distribuição Normal. Esta escolha pode ser justificada com base na teoria estatística, em particular pelo Te-

(2) A mesma medida foi calculada também para outros países, nomeadamente, Alemanha, França, Itália, Espanha, Bélgica, Países Baixos, Irlanda e Grécia, (ver Dias, Duarte e Rua (2007, 2008)).

orema do Limite Central. Não obstante, a escolha da distribuição Normal tem sido sujeita a algumas críticas. Por exemplo, Carlson (1975) e Batchelor (1981) apontam para o facto de a hipótese de uma distribuição simétrica, como é o caso da Normal, poder ser um pressuposto forte. Contudo, para além da conveniência analítica da escolha da distribuição Normal, existe igualmente evidência empírica a favor do uso desta distribuição. Balcombe (1996) e Berk (1999) não encontraram evidência empírica a favor da utilização de distribuições assimétricas. Adicionalmente, este último autor e Löffler (1999) concluíram que os resultados obtidos são similares, quer se utilize ou não a distribuição Normal.

A formulação inicial do método CP foi desenvolvida para inquéritos que contemplavam apenas três respostas possíveis para uma dada questão. Batchelor e Orr (1988) e Berk (1999) estenderam o método CP a um enquadramento que contempla um conjunto de respostas mais rico, nomeadamente um em que os inquéritos contêm cinco respostas alternativas a cada uma das questões. Um exemplo deste tipo de inquéritos é o inquérito aos consumidores da Comissão Europeia. Em particular, a pergunta e as correspondentes respostas alternativas, no que se refere à avaliação da evolução corrente dos preços, são as seguintes (ver Comissão Europeia (2007)):

Em seu entender, os preços nos últimos 12 meses...

- 1) aumentaram muito
- 2) aumentaram moderadamente
- 3) aumentaram um pouco
- 4) ficaram na mesma
- 5) desceram ligeiramente
- 6) não sabe

Por outras palavras, os consumidores são inquiridos se a taxa de inflação homóloga está: 1) acima do seu nível moderado; 2) ao seu nível moderado; 3) abaixo do seu nível moderado; 4) nula ou 5) negativa.

Tendo em conta a forma como a questão é formulada, verifica-se que, para além da inflação nula, existe um outro valor de referência que condiciona a escolha da resposta, e que é o nível de inflação moderada. Consequentemente, qualquer medida quantitativa de percepção de inflação deve levar em conta não só a distribuição das diferentes respostas alternativas, mas também deve depender do nível de inflação moderada.

Represente-se por P_{it} a proporção de respostas da amostra inquirida, no momento t , afectas à categoria i ($i = 1, \dots, 5$)³. Esta proporção de respostas pode ser entendida como a estimativa de máxima verossimilhança das áreas sob a distribuição de percepção agregada dos consumidores delimitada pelos correspondentes limites de intervalos (ver Batchelor e Orr (1988)). Seja F a função de distribuição cumulativa da distribuição Normal e defina-se os limites (Z_{it}) (Gráfico 1) por:

(3) Note que, conforme referido em Mestre (2007), a resposta "não sabe" não é informativa para efeitos de percepção da inflação. Por isso, é usual redistribuir a fracção de respostas desta categoria proporcionalmente pelas restantes categorias (ver, por exemplo Forsells e Kenny (2002)).

$$Z_{1t} = F_t^{-1}(1 - P_{1t})$$

$$Z_{2t} = F_t^{-1}(1 - P_{1t} - P_{2t})$$

$$Z_{3t} = F_t^{-1}(1 - P_{1t} - P_{2t} - P_{3t})$$

$$Z_{4t} = F_t^{-1}(P_{5t})$$

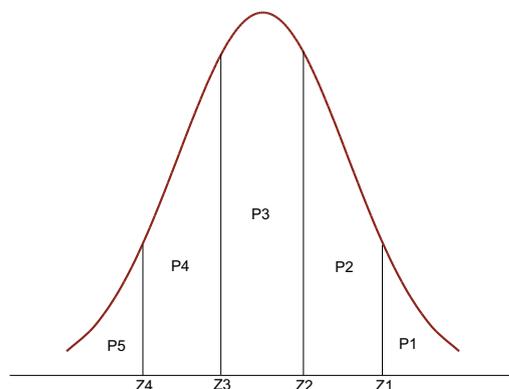
Nestas condições, como foi demonstrado por Batchelor e Orr (1988) e Berk (1999), a medida de percepção de inflação, π_t^p , é dada por ⁴

$$\pi_t^p = \frac{-Z_{3t} - Z_{4t}}{Z_{1t} + Z_{2t} - Z_{3t} - Z_{4t}} \pi_t^m$$

onde π_t^m representa o valor da inflação moderada. A partir da expressão anterior pode-se verificar que a inflação moderada desempenha o papel de medida de escala na quantificação da percepção de inflação. Batchelor e Orr (1988) argumentam que a inflação moderada reflecte a melhor estimativa individual da tendência de inflação, ou seja da inflação permanente. Neste sentido, uma possível medida aproximada para a inflação moderada pode ser obtida utilizando um filtro estatístico que permita extrair a componente tendência da inflação observada. Para esse efeito, pode ser utilizado, por exemplo, o filtro de Hodrick and Prescott (1997) (HP daqui em diante). O filtro HP é um procedimento de filtragem bem conhecido e habitualmente utilizado, que permite isolar a componente de tendência com um perfil alisado para qualquer série (ver, por exemplo, King e Rebelo (1993)). Na aplicação empírica, o parâmetro que determina o grau de alisamento foi fixado em 14400, o que corresponde ao valor habitualmente utilizado para se extrair a tendência de séries com periodicidade mensal, e o

Gráfico 1

DISTRIBUIÇÃO DAS RESPOSTAS SOB A HIPÓTESE DE DISTRIBUIÇÃO NORMAL



(4) Para mais detalhes, ver Dias, Duarte e Rua (2007).

problema do fim da amostra foi resolvido, como é prática corrente, estendendo a série com previsões mensais da inflação. Note-se que a tendência é extraída utilizando todo o período amostral e não apenas a informação disponível no momento em que a percepção é formada. Assim, em cada momento do tempo a inflação moderada reflecte valores passados, presentes e futuros da inflação observada. Refira-se, no entanto, que num contexto de relativa estabilidade da inflação (como é o caso dos dois últimos terços da amostra) esta hipótese é relativamente inócua. Adicionalmente, durante o processo de desinflação (e que corresponde ao primeiro terço da amostra) esta hipótese também é razoável, dado que era do conhecimento do público em geral o compromisso das autoridades nacionais no sentido de alcançar a estabilidade de preços.

No Gráfico 2 apresenta-se as proporções das respostas ao inquérito de cada categoria relativamente à questão da avaliação da evolução corrente dos preços, e o Gráfico 3 mostra a medida de percepção de inflação resultante, quer para a área do euro quer para Portugal. Em geral, verifica-se que a medida quantitativa de percepção segue de perto a série da inflação observada.

Adicionalmente, também se apresenta no Gráfico 3 as correspondentes séries de saldos de respostas extremas. O saldo de respostas extremas é a medida correntemente utilizada pela Comissão Europeia para sintetizar os resultados dos inquéritos e é simplesmente uma média ponderada das proporções das cinco respostas informativas ao questionário

$$b = -P_5 - \frac{1}{2}P_4 + 0P_3 + \frac{1}{2}P_2 + P_1$$

com ponderadores *ad hoc* associados a cada uma das respostas. O saldo de respostas extremas é uma medida sintética muito popular, dado que é fácil de calcular e é publicada mensalmente pela Co-

Gráfico 2

PROPORÇÃO DE RESPOSTAS DA *i* – ÉSIMA CATEGORIA RELATIVAMENTE À QUESTÃO SOBRE A EVOLUÇÃO ACTUAL DOS PREÇOS

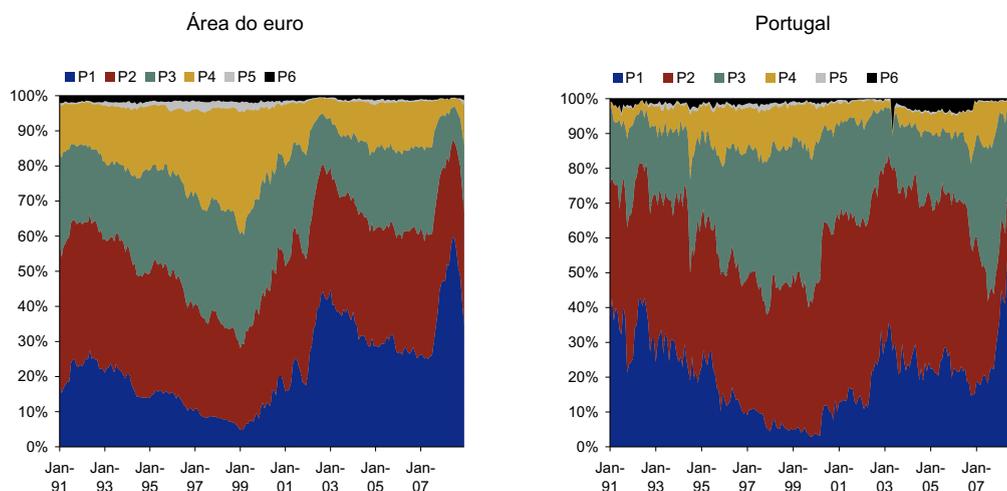
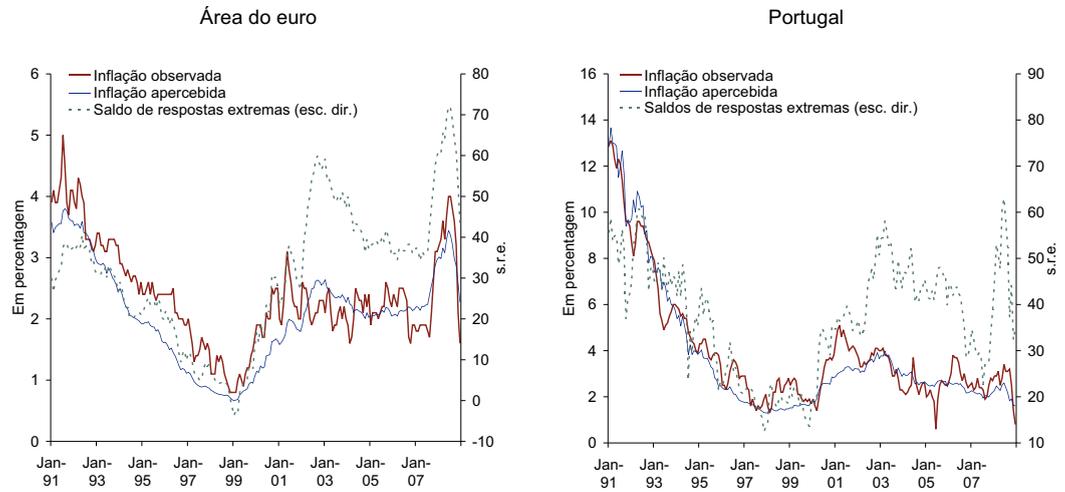


Gráfico 3

INFLAÇÃO OBSERVADA E APERCEBIDA E SALDO DE RESPOSTAS EXTREMAS

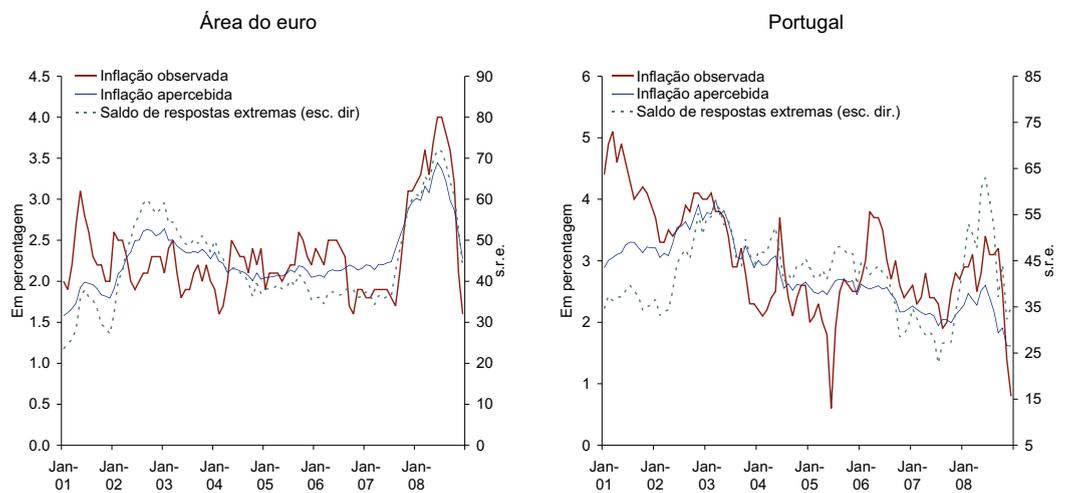


Fontes: Comissão Europeia, Eurostat e cálculos dos autores.

Fontes: Eurostat, INE e cálculos dos autores.

Gráfico 4

INFLAÇÃO OBSERVADA E APERCEBIDA E SALDO DE RESPOSTAS EXTREMAS



Fontes: Comissão Europeia, Eurostat e cálculos dos autores.

Fontes: Eurostat, INE e cálculos dos autores.

missão Europeia. Ajustando devidamente a escala, o saldo de respostas extremas para a questão da percepção da inflação tem sido largamente utilizado como *proxy* do indicador de percepção da inflação (ver BCE (2003, 2005 e 2007) ou Döring e Mordonu (2007), entre outros). Contudo, o saldo de respostas extremas para esta questão em particular nem sempre é uma medida fiável para a inflação apercebida (sobre este assunto, ver Dias, Duarte e Rua (2007)). De facto, o procedimento habitual de representar no mesmo gráfico a inflação observada e o saldo de respostas extremas, ainda que em escalas diferentes, para avaliar a evolução da percepção de inflação é razoável apenas num contexto em que a inflação é relativamente estável. A título de exemplo, considere-se num gráfico a inflação observada, a medida de inflação apercebida e o saldo de respostas extremas, apenas para o conjunto dos últimos oito anos, período em que a inflação se manteve relativamente estável (Gráfico 4). Neste caso, verifica-se que o saldo de respostas extremas e a medida de inflação apercebida proposta apresentam uma evolução bastante similar.

2.2. Introdução física do euro

Nos últimos anos, tem-se assistido a um debate intenso sobre o comportamento divergente ente a inflação observada e o saldo de respostas extremas, que como foi mencionado acima é a medida mais utilizada como indicador de percepção da inflação (ver, por exemplo, BCE (2007)). Não obstante a inflação observada não ter variado muito⁵, o saldo de respostas extremas aumentou significativamente após a introdução física das notas e moedas do euro, divergindo claramente em relação à inflação observada. O hiato entre as duas séries atingiu o valor mais alto algures no princípio de 2003, tendo-se mantido relativamente persistente desde então (Gráfico 3).

Na literatura emergente sobre este tópico (ver, entre outros, BCE (2003, 2005, 2007), Aucremanne, Collin e Stragier (2007) e Döring e Mordonu (2007)), o papel da introdução física do euro como elemento gerador deste hiato tem sido apresentado de várias formas. Por exemplo, tem sido argumentado que a introdução do euro, e a extensiva cobertura por parte da imprensa deste evento, pode ter dado mais atenção à subida de preços, induzindo uma sobre-reação da inflação apercebida. Além disso, as subidas de preços no consumidor que ocorreram aquando da introdução do euro parecem ter estado concentradas nos bens mais frequentemente transaccionados, o que pode ter tido um impacto significativo sobre a percepção de inflação. Adicionalmente, também tem sido argumentado que um elevado número de consumidores europeus ainda converte os preços de euros para as antigas moedas nacionais, ancorando por isso os preços relativos aos níveis existentes antes da introdução física do euro.

Contudo, como referido anteriormente, o saldo de respostas extremas não é uma medida adequada para avaliar a evolução da percepção da inflação num período amostral em que a inflação observada não é estacionária. Consequentemente, tal facto invalida o uso do saldo de respostas extremas para aferir o impacto da introdução física do euro sobre a percepção da inflação quando se considera todo

(5) Segundo o Eurostat (2003), o efeito mais significativo da introdução física da nova moeda sobre a inflação observada, na zona do euro, ocorreu entre Dezembro de 2001 e Janeiro de 2002 e é estimado como tendo atingido um valor no intervalo de 0.09 a 0.28 pontos percentuais.

o período amostral, dado que na maior parte dos países este período engloba um sub-período de desinflação pronunciada. De facto, o inadequado uso do saldo de respostas extremas conduziu à conclusão errónea que teria emergido um hiato entre a inflação observada e apercebida, e que tal poderia estar associado à introdução do euro em Janeiro de 2002. Adicionalmente, algumas das explicações apresentadas parecem ter sido baseadas em evidências circunstanciais pois, por exemplo, alguns dos preços que subiram por altura da introdução do euro, nomeadamente dos bens mais frequentemente adquiridos, não estão directamente relacionados com esse evento, em particular a subida dos preços de bens energéticos (relacionados com o preço de petróleo nos mercados internacionais) e dos preços de bens alimentares não processados (directamente associados às condições meteorológicas e das colheitas) (ver *Eurostat* (2003)).

Do Gráfico 3, ao invés do que é perceptível quando se usa o saldo de respostas extremas, pode-se suspeitar imediatamente que a referida quebra entre a inflação observada e a apercebida não parece existir quando se utiliza a medida de percepção de inflação aqui proposta. Dias, Duarte e Rua (2007) procuraram avaliar formalmente se existe ou não uma quebra entre a inflação apercebida e a observada. Em particular, depois de testar a presença de raízes unitárias nas duas séries, a existência de uma relação de cointegração entre inflação observada e apercebida é avaliada. Utilizando a estatística do traço de Johansen, é possível concluir que há evidência de cointegração. Para testar a existência de uma quebra na relação de cointegração, os autores utilizaram o teste recentemente proposto por Andrews e Kim (2006). A partir dos resultados deste teste, não foi encontrada qualquer evidência a favor duma quebra de estrutura, quer para a área do euro quer para Portugal, por altura da introdução física do euro. Assim, utilizando a medida proposta de percepção de inflação, para toda a amostra, os resultados baseados em testes formais permitem concluir que não existe evidência empírica que sustente a ideia de que um hiato, provocado pela introdução física do euro, tenha emergido entre a inflação observada e a apercebida.

3. EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO

3.1. Quantificação

Para obter uma medida quantitativa para as expectativas de inflação, em particular a partir do inquérito de opinião aos consumidores da Comissão Europeia, é utilizado novamente o método CP apresentado na Secção 2.1. Neste caso, a questão e o correspondente conjunto de respostas, referentes à avaliação da evolução futura dos preços, são os seguintes (ver Comissão Europeia (2007)):

Em seu entender, tendo em conta a actual situação, acha que os preços, nos próximos 12 meses, irão...

- 1) aumentar mais rapidamente
- 2) aumentar tanto como actualmente
- 3) aumentar menos rapidamente

- 4) ficar na mesma
- 5) descer ligeiramente
- 6) não sabe

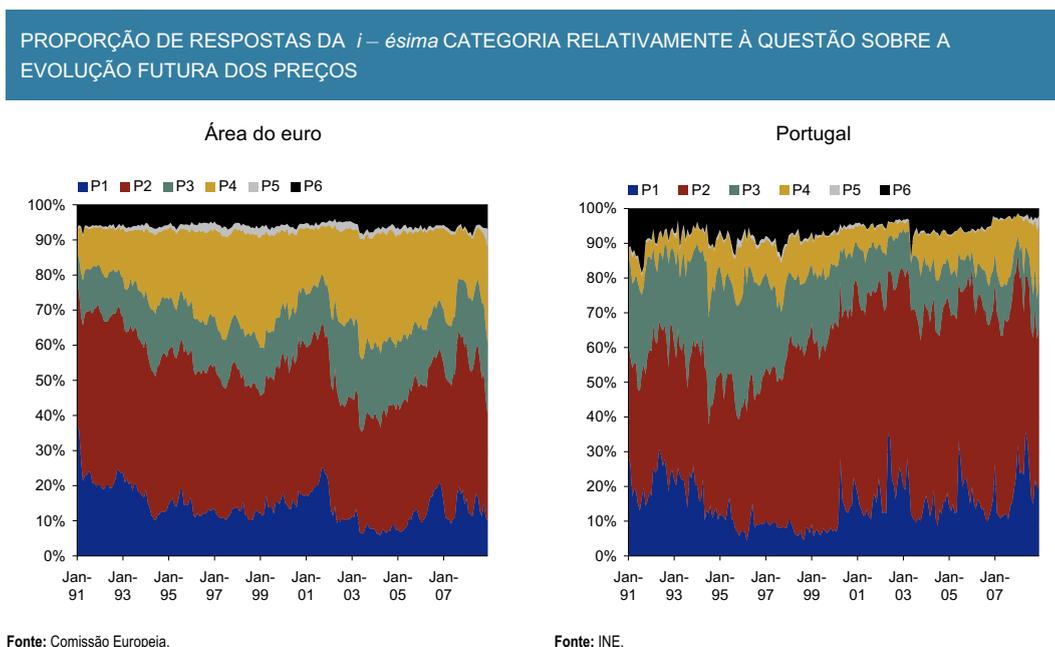
Por outras palavras, os consumidores são inquiridos se a expectativa da taxa de variação homóloga dos preços estará: 1) acima da sua percepção actual da inflação; 2) igual à inflação apercebida; 3) abaixo da inflação apercebida; 4) nula ou 5) negativa. Note-se que, tal como anteriormente, existem dois valores de referência para avaliar a evolução das expectativas de inflação: zero e a inflação apercebida.

De forma análoga ao caso da inflação apercebida, pode ser deduzida uma expressão semelhante para a expectativa de inflação – π_t^e :

$$\pi_t^e = \frac{-Z_{3t} - Z_{4t}}{Z_{1t} + Z_{2t} - Z_{3t} - Z_{4t}} \pi_t^p$$

em que, neste caso, é a inflação apercebida que condiciona a escala da medida quantitativa das expectativas de inflação. Uma escolha óbvia e natural para a inflação apercebida é a medida obtida na secção anterior.⁶ No Gráfico 5, apresenta-se as proporções de respostas das diferentes categorias referentes à questão sobre a evolução futura dos preços, enquanto que no Gráfico 6 é apresentada a medida de expectativas de inflação resultante para a área do euro e para Portugal.

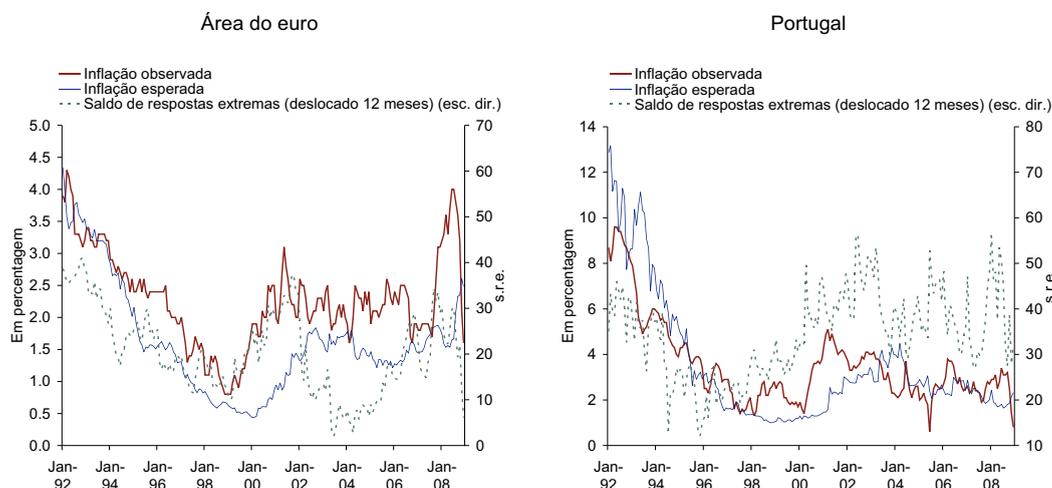
Gráfico 5



(6) Refira-se, no entanto, que os resultados obtidos se mantêm qualitativamente inalterados se se utilizar como medida de inflação apercebida a inflação observada, como é comum encontrar na literatura.

Gráfico 6

INFLAÇÃO OBSERVADA E ESPERADA E SALDO DE RESPOSTAS EXTREMAS



Fontes: Comissão Europeia, Eurostat e cálculos dos autores.

Fontes: Eurostat, INE e cálculos dos autores.

3.2. Teste à racionalidade das expectativas

O conceito de expectativas racionais foi introduzido por Muth (1961) e é baseado no pressuposto de que as expectativas são em traços gerais, na sua essência, similares a previsões informadas deduzidas a partir da teoria económica. Como tal, as previsões devem explorar de uma forma eficiente toda a informação disponível na base de dados. Nesta secção, a hipótese da racionalidade das expectativas é testada para um tipo de agentes económicos específico – os consumidores – relativamente a uma variável em particular – a inflação.

Nesse sentido, para avaliar a validade das hipótese de expectativas racionais, um conjunto de testes formais foram propostas na literatura, nomeadamente testes sobre o não enviesamento, ausência de correlação serial, eficiência e ortogonalidade (ver Pesaran (1989)). Expectativas não enviesadas assumem que os agentes racionais não cometem erros sistemáticos e persistentes quando prevêm a inflação. Tal significa que agentes racionais podem sobre- (ou sub-) prever a inflação em curtos períodos de tempo, mas que tal fenómeno não ocorre num longo período de tempo. Considere a seguinte equação para o ensaio:

$$\pi_t = \alpha + \beta\pi_t^e + u_t$$

em que π_t é a taxa de inflação observada. Assim o teste de não enviesamento consiste no ensaio conjunto de $\alpha = 0$ e $\beta = 1$. Num contexto em que as séries $(\pi_t$ e $\pi_t^e)$ são não estacionárias, a restrição de não enviesamento requer a existência de uma relação de cointegração entre a inflação observada e a expectativa de inflação e que o vector cointegrante $[\alpha \ \beta]$ seja igual a $[0 \ 1]$.

Relativamente à eficiência e ortogonalidade, ambos os testes dizem respeito à utilização de informação por parte dos agentes na previsão da inflação: no primeiro caso, com o uso da informação passada da taxa de inflação enquanto, no segundo, com o uso de um conjunto de informação mais alargada. A terminologia utilizada para estes ensaios não é consensual entre os diferentes autores. Por exemplo, Forsells e Kenny (2002) utilizam alternativamente eficiência fraca e forte para designar os testes de eficiência e de ortogonalidade, respectivamente. Testar a eficiência fraca (ou eficiência) consiste em averiguar a significância estatística da informação respeitante à inflação passada numa regressão em que variável dependente é o erro de previsão, definido como a diferença entre a inflação observada e o indicador de expectativa de inflação. Se o conjunto de coeficientes nessa regressão associados às variáveis desfasadas de inflação for conjuntamente significativo, então a inflação passada contém informação relevante que poderia melhorar a previsão, *i.e.*, reduzir os erros de previsão.

Para a eficiência forte (ou ortogonalidade), um enquadramento de teste análogo é considerado, só que neste caso o objectivo é analisar se um conjunto de informação mais alargado é ortogonal aos erros de previsão. Para esse efeito, considere a seguinte equação:

$$e_t = \mu + \gamma \Omega_{t-12} + u_t$$

onde Ω_{t-12} representa o conjunto de informação disponível no momento em que as expectativas de inflação (respeitante a 12 meses à frente) são formadas. Formalmente, os erros de previsão serão ortogonais às variáveis consideradas relevantes para a previsão da inflação se $\gamma = 0$. Como actualmente, devido ao progresso na disseminação de dados, os agentes económicos têm acesso a um conjunto de informação cada vez mais alargado a um custo progressivamente mais baixo, o conjunto de informação relevante pode englobar um número extremamente alargado de variáveis. Com base no artigo seminal de Stock e Watson (1998), pode-se utilizar os factores comuns extraídos a partir da base de dados original. Dessa forma, é possível ultrapassar o problema da dimensão do conjunto de informação disponível, reduzindo o número de regressores de uma forma parcimoniosa, sem desperdiçar parte significativa da informação. Adicionalmente, tal como em Łiziak (2003), pode-se controlar para os efeitos dos erros de previsão passados e levar em conta desfasamentos de publicação dos dados, deslocando a posição relativa das séries, de tal forma que em cada momento do tempo a variável independente considerada reflecte toda a informação disponível aos agentes económicos no momento do inquérito (ver, por exemplo, Altissimo e outros (2007) e Barhoumi e outros (2008)). Para esse efeito, considere o seguinte modelo:

$$e_t = \mu + \sum_{i=1}^p \rho_i e_{t-1} + \sum_{j=1}^k \psi_j F_{j,t-12} + u_t$$

em que p é o número de termos autoregressivos com vista a levar em conta a autocorrelação nos erros de previsão, F_j refere-se ao j –ésimo factor comum extraído da base de dados alargada e k representa o número de factores comuns considerados na regressão ⁷. Pode-se utilizar o critério proposto

(7) Para uma discussão sobre a existência de autocorrelação nos erros de previsão sob a hipótese de racionalidade, ver Dias, Duarte e Rua (2008).

por Bai e Ng (2002) para determinar o número de factores comuns a incluir no modelo. Neste contexto, as expectativas dos agentes económicos serão ortogonais ao conjunto de informação considerada ou, por outras palavras, os agentes são fortemente eficientes, se a hipótese conjunta $\Psi_1 = \Psi_2 = \dots = \Psi_k = 0$ não for rejeitada.

Dias, Duarte e Rua (2008) conduziram os ensaios acima mencionados para o conjunto da área do euro assim como para vários países membros (incluindo Portugal). Quanto ao não enviesamento, os autores não encontraram evidência empírica a favor do não enviesamento (à semelhança de Berk (1999), Łiziak (2003) e Mestre (2007)). Ainda que os resultados do teste de Johansen apontem para a existência de uma relação de cointegração entre a inflação observada e a medida de expectativa de inflação, a hipótese de o vector cointegrante $[\alpha \beta]$ ser igual a $[0 \ 1]$ é claramente rejeitada, quer para a área do euro quer para Portugal (assim como para todos os outros países considerados na análise). Restringindo a amostra ao período pós introdução do euro (*i.e.* desde Janeiro de 1999), a mesma conclusão é obtida para a área do euro, ao passo que para Portugal existe alguma evidência de não enviesamento.

Como os resultados do teste anterior sugerem que as expectativas dos agentes económicos são, em geral, enviesadas, a hipótese das expectativas serem racionais é desde logo posta em causa, independentemente dos resultados dos testes de eficiência e de ortogonalidade. Contudo, mesmo que os agentes possam incorrer em erros de previsão sistemáticos, Paquet (1992) argumenta que, nestes casos, a existência de uma relação de cointegração entre a inflação observada e a expectativa de inflação pode ser interpretada como uma espécie de racionalidade, a qual designou de racionalidade de forma fraca.

Prosseguindo para a eficiência fraca, quando se considera todo o período amostral, os resultados em Dias, Duarte e Rua (2008) sugerem que não se pode rejeitar a hipótese de eficiência fraca para a área do euro. Pelo contrário, para Portugal os autores não encontraram evidência empírica a favor da eficiência fraca. Quando os ensaios são conduzidos restringindo-se à amostra pós introdução do euro, os resultados permanecem qualitativamente inalterados. No que diz respeito à eficiência forte, existe evidência a favor dessa hipótese para a área do euro, sendo que a conclusão se mantém quando se considera apenas o período pós introdução do euro.

Concluindo, nem para Portugal nem para a área do euro estão preenchidas todas as condições necessárias para satisfazer a hipótese das expectativas serem racionais. Tal verifica-se quer para a amostra como um todo quer para o sub-período após a introdução do euro.

4. CONCLUSÕES

Este artigo tem dois objectivos principais. Em primeiro lugar, propor uma medida alternativa para a percepção da inflação obtida a partir da quantificação dos dados qualitativos provenientes de inquéritos de opinião. A mensurabilidade da percepção de inflação ganhou uma atenção acrescida ao longo dos últimos anos, em particular na área do euro. Este interesse renovado surgiu pelo facto de a intro-

dução física do euro em Janeiro de 2002 ter tido, aparentemente, um efeito significativo sobre a percepção da inflação por parte dos consumidores. Recorrendo ao indicador habitualmente utilizado, o saldo de respostas extremas, publicado pela Comissão Europeia, como uma *proxy* para a inflação apercebida, verifica-se que emergiu um hiato entre a inflação observada e a inflação apercebida na sequência da introdução física das notas e moedas em euros. Contudo, deve-se ter cautela quando se retira conclusões no caso de se utilizar o saldo de respostas extremas, uma vez que este é uma medida adequada de inflação apercebida apenas em circunstâncias muito particulares. Para ultrapassar as limitações do saldo de respostas extremas, neste artigo, é proposta uma medida mais refinada para a percepção de inflação, sendo calculada quer para a área do euro quer para Portugal. Esta medida baseia-se na conhecida versão generalizada do método de Carlson e Parkin e explora a informação relativa à questão acerca da percepção de inflação do inquérito de opinião dos consumidores da Comissão Europeia. Em claro contraste com trabalhos anteriormente publicados, que se baseiam no saldo de respostas extremas, não se encontra qualquer evidência empírica a favor de uma quebra de estrutura entre a inflação observada e a percepção de inflação, após a introdução do euro, quando se utiliza a medida para a percepção de inflação proposta neste artigo.

Em segundo lugar, foi igualmente calculada uma medida quantitativa da expectativa de inflação para a área do euro e Portugal. Para esse efeito, recorreu-se de novo ao inquérito de opinião dos consumidores da Comissão Europeia divulgado numa base mensal e utilizou-se o referido método probabilístico de Carlson e Parkin. Esta medida quantitativa permite testar em que medida as expectativas dos consumidores quanto à inflação são racionais ou não. Neste contexto, a hipótese de racionalidade das expectativas de inflação por parte dos consumidores não parece ser suportada empiricamente, nem para a área do euro nem para Portugal.

REFERÊNCIAS

- Altissimo, F., R. Cristadoro, M. Forni, M. Lippi e G. Veronese (2007) "New Eurocoin: Tracking economic growth in real time", CEPR *Discussion Paper* no. 5633.
- Andrews, D. e Kim, J. (2006) "Tests for cointegration breakdown over a short time period", *Journal of Business and Economic Statistics*, 24 (4), 379-394.
- Aucremanne, L., Collin, M. e Stragier, T. (2007) "Assessing the gap between observed and perceived inflation in the euro area: is the credibility of the HICP at stake?", National Bank of Belgium *Working Paper* no. 112.
- Bai, J. e Ng, S. (2002) "Determining the number of factors in approximate factor models", *Econometrica*, 70, no 1, 191-221.
- Balcombe, K. (1996) "The Carlson and Parkin method applied to NZ price expectations using QSBO survey data", *Economic Letters*, 51, 51—57.
- Barhoumi, K., Benk, S., Cristadoro, R., Reijer, A., Jakaitiene, A., Jelonek, P., Rua, A., Rünstler, G., Ruth, K., van Nieuwenhuyze, C. (2008) "Short-term forecasting of GDP using large datasets: A pseudo real-time forecast evaluation exercise", ECB *Occasional Paper Series* no. 84, European Central Bank.

- Batchelor, R. (1981) "Aggregate expectations under the stable laws", *Journal of Econometrics*, 16, 199-210.
- Batchelor, R. e Orr, A. (1988) "Inflation expectations revisited", *Economica*, vol. 55, no. 219, 317-331.
- Berk, J. (1999) "Measuring inflation expectations: a survey data approach", *Applied Economics*, 31, 1467-1480.
- Carlson, J. (1975) "Are price expectations normally distributed?", *Journal of the American Statistical Association*, vol. 70, no. 352, 749-754.
- Carlson, J. e Parkin, M. (1975) "Inflation expectations", *Economica*, vol. 42, no. 166, 123-138.
- Dias, F., Duarte, C. e Rua, A. (2007), "Inflation (mis)perceptions in the euro area", Banco de Portugal, *Working Paper* no. 15.
- Dias, F., Duarte, C. e Rua, A. (2008), "Inflation expectations in the euro area: Are consumers rational?", Banco de Portugal, *Working Paper* no. 23.
- Döring, B. e Mordonu, A. (2007) "What drives inflation perceptions? A dynamic panel data analysis", *European Economy Economic Papers* no. 284, European Commission.
- Driver, C. e Urga, G. (2004) "Transforming qualitative survey data: performance comparisons for the UK", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 66 (1), 71-89.
- European Central Bank (2003) "Recent developments in euro area inflation perceptions", *ECB Monthly Bulletin*, October 2003.
- European Central Bank (2005) "Consumers' inflation perceptions: still at odds with official statistics?", *ECB Monthly Bulletin*, April 2005.
- European Central Bank (2007) "Measured inflation and inflation perceptions in the euro area", *ECB Monthly Bulletin*, May 2007.
- European Commission (2007) *The Joint Harmonised EU Programme of Business and Consumer Surveys - User Guide*.
- Eurostat (2003) "Euro changeover effects", *Euro-indicators news release*, 18 June.
- Forsells, M. e Kenny, G. (2002) "The rationality of consumers' inflation expectations: survey-based evidence for the euro area", *ECB Working Paper* series no. 163.
- Hodrick, R. J. e Prescott, E. C. (1997) "Postwar U.S. business cycles: an empirical investigation", *Journal of Money, Credit and Banking*, 29(1), 1-16.
- King, R. e Rebelo, S. (1993) "Low frequency filtering and real business cycles", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 17(1), 207-231.
- Łziak, T. (2003) "Consumer inflation expectations in Poland", *ECB Working Paper* series no. 287.
- Löffler, J. (1999) "Refining the Carlson-Parkin method", *Economic Letters*, 64, 167-171.
- Lucas, R. (1972) "Expectations and the neutrality of money", *Journal of Economic Theory*, 4, 103-124.
- Lucas, R. (1976) "Understanding business cycles" reprinted in R. Lucas (1985) *Studies in business cycle theory*, MIT press, Cambridge (MA), 215-239.
- Mestre, R. (2007) "Are survey-based inflation expectations in the euro area informative?", *ECB Working Paper* series no. 721.

- Muth, J. F. (1961) "Rational Expectations and the Theory of Price Movements", *Econometrica*, vol. 29, no. 3, 315-335.
- Nardo, M. (2003) "The quantification of qualitative survey data: a critical assessment", *Journal of Economic Surveys*, 17 (5), 645-668.
- Paquet, A. (1992) "Inflationary expectations and rationality", *Economics Letters*, 40, 303-308.
- Pesaran, H. (1989) *The Limits to Rational Expectations*, Basil Blackwell.
- Smith, J. e McAleer, M. (1995) "Alternative procedures for converting qualitative response data to quantitative expectations: an application to Australian manufacturing", *Journal of Applied Econometrics*, 10 (2), 165-185.
- Stock, J. e Watson, M. (1998) "Diffusion Indexes", NBER *Working Paper* no 6702.
- Thomas Jr., L. (1999) "Survey measures of expected U.S. inflation", *The Journal of Economic Perspectives*, 13 (4), 125-144.



CRONOLOGIA DAS PRINCIPAIS MEDIDAS FINANCEIRAS

Janeiro a Março 2009

2009

Janeiro

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

Fevereiro

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

- 09 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal nº 4/2009, BNPB 3/2009)

DL nº 51/2007, de 7-3, na redacção introduzida pelo DL nº 88/2008, de 29-5.
- 16 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal nº 2/2009, BNPB 2/2009)

Define os locais, horários, regras e condições através dos quais podem ser efectuados depósitos e levantamentos de notas de euro nas tesourarias do Banco de Portugal.
- 16 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal nº 3/2009, BNPB 2/2009)

Regula o modo de abertura e movimentação de contas de depósito à ordem junto do Banco de Portugal e cria o AGIL - Aplicativo de Gestão Integrada de Liquidações, para gestão local do acesso a contas de depósito no Banco de Portugal, de instituições que não participem directamente no TARGET2-PT.
- 16 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal nº 3/2009, BNPB 2/2009)

Regulamenta o Sistema de Compensação Interbancária (SICOI) que compreende os subsistemas cheques, efeitos comerciais, débitos directos, transferências electrónicas interbancárias e operações processadas através do multibanco.
- 17 de Fevereiro (Carta-Circular nº 2/2009/DMR, Banco de Portugal, Departamento de Mercados e Gestão de Reservas)

Comunica, com efeitos a partir de 1-3-2009, o novo preçário de serviços prestados pelo SITEME, o qual substitui o que foi anteriormente distribuído em anexo à carta-circular nº 9/DMR, de 15-12-2006. As presentes alterações ao preçário decorrem sobretudo do facto de o Mercado Monetário Interbancário (MMI) ter cessado em 31-12-2008.
- 20 de Fevereiro (Carta-Circular nº 20/2009 DSB, Banco de Portugal, Departamento de Supervisão Bancária)

Informa de que deixou de ser aplicável o entendimento constante da Carta-Circular nº 49/2001/DSB, de 29-11, dado o enquadramento contabilístico estabelecido no Aviso nº 1/2005, de 28-2.
- 26 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal nº 5/2009, BNPB 03/2009)

Altera a Instrução nº 1/99, de 15-1-99, que regulamentou o Mercado de Operações de Intervenção (M.O.I.).
- 26 de Fevereiro (Carta-Circular nº 06/2009 DMR, Banco de Portugal, Departamento de Mercados e Gestão de Reservas)

Dá a conhecer um conjunto de alterações à Instrução nº 1/99, de 15-1-99, relacionadas com o fim do período de transição para o TARGET2, em 2-3-2009.
- 27 de Fevereiro (Carta-Circular nº 24/2009 DSB, Banco de Portugal, Departamento de Supervisão Bancária)

Transmite algumas recomendações relativamente aos órgãos de administração e fiscalização no que diz respeito à qualificação profissional e independência.
- 2 de Março (Carta-Circular nº 10/2009 DET, Banco de Portugal, Departamento de Emissão e Tesouraria)

Março

Informa de que a empresa de transportes de valores ESEGUR, S.A., instalou na Região Autónoma da Madeira - Funchal, um Centro de Tratamento de Numerário habilitado para o exercício da actividade de recirculação de notas de euro.
- 5 Março (Aviso do Banco de Portugal nº 1/2009, D.R. nº 45 2ª Série)

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