



*Banco de Portugal*

EUROSISTEMA

Boletim Económico | *Verão 2007*

Volume 13, Número 2

Disponível em  
[www.bportugal.pt](http://www.bportugal.pt)  
Publicações

## **BANCO DE PORTUGAL**

### **Departamento de Estudos Económicos**

Av. Almirante Reis, 71-6.º andar

1150-012 Lisboa

### **Distribuição**

Departamento de Serviços de Apoio

Av. Almirante Reis, 71-2.º andar

1150-012 Lisboa

### **Impressão e Acabamento**

Jorge Fernandes, Lda.

### **Tiragem**

350 exemplares

Depósito Legal n.º 241772/06

ISSN 0872-9794



## ÍNDICE

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

Perspectivas para a Economia Portuguesa: 2007-2008 .....	9
<i>Caixa</i> Evolução recente das exportações de bens e serviços .....	36

***Artigos***

Os Efeitos de Choques de Política Monetária e Tecnológicos em Três Modelos da Área do Euro .....	41
Garantir Estabilidade de Preços Com Uma Regra de Política para a Taxa de Juro .....	59
Determinantes dos <i>Spreads</i> Aplicados nos Empréstimos Sindicados Concedidos a Empresas Não Financeiras da Área do Euro .....	69
O Impacto Económico do Aumento da Idade da Reforma: Lições da Alteração Legislativa de Setembro de 1993 .....	85

***Séries Trimestrais para a Economia Portuguesa***

Actualização 1977-2006 .....	97
------------------------------	----

***Cronologia das Principais Medidas Financeiras***

Janeiro a Junho 2007 .....	I
----------------------------	---



## TEXTOS DE POLÍTICA E SITUAÇÃO ECONÓMICA

Perspectivas para a Economia Portuguesa: 2007-2008

## PERSPECTIVAS PARA A ECONOMIA PORTUGUESA: 2007-2008

### 1. INTRODUÇÃO

As perspectivas para a economia portuguesa no período 2007-2008 caracterizam-se pela continuação da aceleração gradual da actividade económica. Esta evolução assenta, por um lado, na recuperação significativa da produtividade total dos factores e, por outro, na aceleração do investimento empresarial. Neste quadro, projecta-se que o consumo evolua de forma alisada face à dinâmica do rendimento disponível e que as exportações acompanhem a desaceleração da procura externa dirigida à economia portuguesa. A evolução das necessidades de financiamento da economia portuguesa no horizonte de projecção reflecte fundamentalmente a conjugação de uma melhoria gradual da balança de bens e serviços a par de uma deterioração da balança de rendimentos.

Após o fraco crescimento registado em 2005 (0.5 por cento), estima-se que o Produto Interno Bruto (PIB) tenha crescido 1.3 por cento em 2006, projectando-se uma aceleração para 1.8 e 2.2 por cento em 2007 e 2008, respectivamente (Quadro 1.1). O crescimento da actividade económica não deverá ainda permitir o reinício do processo de convergência real em relação à área do euro, o qual foi interrompido no início da década. No entanto, a actual projecção aponta para um crescimento do PIB próximo do da área do euro no final do horizonte de previsão (Gráfico 1.1).

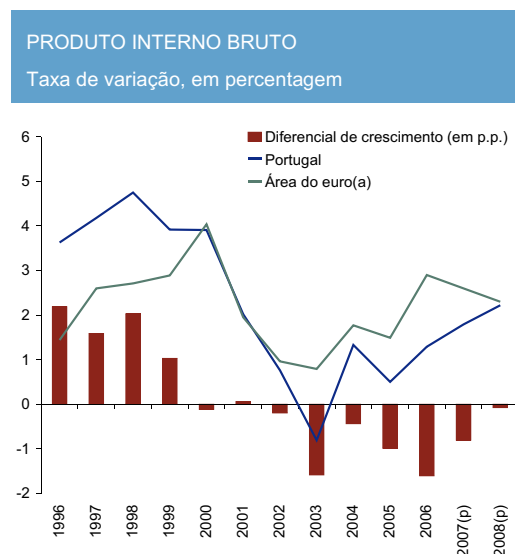
As projecções apresentadas assentam num conjunto de pressupostos relativos ao enquadramento da economia portuguesa, nomeadamente sobre a evolução futura das taxas de juro, das taxas de câmbio, da procura externa relevante para a economia portuguesa e dos preços de diversas maté-

#### Quadro 1.1

PROJECCÕES DO BANCO DE PORTUGAL 2006-2008							
Taxa de variação, em percentagem							
	Pesos 2006	Projecção actual			BE Inverno 2006		
		2006	2007	2008	2006	2007	2008
Produto Interno Bruto	100.0	1.3	1.8	2.2	1.2	1.8	2.1
Consumo privado	65.4	1.1	1.4	1.4	1.2	1.5	1.7
Consumo público	20.7	-0.3	-0.1	0.3	-0.2	0.0	0.3
Formação bruta de capital fixo	21.5	-2.0	0.6	3.1	-3.1	0.0	3.9
Procura interna	107.8	0.2	0.8	1.6	0.1	1.1	1.9
Exportações	31.3	9.1	7.2	6.5	9.3	6.2	6.1
Importações	39.1	4.2	3.4	4.2	4.3	3.5	4.7
Contributo (em p.p.)							
Exportações líquidas		1.0	0.9	0.5	1.1	0.6	0.1
Procura interna		0.3	0.9	1.7	0.1	1.2	2.0
do qual: Variação de Existências		0.0	-0.1	0.1	0.1	0.2	0.0
Balança Corrente e de Capital (% PIB)		-8.7	-7.9	-8.1	-7.6	-7.3	-7.2
Balança de bens e serviços (% PIB)		-7.6	-5.7	-5.4	-7.6	-6.4	-6.0
IHPC		3.0	2.5	2.3	3.0	2.3	2.4

**Nota:** Para cada variável apresenta-se a projecção correspondente ao cenário central (entendido como o valor mais provável dessa variável condicional ao conjunto de hipóteses consideradas). Conforme desenvolvido na Secção 7 deste artigo, as distribuições de probabilidade atribuídas aos valores possíveis da variável poderão ser assimétricas, pelo que a probabilidade de se observar um valor abaixo do cenário central pode ser diferente da probabilidade de se observar um valor acima do cenário central.

Gráfico 1.1



Nota: (a) Os valores relativos à área do euro correspondem aos pontos médios dos intervalos de projecção publicados no *Boletim Mensal de Junho do Banco Central Europeu*.

rias-primas, incluindo o petróleo. Em particular, é de sublinhar que as expectativas implícitas nos mercados financeiros apontam para que as condições de financiamento no período 2007-2008 se tornem progressivamente menos favoráveis. A projecção assenta ainda em pressupostos específicos para a economia portuguesa, nomeadamente no que respeita à evolução dos principais agregados das Administrações Públicas. Neste contexto, importa realçar que a actual projecção pressupõe a manutenção do actual processo de consolidação orçamental que, não obstante alguns efeitos restritivos no curto prazo, é essencial para promover um crescimento económico sustentado no médio e longo prazo.

A aceleração gradual da actividade neste ciclo económico dependerá decisivamente de um maior crescimento da produtividade total dos factores, à semelhança do observado em ciclos económicos anteriores. Por outro lado, a evolução do investimento empresarial registada nos últimos anos terá moderado o contributo do *stock* de capital para o crescimento do PIB. Após um desempenho da economia portuguesa ao longo dos últimos anos caracterizado, em média, por um fraco crescimento da produtividade, a evolução da produtividade total dos factores ao longo do horizonte de projecção será influenciada, em particular, pela continuação do processo de reestruturação do sector empresarial. Este processo poderá estar associado não apenas à substituição de empresas menos produtivas por empresas mais eficientes na utilização dos recursos, como também à criação de postos de trabalho com maiores níveis de produtividade no âmbito de processos de reestruturação interna das empresas existentes.

O aumento do ritmo de crescimento da actividade económica ao longo do horizonte de projecção traduz essencialmente uma aceleração da procura interna, na medida em que se projecta algum abrandamento das exportações, que ainda assim deverão manter um crescimento próximo do assumido para os principais mercados de destino. A aceleração da procura interna reflecte a recuperação do investimento, que deverá registar taxas de crescimento positivas em 2007. Por seu turno, o consumo privado deverá exibir um perfil de recuperação muito moderado, reflectindo a manutenção de um papel particularmente activo das limitações impostas pelas condições de solvabilidade decorrentes das restrições orçamentais intertemporais, num contexto de condições de financiamento progressiva-

mente menos favoráveis e de uma recuperação moderada do emprego. Finalmente, é de salientar que a prossecução do processo de consolidação orçamental em curso deverá impor a manutenção de uma política orçamental restritiva até ao final do horizonte da actual projecção, de molde a garantir a convergência para o objectivo de médio prazo inscrito no Programa de Estabilidade e Crescimento (saldo estrutural de -0.5 por cento do PIB em 2010).

No que diz respeito às necessidades de financiamento da economia portuguesa, medidas pelo saldo conjunto das balanças corrente e de capital, as actuais projecções contemplam uma redução de 8.7 por cento do PIB em 2006 para valores em torno de 8 por cento em 2007 e 2008. Esta evolução reflecte fundamentalmente a redução do défice da balança de bens e serviços em 2007, nomeadamente da sua componente não energética, num contexto em que a procura interna deverá manter um crescimento inferior ao dos principais parceiros comerciais e em que o processo de reestruturação do sector exportador dever-se-á traduzir num impacto favorável nos termos de troca no conjunto do horizonte de projecção. A evolução esperada para a balança de bens e serviços deverá mais do que compensar a deterioração da balança de rendimentos, determinada quer pela progressiva deterioração da posição de investimento internacional, quer pelo aumento assumido para as taxas de juro ao longo do horizonte de projecção.

As actuais projecções apontam para uma redução da taxa de inflação, medida pela taxa de variação média anual do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), de 3 por cento em 2006 para 2.5 por cento em 2007 e 2.3 por cento em 2008. A desaceleração dos preços projectada para 2007 é determinada essencialmente pela componente energética, que deverá evoluir em linha com a trajetória assumida para o preço do petróleo. A evolução da inflação em 2007 deverá ser igualmente condicionada por alguns factores específicos, com destaque para a significativa aceleração dos preços dos bens alimentares não transformados verificada a partir do final de 2006. A dissipação destes efeitos e a moderação do crescimento dos preços de importação de bens não energéticos deverão contribuir para uma desaceleração da componente não energética do IHPC em 2008.

A actual projecção mantém inalterada a previsão para o crescimento do PIB em 2007 face à publicada no Boletim Económico do Inverno de 2006, embora a composição da despesa apresente diferenças (Gráfico 1.2). A revisão da composição da despesa reflecte a incorporação de informação entretanto divulgada pelo [Instituto Nacional de Estatística](#) (INE), nomeadamente as Contas Nacionais Trimestrais relativas ao quarto trimestre de 2006 e ao primeiro trimestre de 2007, bem como as Estatísticas do Comércio Internacional divulgadas para o mês de Abril. Esta informação revelou um desempenho das exportações e do investimento mais favorável do que o anteriormente projectado, o que determinou uma revisão em alta da projecção para o crescimento destas componentes da despesa. No sentido oposto, a informação relativa ao consumo privado aponta para um menor crescimento do que o anteriormente projectado.

No que respeita a 2008, a actual projecção inclui uma revisão em alta do crescimento da actividade de 0.1 pontos percentuais (p.p.), dado que se espera que o menor contributo da procura interna seja mais do que compensado pelo maior contributo das exportações líquidas. O menor crescimento do consumo privado e do investimento reflecte a revisão em alta das taxas de juro e a evolução menos favorável projectada para o crescimento do emprego.

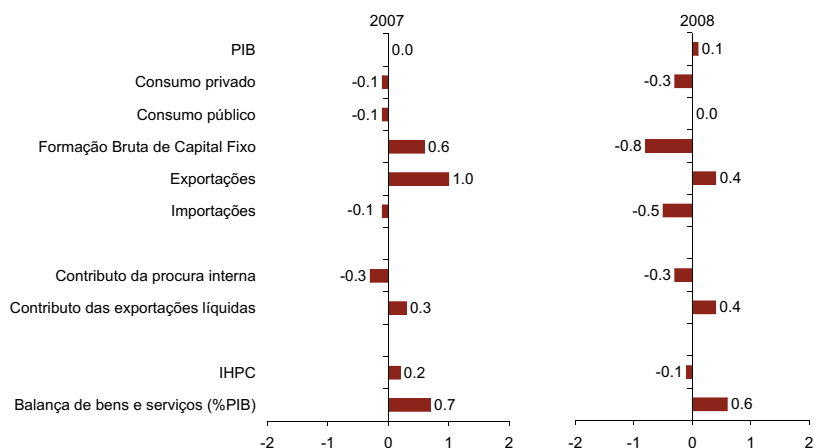
A actual projecção incorpora uma melhoria do saldo balança de bens e serviços em percentagem do PIB, de 0.7 p.p. e 0.6 p.p. em 2007 e 2008, respectivamente, reflectindo essencialmente a revisão em baixa das importações em termos nominais<sup>1</sup>.

(1) As projecções para o saldo conjunto das balanças corrente e de capital encontram-se muito abaixo do projectado no cenário central do Boletim Económico do Inverno de 2006. Esta diferença traduz fundamentalmente os novos apuramentos para a balança de rendimentos, associados à deterioração mais expressiva do que o inicialmente estimado da posição de investimento internacional da economia portuguesa, assim como uma revisão em baixa do excedente estimado da balança de capitais.



Gráfico 1.2

REVISÃO FACE À PROECÇÃO DO BOLETIM ECONÓMICO DO INVERNO DE 2006  
Em pontos percentuais



A actual projecção para a taxa de inflação em 2007 representa um valor ligeiramente superior ao divulgado no *Boletim Económico* do Inverno de 2006, traduzindo a revisão em alta do preço do petróleo em euros e o aumento de alguns de preços sujeitos a procedimentos de natureza administrativa. Para 2008, a actual projecção implica uma ligeira revisão em baixa (-0.1 p.p.).

## 2. HIPÓTESES DE ENQUADRAMENTO

A actual projecção assenta num conjunto de hipóteses técnicas. As hipóteses relacionadas com a evolução das taxas de juro, das taxas de câmbio e dos preços internacionais das matérias-primas baseiam-se na informação disponível nos mercados financeiros até ao início de Junho.

Neste exercício assume-se ainda uma evolução para a procura externa relevante para Portugal, com base nas projecções para as economias da área do euro, elaboradas pelos respectivos bancos centrais nacionais no âmbito do exercício de projecção do Eurosistema de Junho de 2007, e na agregação de um conjunto de hipóteses para a evolução das economias não pertencentes à área do euro.

Finalmente, consideram-se também um conjunto de pressupostos específicos para Portugal, com particular destaque para os relativos à evolução das finanças públicas e dos preços condicionados por procedimentos de natureza administrativa.

### 2.1. Taxas de juro e taxas de câmbio

A actual projecção admite que as taxas de juro de curto e longo prazos evoluem em linha com as expectativas implícitas nos mercados financeiros até ao final do horizonte de projecção. Esta hipótese traduz-se num aumento da taxa de juro de curto prazo, de um valor médio de 3.1 por cento em 2006 para 4.2 por cento em 2007 e 4.8 por cento em 2008. No caso das taxas de juro de longo prazo, espera-se igualmente uma subida, embora mais moderada, passando de 3.9 por cento em 2006 para 4.5 por cento em 2007 e 4.8 por cento em 2008. Em relação às taxas de câmbio, assume-se a sua manu-

tenção nos níveis médios prevalecentes no início de Junho. Esta hipótese técnica implica uma apreciação do euro de 3 por cento em 2007 em termos efectivos e de 6.5 por cento em relação ao dólar.

## 2.2. Preços internacionais

As hipóteses técnicas relativamente à evolução dos preços internacionais das matérias-primas baseiam-se nas expectativas implícitas nos mercados de futuros. No caso do preço do petróleo, depois dos expressivos aumentos verificados nos últimos anos, os mercados de futuros apontam para um valor médio anual em 2007 semelhante ao registado em 2006 (cerca de 65 dólares por barril) e para um ligeiro aumento para próximo de 70 dólares em 2008.

Em relação aos preços das matérias-primas não energéticas em dólares, espera-se a manutenção de uma taxa de crescimento elevada em 2007 (22 por cento) seguida de uma considerável desaceleração em 2008 para uma taxa de crescimento de cerca de 5 por cento.

Relativamente aos preços no consumidor na área do euro, as projecções do Eurosistema publicadas no [Boletim Mensal do Banco Central Europeu](#) (BCE) de Junho de 2007 apontam para que a taxa de crescimento média anual do IHPC se situe entre 1.8 e 2.2 por cento em 2007 e 1.4 e 2.6 por cento em 2008 (2.2 por cento em 2006). Enquanto em 2007 se espera que o aumento dos impostos indirectos tenha um impacto significativo no crescimento do IHPC (com um contributo de 0.5 p.p.), as alterações de impostos indirectos assumidas na actual projecção deverão ter, em geral, um impacto neutral na inflação em 2008. Projecta-se igualmente alguma aceleração das remunerações nominais por trabalhador o que, a par com uma estabilização do crescimento da produtividade, se traduz numa aceleração moderada dos custos unitários do trabalho. Por fim, estas projecções incorporam um aumento continuado das margens de lucro, ainda que a um ritmo progressivamente mais fraco.

## 2.3. Actividade económica no exterior e procura externa

A evolução da procura externa dirigida a Portugal assumida no actual exercício tem por base um enquadramento externo comum a todos os países do Eurosistema relativamente ao crescimento do produto e das importações de bens e serviços de um conjunto de economias não pertencentes à área do euro<sup>2</sup>. Este enquadramento serve de base às projecções dos bancos centrais nacionais dos países pertencentes à área do euro, sendo posteriormente assegurada a consistência dos fluxos de comércio de bens e serviços entre estes.

Em relação ao crescimento das economias não pertencentes ao Eurosistema, as hipóteses consideradas apontam para valores em torno de 5 por cento em 2007 e 2008, após um crescimento de 6 por cento em 2006. Apesar de se prever algum abrandamento para a economia americana, o crescimento nos países asiáticos excluindo o Japão deverá permanecer robusto. Para os restantes países, incluindo as economias da União Europeia não pertencentes à área do euro e o Japão, as projecções do Eurosistema apontam igualmente para a manutenção de um crescimento dinâmico.

Apesar de um enquadramento internacional menos favorável, o exercício do Eurosistema publicado no [Boletim Mensal do BCE de Junho de 2007](#) prevê que as taxas de crescimento trimestrais do PIB se mantenham relativamente estáveis em 2007, situando-se a variação média anual no intervalo de 2.3 a 2.9 por cento. Para o ano seguinte projecta-se um crescimento da actividade económica entre 1.8 e 2.8 por cento. Esta evolução é essencialmente determinada pelo comportamento da procura interna,

(2) Para o Reino Unido, exclui os efeitos da fraude do Imposto sobre o Valor Acrescentado (IVA), de acordo com estimativas do Instituto de Estatística do Reino Unido (disponíveis em <http://www.statistics.gov.uk/pdfdir/trrd0607.pdf>).

sustentada por uma melhoria prevista das condições do mercado de trabalho que se espera tenha um impacto positivo na evolução do rendimento disponível e do consumo privado.

Tendo em conta as hipóteses assumidas para o crescimento das economias não pertencentes à área do euro e sobretudo as projecções para a evolução da actividade económica na área do euro, espera-se um menor dinamismo da procura externa dirigida a Portugal em 2007 (6.4 por cento face a 8.5 por cento em 2006), reflectindo uma desaceleração tanto da componente intra quanto da componente extra área do euro. Para 2008, prevê-se uma relativa estabilidade do crescimento da procura externa relevante para Portugal (5.9 por cento), baseada numa nova desaceleração da componente intra área do euro, contrabalançada por uma aceleração da componente extra.

#### 2.4. Hipóteses específicas para Portugal

A actual projecção baseia-se igualmente num conjunto de hipóteses específicas para a economia portuguesa, sendo de destacar as referentes às finanças públicas e aos preços condicionados por procedimentos de natureza administrativa.

No que respeita às finanças públicas é de salientar que, de acordo com a regra que é usada no âmbito do Eurosistema, apenas foram consideradas as medidas de política orçamental que já foram aprovadas ou que foram especificadas em pormenor e que provavelmente serão aprovadas no âmbito do processo legislativo. Esta hipótese condiciona, em particular, a evolução projectada para o consumo público, nomeadamente no que se refere aos possíveis impactos do Programa de Reestruturação da Administração Central do Estado (PRACE) e da reforma dos regimes de vinculação, de carreiras e de remunerações das Administrações Públicas. Neste contexto, assume-se uma quase estabilização do consumo público em termos reais em 2007, aumentando de forma pouco expressiva em 2008. Esta evolução decorre, no essencial, de uma diminuição do número de funcionários públicos, em linha com a regra de admissão de apenas um empregado por cada dois que deixem o serviço, de uma subida pouco expressiva do consumo intermédio em termos reais e, em 2007, da poupança na despesa com convenções e farmácias, na sequência das medidas introduzidas no Orçamento do Estado para 2007.

Em relação ao investimento público, considerou-se uma ligeira redução em rácio do PIB ao longo do horizonte de projecção. De referir que a incerteza associada a esta rubrica é particularmente elevada, não apenas devido ao efeito das medidas de contenção orçamental, mas também por 2007 ser o primeiro ano do Quadro de Referência Estratégico Nacional.

No que diz respeito à tributação indirecta, a actual projecção considera, em 2007, a subida das taxas unitárias do Imposto sobre os Produtos Petrolíferos em 2.5 cêntimos por litro de combustível que ocorreu em meados de Janeiro do corrente ano, bem como o aumento do Imposto sobre o Tabaco em linha com o incluído no Orçamento do Estado para 2007. Em 2008, no caso do Imposto sobre os Produtos Petrolíferos e no caso do Imposto sobre o Tabaco, foram consideradas novas subidas da tributação, em linha com o previsto na actualização de Dezembro de 2006 do Programa de Estabilidade e Crescimento. No que diz respeito aos restantes preços condicionados por procedimentos de natureza administrativa, a actual projecção assume que estes deverão apresentar, em geral, uma evolução em linha com a dos últimos anos.

### 3. OFERTA

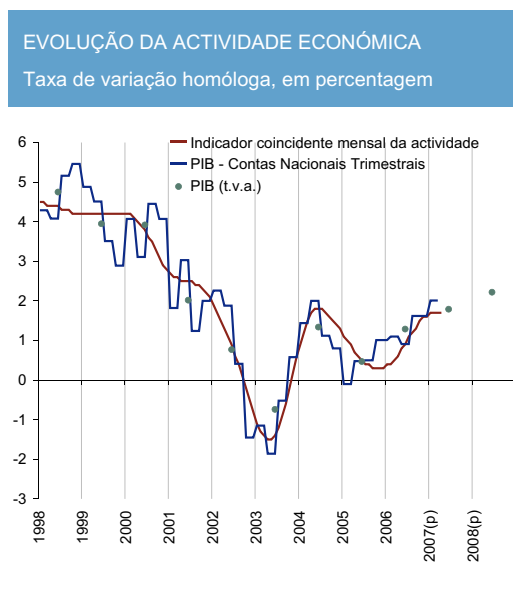
#### 3.1. Actividade económica

A actual projecção aponta para um crescimento do PIB em termos reais de 1.8 por cento em 2007 (após um crescimento de 1.3 por cento em 2006), projectando-se uma aceleração para 2.2 por cento em 2008 (Gráfico 3.1.1). Este aumento do ritmo de crescimento da actividade económica reflecte essencialmente a evolução da actividade no sector privado, projectando-se um crescimento de 2.2 por cento para 2007 (após um crescimento de 1.7 por cento em 2006), seguido de uma aceleração para cerca de 2.7 por cento em 2008. A actividade no sector público administrativo deverá voltar a contrair-se em 2007 e em 2008 cerca de 0.5 por cento, apresentando ainda assim uma queda inferior à registada em 2006 (-1.9 por cento)<sup>3</sup>.

Ao nível sectorial, a actividade na indústria transformadora registou em 2006 um dinamismo assinalável, com um crescimento estimado em 2.8 por cento, associado ao forte crescimento das exportações de mercadorias. Em 2007 e 2008 a actividade deste sector deverá ser condicionada pelo abrandamento da procura externa dirigida às empresas portuguesas, que ainda assim manterá um crescimento expressivo, beneficiando, no entanto, da recuperação da procura interna ao longo do horizonte de projecção, não obstante o elevado conteúdo importado das suas componentes mais dinâmicas.

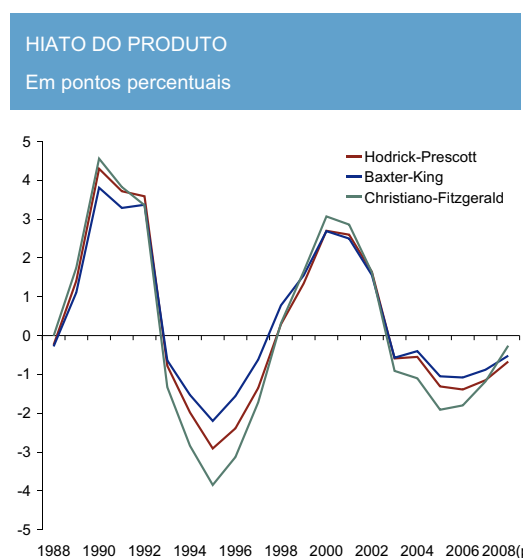
Após as quedas sucessivas registadas nos últimos anos (-4.5 por cento em 2005 e -6.4 por cento em 2006), a actividade no sector da construção deverá voltar a registar taxas de crescimento positivas no final do horizonte de previsão, em linha com alguma recuperação das despesas de investimento em habitação e construção por parte de famílias e empresas. Adicionalmente, a evolução do sector da

Gráfico 3.1.1



(3) O produto do sector público corresponde às despesas realizadas pelas Administrações Públicas em factores primários destinados à provisão dos bens e serviços públicos, em particular as despesas com pessoal e o consumo de capital fixo. O produto do sector privado é obtido como a diferença entre o produto total e o produto do sector público, incluindo por isso as despesas de consumo intermédio das Administrações Públicas em bens e serviços produzidos pelo sector privado.

Gráfico 3.1.2



Nota: Para mais detalhes sobre os métodos de cálculo do hiato do produto veja-se, Almeida, V. e R. Félix (2006), "Cálculo do produto potencial e do hiato do produto para a economia portuguesa", *Boletim Económico, Banco de Portugal, Outono 2006*.

construção reflectirá a estabilização do volume de investimento das Administrações Públicas em níveis próximos dos registados em 2006, após as quedas substanciais observadas nos anos anteriores.

Ao nível do sector dos serviços, a actividade deverá manter um crescimento fraco apesar do desempenho favorável das exportações de serviços, à semelhança do que já aconteceu em 2006 (estima-se que tenha registado um crescimento de 1.2 por cento). Esta evolução reflecte o crescimento moderado projectado para as despesas de consumo das famílias, ainda que a um ritmo superior ao registado em 2006, e um aumento virtualmente nulo dos serviços prestados essencialmente pelo sector público.

A actual projecção aponta para um crescimento do PIB superior às estimativas actualmente disponíveis para o crescimento do produto potencial ao longo do horizonte<sup>4</sup>. Esta evolução implica a continuação do gradual estreitamento do hiato do produto (Gráfico 3.1.2).

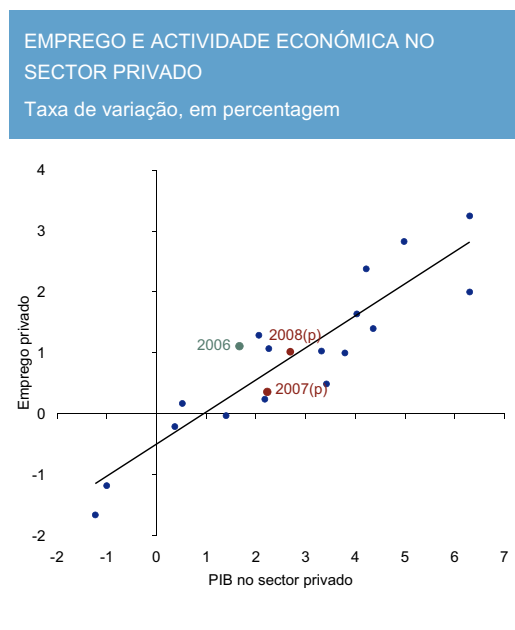
### 3.2. Emprego

Em 2006, o emprego registou um crescimento de 0.7 por cento, que terá excedido o que seria expectável dada a evolução da actividade económica. A actual projecção aponta para um crescimento do emprego de 0.3 por cento em 2007, reflectindo o abrandamento registado no final do ano transacto e no início do corrente ano. Em 2008, projecta-se que o emprego volte a crescer cerca de 1 por cento, evoluindo em linha com a progressiva aceleração da actividade económica.

A evolução projectada para o emprego agregado resulta, no entanto, de um comportamento distinto do sector privado e das Administrações Públicas, sendo de destacar neste último caso que se assumiu uma redução líquida do número de efectivos em 2007 e em 2008. Relativamente ao emprego no sector privado, este terá registado no ano de 2006 uma taxa de crescimento superior ao sugerido pela sua relação com a respectiva evolução da actividade (Gráfico 3.2.1). Contudo, a informação disponí-

(4) Ver Almeida, V. e R. Félix (2006), "Cálculo do produto potencial e do hiato do produto para a economia portuguesa", *Boletim Económico, Banco de Portugal, Outono 2006*.

Gráfico 3.2.1



vel aponta para que a reversão desta evolução se tenha iniciado no fim de 2006 e continuado no início de 2007, pelo que a projecção para o ano corrente inclui um abrandamento do emprego neste sector. Em 2008, o emprego no sector privado deverá voltar a registar uma evolução mais em linha com a actividade económica.

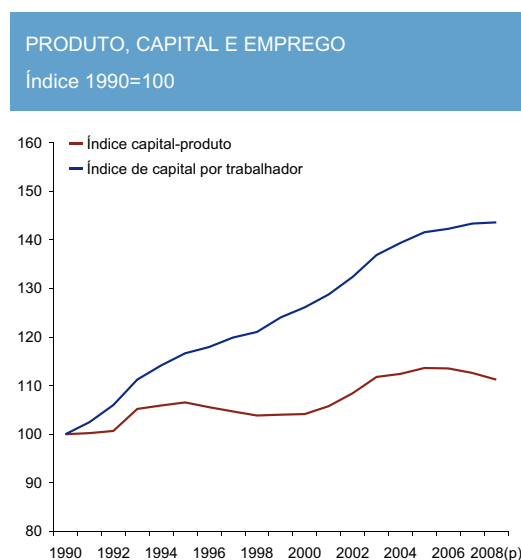
No que respeita à oferta de trabalho, esta tem sido marcada ao longo dos últimos anos pela tendência ascendente da taxa de actividade que reflecte, entre outros factores, a crescente participação das mulheres no mercado de trabalho, assim como a dinâmica demográfica e a promoção do envelhecimento activo através de políticas de retenção no emprego dirigidas aos grupos etários mais elevados. No entanto, o impacto de alguns destes factores deverá diminuir no curto prazo, pelo que ao longo do horizonte de projecção se considera algum abrandamento da população activa.

No que diz respeito à produtividade aparente do trabalho, esta deverá acelerar consideravelmente em 2007, após o fraco crescimento registado em 2006, reflectindo a recuperação da actividade económica e a reversão do crescimento particularmente elevado do emprego. Refira-se que, embora o crescimento do produto por hora trabalhada tenha superado ligeiramente o do produto por trabalhador em 2006, num contexto de redução da duração média do horário de trabalho, espera-se que ao longo do horizonte os dois indicadores exibam um crescimento idêntico.

### 3.3. Factores de crescimento económico

A evolução do investimento incluída na actual projecção determina a manutenção de um crescimento moderado do *stock* de capital, que deverá registar taxas de crescimento próximas de 1 por cento em 2007 e 2008, tal como já aconteceu em 2006. Esta evolução do *stock* de capital, num contexto de crescimento mais dinâmico da actividade económica, determina uma estabilização do rácio capital-produto no período posterior à recessão de 2003, a exemplo do que terá acontecido após a recessão de 1993. No que diz respeito à dotação de capital físico por trabalhador, a actual projecção implica um menor crescimento no período 2006-2008, face à evolução registada no período imediatamente anterior (Gráfico 3.3.1).

Gráfico 3.3.1



Os factores de crescimento da economia portuguesa podem ser identificados através da decomposição do crescimento do produto nos contributos decorrentes da utilização de factores produtivos, trabalho e capital, e do crescimento da produtividade total destes factores. Refira-se que a produtividade total dos factores é obtida de forma residual, sendo determinada pela parcela do crescimento económico não explicada pelo contributo dos factores produtivos considerados na função de produção (neste caso, trabalho e capital). Assim, esta componente contempla a influência de diversos efeitos, nomeadamente o avanço tecnológico e organizacional, alterações do enquadramento institucional da actividade económica e todas as alterações qualitativas dos próprios factores produtivos, com destaque para a evolução do capital humano<sup>5</sup>. Adicionalmente, importa referir que esta medida de produtividade é afectada pelos erros de medição da quantidade dos factores produtivos efectivamente utilizados.

A decomposição do crescimento do produto aponta para um contributo diferenciado dos factores produtivos ao longo do horizonte de projecção. Assim, num enquadramento de baixo crescimento do *stock* de capital e de crescimento moderado do emprego, o crescimento da produtividade total dos factores deverá ter um papel fundamental na evolução da actividade económica no horizonte da actual projecção (Gráfico 3.3.2).

O aumento da produtividade total dos factores implícito na actual projecção, além de traduzir a evolução pró-cíclica da taxa de utilização da capacidade produtiva<sup>6</sup>, não deixará de reflectir um processo de recomposição da produção nacional, em particular do sector exportador. A participação de novos intervenientes no comércio internacional com custos unitários de produção reduzidos e com um padrão de especialização particularmente concorrencial com a estrutura de exportações de Portugal terá implicado uma redução do peso das exportações de produtos com menor conteúdo tecnológico e de capital humano e algum redireccionamento de recursos para os restantes segmentos de mercado. Este processo de reestruturação poderá estar associado não apenas à substituição de empresas me-

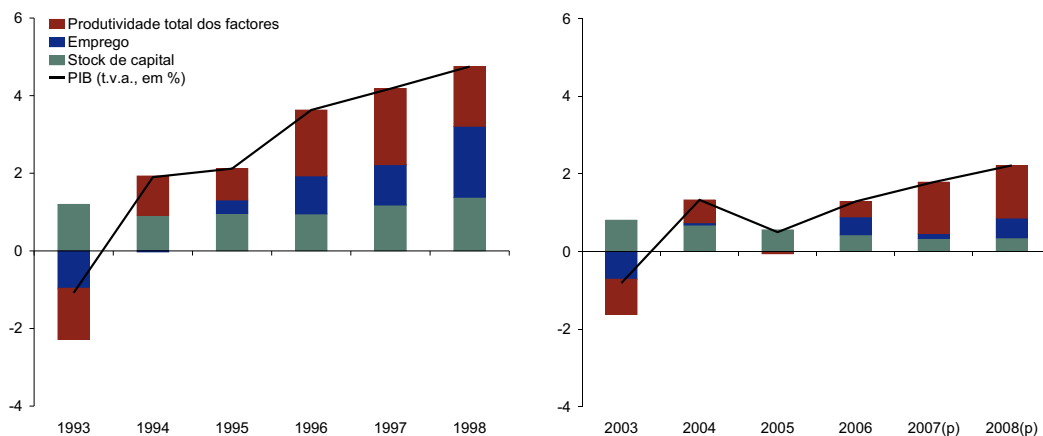
(5) Para mais detalhes sobre o exercício de contabilidade do crescimento assim como sobre os cuidados necessários à sua interpretação veja-se, Almeida, V. e R. Félix (2006), "Cálculo do produto potencial e do hiato do produto para a economia portuguesa", *Boletim Económico, Banco de Portugal, Outono 2006*.

(6) Refira-se que um aumento da taxa de utilização da capacidade produtiva se reflecte positivamente sobre a produtividade total dos factores, na medida em que o factor capital é medido pelo *stock* de capital instalado e não pelo efectivamente utilizado na produção.

Gráfico 3.3.2

CONTRIBUTO DOS FACTORES PARA O CRESCIMENTO DO PRODUTO DURANTE E APÓS AS RECESSÕES DE 1993 E 2003

Contributo para a taxa de variação, em pontos percentuais



nos produtivas por empresas mais eficientes na utilização dos recursos, como também à criação de postos de trabalho com níveis de produtividade mais elevados, no âmbito de processos de reestruturação interna de empresas.

A comparação do papel dos diferentes factores de crescimento na fase subsequente às recessões de 1993 e 2003 permite pôr em evidência alguns factores distintivos da actual fase de recuperação (Gráfico 3.3.2). Assim, constata-se que o crescimento do PIB nos anos posteriores à recessão de 2003 tem sido marcado, em termos médios, por um contributo inferior tanto dos factores produtivos como da sua produtividade. Este facto parece ser particularmente pronunciado no que diz respeito ao factor capital, reflectindo a fraca dinâmica do investimento (ver [subsecção 4.3](#)), e contrasta com as elevadas taxas de crescimento que se verificaram no período subsequente à recessão de 1993.

No que respeita ao factor trabalho, o contributo no período após a recessão de 2003 é substancialmente inferior ao registado no período subsequente à recessão de 1993. Note-se, em particular, que o período mais recente registou um crescimento médio mais reduzido do emprego no sector privado. A actual projecção assume a continuação da redução líquida do número de efectivos das Administrações Públicas ao longo do horizonte de projecção, à semelhança do verificado em 2006.

Finalmente, no que diz respeito à produtividade total dos factores, o contributo para o crescimento no período após a recessão de 2003 foi, em termos médios, ligeiramente inferior ao registado após a recessão de 1993. No entanto, como já foi referido, a recuperação da actividade económica em 2007 e 2008 estará associada a um aumento do contributo da produtividade total dos factores para valores semelhantes aos estimados para o período 1996-1998.



## 4. PROCURA

### 4.1. Composição da despesa

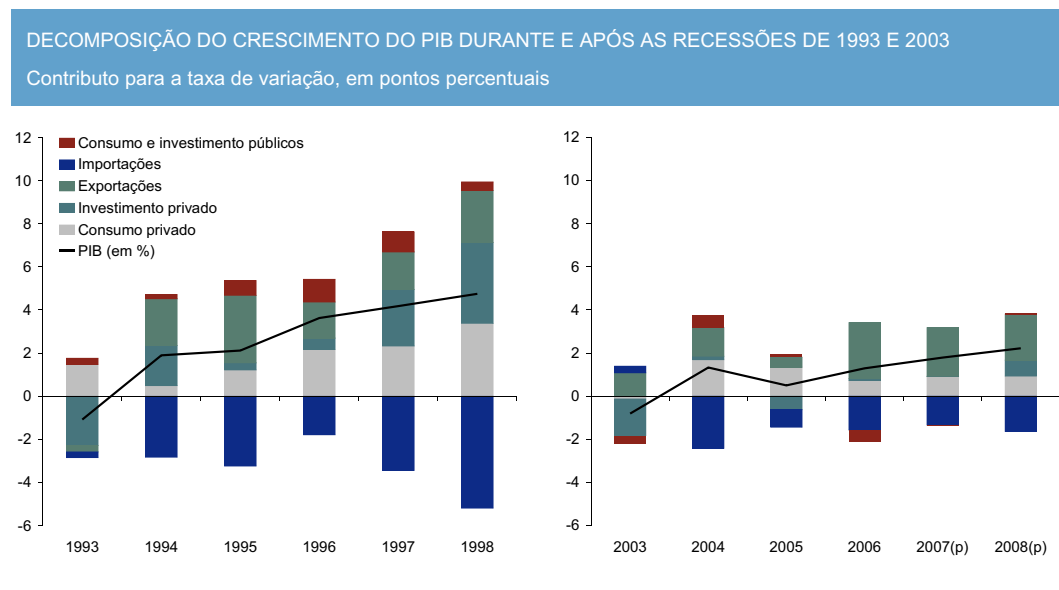
A progressiva aceleração da actividade económica ao longo do horizonte de projecção, de 1.3 por cento em 2006 para 1.8 e 2.2 por cento em 2007 e 2008, comporta um aumento do contributo da procura interna e uma redução do contributo da procura externa líquida. O contributo da procura interna deverá aumentar de 0.3 p.p. em 2006 para cerca de 0.9 e 1.7 p.p. em 2007 e 2008, reflectindo essencialmente o retorno do investimento a taxas de crescimento positivas. Em relação ao contributo da procura externa líquida, projecta-se que diminua de cerca de 1.0 p.p. em 2006 para 0.9 e 0.5 p.p. respectivamente em 2007 e 2008, reflectindo o abrandamento das exportações e alguma aceleração das importações, nomeadamente em 2008.

A comparação do contributo das diferentes componentes da despesa para o crescimento do PIB em fases similares do ciclo económico põe em evidência as características particulares da actual fase de recuperação da actividade, quer no que respeita à sua dinâmica, quer no que respeita ao papel dos diversos agentes económicos enquanto utilizadores finais dos bens e serviços produzidos.

Tal como referido e analisado em edições anteriores do Boletim Económico, não só o dinamismo da actividade económica na actual fase de recuperação é claramente inferior ao registado após a recessão de 1993, como também a recuperação do PIB tem assumido um perfil mais irregular (Gráfico 4.1.1).

Ao nível da composição da despesa, as diferenças entre os dois ciclos económicos centram-se fundamentalmente na procura interna. O fraco crescimento da procura interna, por oposição ao dinamismo registado na fase de recuperação subsequente à recessão de 1993, traduz em larga medida as limitações decorrentes das restrições orçamentais intertemporais dos agentes económicos, assim como o seu impacto ao nível das expectativas de evolução futura da procura.

Gráfico 4.1.1



No que diz respeito às famílias, o nível de endividamento em percentagem do rendimento disponível tem registado um aumento continuado, o que, num contexto de subida de taxas de juro, tenderá a limitar as despesas de consumo e investimento em habitação das famílias, nomeadamente pela necessidade de satisfazer o serviço da dívida. Pelo contrário, o período posterior à recessão de 1993 foi caracterizado por uma descida sustentada dos custos de financiamento, assim como por um forte crescimento do endividamento das famílias, que se situava então em níveis substancialmente inferiores, o qual terá favorecido o forte crescimento das despesas de consumo e investimento em habitação registados na segunda metade da década de 90.

Ao nível das Administrações Públicas, as medidas conducentes à correcção da situação de défice excessivo, apesar de fundamentais para assegurar um crescimento sustentado no médio e longo prazos, limitaram o contributo do consumo e investimento públicos para o crescimento nos anos mais recentes, assumindo-se que este padrão de evolução se manterá até ao final do horizonte da actual projecção. Em contraste, o período subsequente à recessão de 1993 foi caracterizado por um contributo mais significativo da despesa das Administrações Públicas para o crescimento do PIB. Em particular, entre 1997 e 2001, a política orçamental revelou-se fortemente expansionista e assumiu uma natureza claramente pró-cíclica.

O contributo do investimento empresarial para o crescimento da actividade económica no actual período de recuperação tem-se revelado claramente inferior ao registado após a recessão de 1993, projectando-se no entanto um claro aumento ao longo do horizonte da actual projecção. Refira-se que as quedas sucessivas do investimento empresarial registadas no passado recente deverão ter correspondido a um ajustamento do *stock* de capital para níveis compatíveis com as actuais perspectivas de crescimento tendencial da procura. Pelo contrário, o período subsequente à recessão de 1993 foi marcado por um crescimento muito significativo do investimento privado, impulsionado por um aumento do *stock* de capital desejado decorrente da significativa redução dos custos de financiamento.

#### 4.2. Consumo privado

O consumo privado desacelerou de um crescimento 2.1 por cento em 2005 para 1.1 por cento em 2006. Apesar deste abrandamento, o consumo continuou a registar um crescimento superior ao do rendimento disponível real das famílias, determinando uma redução da taxa de poupança em cerca de um ponto percentual. A actual projecção aponta para um crescimento desta componente da despesa de 1.4 por cento quer em 2007 quer em 2008, traduzindo uma evolução alisada face à dinâmica do rendimento disponível (Gráfico 4.2.1). Tomando como referência para a área do euro os pontos médios dos intervalos de projecção publicados pelo [BCE no Boletim Mensal de Junho](#), o crescimento das despesas de consumo das famílias em Portugal deverá manter-se inferior ao da área do euro até final do horizonte, tal como ocorrido em 2006 (Gráfico 4.2.2).

A evolução do consumo privado em 2006 resultou da conjugação de um abrandamento ligeiro do consumo de bens não duradouros e de uma queda substancial do consumo de bens duradouros após o forte crescimento registado em 2005. A subida gradual das taxas de juro e o conseqüente aumento dos encargos da dívida, num contexto de elevado endividamento das famílias, assim como um crescimento dos preços no consumidor superior ao inicialmente esperado, contribuíram para o fraco aumento do rendimento disponível em termos reais, que limitou o crescimento desta componente da despesa em 2006.

A aceleração do consumo privado em 2007 é corroborada pela evolução do indicador da situação financeira das famílias esperada para os próximos 12 meses disponibilizado pela Comissão Europeia

Gráfico 4.2.1

**CONSUMO, RENDIMENTO DISPONÍVEL E TAXA DE POUPANÇA**  
Taxa de variação, em percentagem

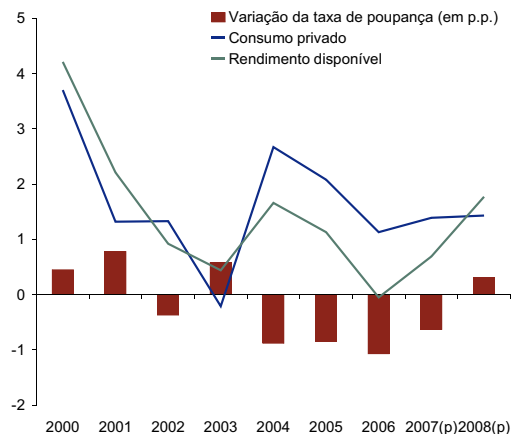
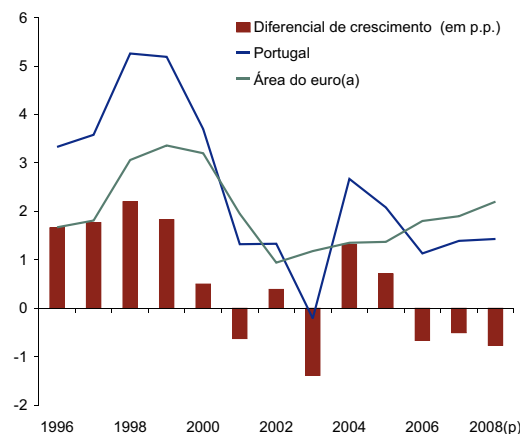


Gráfico 4.2.2

**CONSUMO PRIVADO**  
Taxa de variação, em percentagem

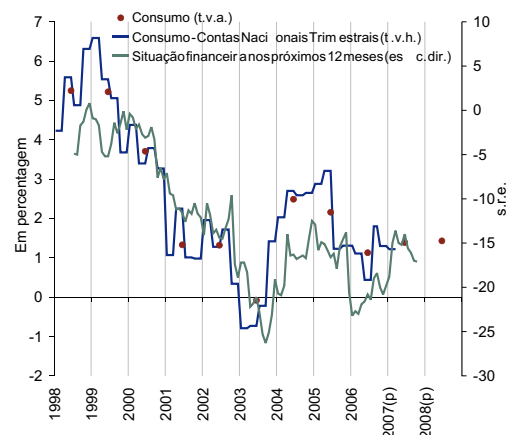


Nota: (a) Os valores relativos à área do euro correspondem aos pontos médios dos intervalos de projecção publicados no *Boletim Mensal de Junho do Banco Central Europeu*.

(Gráfico 4.2.3). O comportamento esperado do consumo no horizonte de projecção reflecte, embora de forma alisada, a evolução do rendimento disponível real das famílias, proporcionado pela recuperação mais sustentada da actividade económica. Os efeitos desfasados associados à subida continuada das taxas de juro, num contexto em que as melhorias no mercado de trabalho deverão ainda ser pouco expressivas, deverão no entanto actuar como factores moderadores das despesas de consumo, nomeadamente no que respeita aos bens duradouros.

Gráfico 4.2.3

**CONSUMO PRIVADO E SITUAÇÃO FINANCEIRA NOS PRÓXIMOS 12 MESES**



Fonte: INE, Banco de Portugal e Comissão Europeia  
Nota: A série referente à Situação financeira nos próximos 12 meses foi desfasada 6 períodos.

O crescimento das despesas de consumo das famílias deverá manter-se abaixo do crescimento do PIB, depois de uma década em que o crescimento médio anual foi superior em quase meio ponto percentual e em que a taxa de poupança se reduziu em cerca de 3 p.p., em termos acumulados. No horizonte de previsão, num quadro de evolução alisada do consumo, é esperada uma nova queda da taxa de poupança em 2007 e uma recuperação em 2008.

### 4.3. Formação bruta de capital fixo

A Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) registou uma contracção de 2 por cento em 2006. Nos últimos cinco anos, a queda acumulada atingiu cerca de 16 por cento, traduzindo-se numa progressiva e acentuada diminuição do peso desta componente da despesa no PIB (Gráfico 4.3.1 e Gráfico 4.3.2). A decomposição da FBCF por sectores institucionais põe em evidência comportamentos diferenciados. Enquanto o investimento empresarial registou um crescimento próximo de 1 por cento em 2006, após um período de quatro anos de quebras sucessivas, o investimento das Administrações Públicas e das famílias em habitação registaram quedas muito significativas.

A análise do comportamento recente do investimento por parte das famílias e das empresas deve ser enquadrada, à semelhança do consumo privado, no processo de ajustamento a um regime caracterizado por custos de financiamento estruturalmente mais baixos decorrente da participação na área do euro e da integração financeira da economia portuguesa. A queda das taxas de juro nominais e reais e as expectativas de um maior crescimento económico na segunda metade da década de 90 estimularam o endividamento para financiar a expansão do parque habitacional detido pelas famílias e o investimento por parte das empresas, situação que se traduziu num aumento significativo da taxa de investimento da economia até 2000.

Após 2001, verificou-se uma clara desaceleração do investimento, num contexto de um fraco crescimento tendencial da produtividade, influenciada pela ocorrência de um conjunto de choques, de origem quer interna quer externa. Em particular, destacam-se a nível externo: a desaceleração pronunciada da economia da área do euro após 2000, o forte aumento do preço do petróleo e o acen-

Gráfico 4.3.1

**DECOMPOSIÇÃO DA FBCF**  
Contributo para a taxa de variação, em pontos percentuais

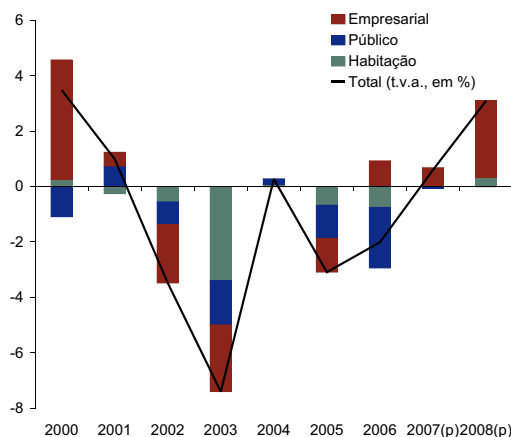
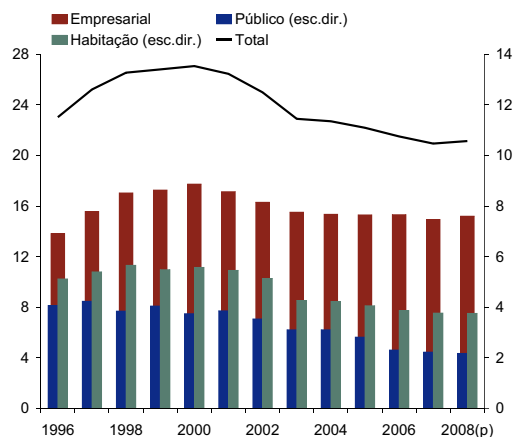


Gráfico 4.3.2

**INVESTIMENTO POR SECTOR INSTITUCIONAL**  
Em percentagem do PIB



tuado aumento da concorrência e da integração económica global. A nível interno, assume particular relevância a situação de défice excessivo das Administrações Públicas, bem como a incerteza quanto às indispensáveis medidas de consolidação orçamental, que terão contribuído para o crescimento moderado da actividade económica observado nos últimos anos.

A actual projecção contempla uma pequena recuperação no nível global de investimento em 2007, essencialmente determinada pela estabilização do investimento das Administrações Públicas (após uma queda de mais de 15 por cento em 2006) e do investimento em habitação (após uma queda de cerca de 4 por cento em 2006). A evolução do investimento em habitação encontra-se condicionada pela já referida expansão do parque habitacional no final dos anos 90, já que o longo ciclo associado às decisões de compra de habitação própria e a baixa taxa de depreciação das habitações tornam a sua renovação relativamente lenta, condicionando a evolução deste tipo de investimento durante períodos muito prolongados.

O investimento empresarial, por seu turno, deverá apresentar um crescimento de cerca de 1 por cento, valor próximo do registado em 2006, embora em forte aceleração durante o ano, atingindo um crescimento significativamente acima da média anual no final de 2007. No entanto, o valor médio anual é negativamente afectado pelo perfil de desaceleração em termos intra-anuais registado durante o ano transacto, o qual terá sido fortemente afectado por alguns factores de natureza temporária registados na primeira metade do ano<sup>7</sup>. O perfil de recuperação do investimento empresarial é consistente com o aumento dos níveis de confiança no sector industrial desde meados de 2005, reflectido no indicador de confiança e de expectativas de produção dos inquiridos de opinião da Comissão Europeia (Gráfico 4.3.3).

Para 2008, prevê-se uma aceleração da FBCF (de 0.6 por cento em 2007 para 3.1 por cento em 2008), para um ritmo claramente superior ao da actividade económica, desempenhando assim um papel preponderante na sua recuperação. Esta evolução resulta essencialmente da aceleração da FBCF privada, na medida em que se assume que o nível de investimento das Administrações Públicas se deverá manter virtualmente inalterado (ver [subsecção 2.4](#)). A aceleração da FBCF empresarial reflecte o habitual andamento pró-cíclico e está em linha com a regularidade empírica observada na

Gráfico 4.3.3

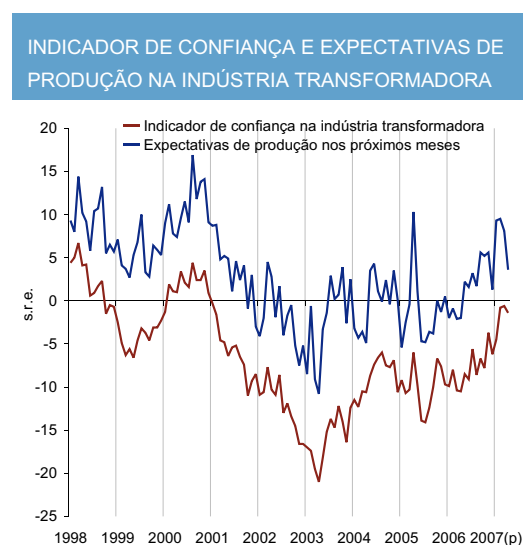
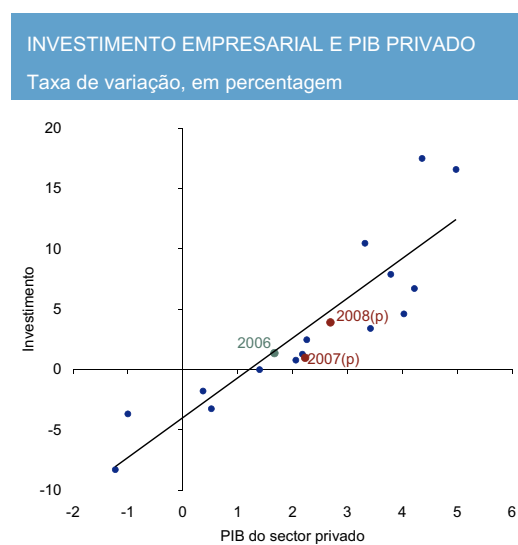


Gráfico 4.3.4



(7) Nomeadamente, o forte crescimento da FBCF em material de transporte.

economia portuguesa (Gráfico 4.3.4). Num contexto de recuperação gradual da procura global, de reestruturação do tecido empresarial, nomeadamente no sector industrial, e de prossecução da consolidação orçamental, serão criadas condições mais favoráveis para o investimento empresarial e consequentemente para um crescimento mais equilibrado e sustentável da actividade interna. Por seu lado, o investimento em habitação deverá exibir um crescimento mais acentuado em 2008, apesar do perfil de subida das taxas de juro ao longo do horizonte de projecção, reflectindo a aceleração do rendimento disponível real e alguma melhoria nas condições do mercado de trabalho.

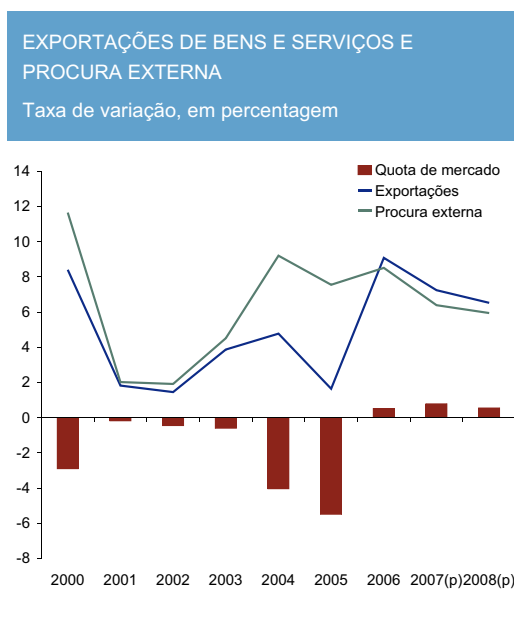
#### 4.4. Comércio externo

As exportações de bens e serviços deverão continuar a ser a componente mais dinâmica da procura em 2007 e 2008, apesar da ligeira desaceleração ao longo do horizonte de projecção (Gráfico 4.4.1).

Em 2006, as exportações tiveram um contributo muito significativo para a recuperação da actividade económica, tendo evidenciado um crescimento acentuado, de 9.1 por cento, em linha com a evolução da procura de importações por parte do conjunto de países que constituem os principais mercados de destino das exportações portuguesas (ver [subsecção 2.3](#)). Importa referir que este forte crescimento das exportações, em linha com a procura externa, contrasta com o ocorrido nos dois anos anteriores, em que se registaram perdas substanciais de quotas de mercado em termos reais, que deverão ter ascendido a cerca de 10 por cento em termos acumulados.

A evolução recente das exportações de bens continuará a reflectir o processo gradual de reconversão da indústria transformadora estimulado pela acrescida concorrência nos mercados internacionais (ver “Caixa: A evolução recente das exportações nominais de mercadorias”). A participação de novos intervenientes com custos unitários de produção reduzidos e com um padrão de especialização particularmente concorrencial com a estrutura de exportações de Portugal terá implicado uma redução do peso das exportações de produtos de menor conteúdo tecnológico e de capital humano. Neste contexto, em 2007, o menor peso destes sectores, que têm sido caracterizados por uma dinâmica mais fraca nos mercados internacionais, assim como algum redireccionamento de recursos para segmen-

Gráfico 4.4.1



tos de mercado de maior conteúdo tecnológico e de capital humano, deverão permitir um crescimento das exportações aproximadamente em linha com a evolução da procura externa dirigida à economia portuguesa. Assim, espera-se um crescimento das exportações, em termos reais, de 7.2 por cento em 2007 e de 6.5 por cento em 2008, o que, à luz das actuais hipóteses para a evolução da procura externa, traduz um ligeiro aumento da quota de mercado que não será, contudo, suficiente para compensar as perdas ocorridas no passado recente.

A evolução favorável projectada para as exportações em 2007, que é generalizada às mercadorias e aos serviços, está fortemente influenciada pelo comportamento muito dinâmico das exportações nos primeiros quatro meses do ano. A evolução estimada para as exportações no primeiro trimestre de 2007 está reflectida nos indicadores disponibilizados pela Comissão Europeia referentes às exportações no sector industrial, que apontam quer para uma melhoria das expectativas de exportação para os próximos meses quer para um aumento da carteira de encomendas para exportação (Gráfico 4.4.2). Assim, o ligeiro aumento da quota de mercado implícito na projecção para este ano decorre, essencialmente, da incorporação da informação disponível para os primeiros meses do ano, uma vez que a evolução trimestral esperada para as exportações no segundo semestre do ano está praticamente em linha com a procura externa dirigida à economia portuguesa. As estatísticas do comércio externo disponíveis até Março e a informação preliminar respeitante ao mês de Abril apontam para um comportamento muito dinâmico das exportações de mercadorias, em linha com o verificado no ano anterior. Após um crescimento nominal de 10.7 por cento em termos homólogos no primeiro trimestre do ano, a informação ainda preliminar aponta para que as exportações de mercadorias em termos nominais tenham registado uma variação homóloga de 12.1 por cento em Abril.

A correcção do efeito de base relacionado com o forte aumento das exportações de material de transporte no segundo semestre de 2006, associado ao início da comercialização de um novo modelo automóvel de uma importante empresa do sector, contribui para um perfil de desaceleração ao longo do ano de 2007. A actual projecção contempla ainda um crescimento acentuado das exportações no sector automóvel em meados de 2008, novamente associado ao começo da comercialização de um novo modelo automóvel. Dado o crescimento muito elevado registado em 2006, as projecções para as exportações de produtos energéticos apontam para uma forte desaceleração ao longo do horizonte. No que diz respeito à exportação das restantes mercadorias, que representam cerca de 2/3 do total das

Gráfico 4.4.2

#### CARTEIRA DE ENCOMENDAS PARA EXPORTAÇÃO E EXPECTATIVAS DE EXPORTAÇÃO

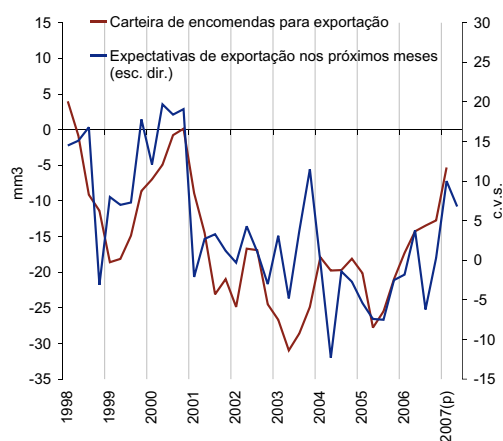
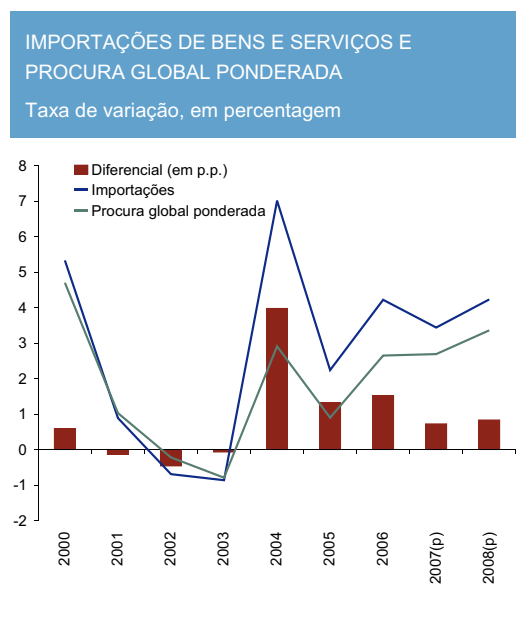


Gráfico 4.4.3



exportações de bens e serviços, projecta-se a manutenção de um crescimento robusto, apesar de uma desaceleração de cerca de 1 p.p. ao longo do horizonte. No caso das exportações de serviços, importa destacar o turismo, para o qual se projecta uma evolução favorável ao longo do horizonte de previsão, acentuando o forte crescimento registado em 2006, em linha com a evolução esperada para a procura de turismo dirigida a Portugal.

Relativamente à importação de bens e serviços, projectam-se para 2007 e 2008 taxas de crescimento, em termos reais, de 3.4 e 4.2 por cento, respectivamente, após um aumento de 4.2 por cento em 2006 (Gráfico 4.4.3). Além da incorporação da informação disponível para os primeiros meses de 2007, a qual aponta para uma desaceleração do crescimento homólogo desta componente, a actual projecção assume, à semelhança do que tem vindo a ocorrer nos últimos anos, um crescimento das importações de bens e serviços superior ao da procura global ponderada pelos conteúdos importados das suas várias componentes. Este comportamento reflecte o aumento do conteúdo importado das diferentes componentes da despesa na economia nacional, num contexto de crescente abertura dos mercados ao exterior em resultado do processo de crescente integração económica internacional.

Como referido anteriormente, a projecção para 2007 é influenciada pela evolução em termos reais do comércio internacional observada no primeiro trimestre e pela informação preliminar em termos nominais para o mês de Abril. No entanto, importa sublinhar que a elevada volatilidade da informação mensal do comércio externo e o seu carácter preliminar constituem importantes fontes de incerteza na actual projecção.

## 5. INFLAÇÃO

As actuais projecções apontam para uma taxa de variação média anual do IHPC de 2.5 por cento em 2007 e de 2.3 por cento em 2008, o que compara com 3 por cento em 2006.

Considerando os pontos médios dos intervalos de projecção para a inflação na área do euro publicados pelo BCE no [Boletim Mensal de Junho de 2007](#), as actuais projecções para a inflação em Portugal



Gráfico 5.1.1

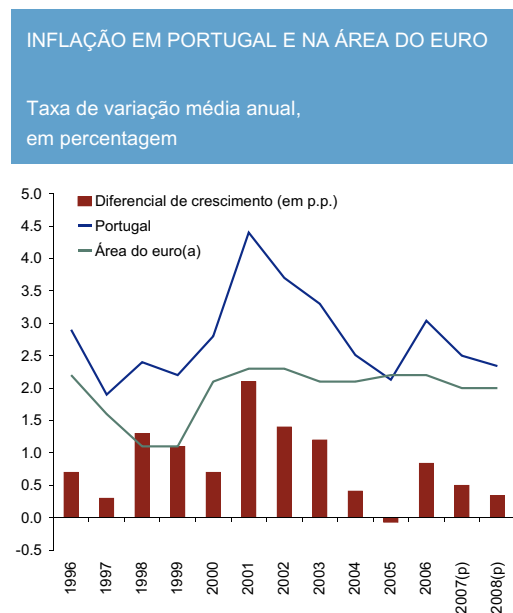
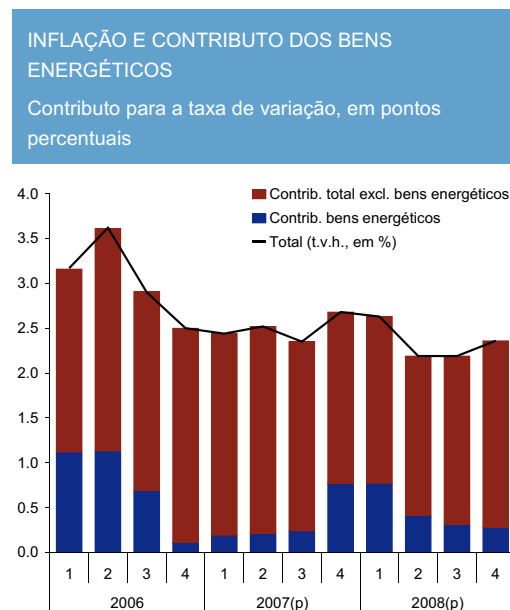


Gráfico 5.1.2



Nota: (a) Os valores relativos à área do euro correspondem aos pontos médios dos intervalos de projecção publicados no *Boletim Mensal de Junho do Banco Central Europeu*.

indicam a manutenção de um diferencial positivo face à área do euro (Gráfico 5.1.1), que no entanto se deverá reduzir ao longo do horizonte de projecção, de 0.8 p.p. em 2006 para 0.5 e 0.3 p.p. em 2007 e 2008, respectivamente. A redução progressiva deste diferencial ao longo do horizonte de projecção deverá estar parcialmente relacionada com a diminuição projectada do diferencial de crescimento dos custos internos<sup>8</sup>. É no entanto de referir que o contributo para a inflação resultante de aumentos de impostos indirectos e preços condicionados por procedimentos de natureza administrativa poderá permanecer um factor relevante para a manutenção deste diferencial ao longo do horizonte de projecção, nomeadamente em 2008.

A desaceleração dos preços do consumidor em 2007 traduz essencialmente uma redução da taxa de variação média anual da componente energética do IHPC, de 8.1 por cento para 3.7 por cento (Gráfico 5.1.2). Em 2008, a redução da inflação reflecte a evolução da componente não energética, que após crescer 2.4 por cento em 2007, nível próximo do verificado no ano anterior, deverá desacelerar para 2.1 por cento em 2008. A evolução favorável da componente não energética em 2008 mais do que compensa o impacto associado à ligeira aceleração da componente energética para 4.7 por cento. Esta trajectória de diminuição da inflação projectada parece estar já incorporada nas expectativas dos consumidores, considerando a evolução da tendência esperada de inflação nos próximos 12 meses incluída nos inquéritos de opinião da Comissão Europeia (Gráfico 5.1.3).

No que concerne à evolução da componente não energética do IHPC ao longo do horizonte de previsão, esta deverá reflectir em parte a aceleração moderada dos salários no sector privado, num contexto de recuperação da actividade económica, bem como outros factores específicos, como o aumento do preço dos serviços hospitalares em Abril de 2007, que resultou num contributo de 0.2 p.p. para a variação homóloga do IHPC neste mês, e um novo aumento do Imposto sobre o Tabaco a ter lugar no início de 2008 (ver [subsecção 2.4](#)). Esta evolução deverá ser parcialmente compensada pela evolução projectada dos preços de importação de bens não energéticos, que deverão apresentar ao

(8) De acordo com as previsões da Primavera de 2007 da Comissão Europeia, os custos unitários do trabalho para o total da economia da área do euro deverão apresentar variações médias anuais de 1.2 e 1.6 por cento em 2007 e 2008, respectivamente (0.8 por cento em 2006).

Gráfico 5.1.3

## IHPC E EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO

Taxa de variação homóloga em percentagem e saldo de respostas extremas

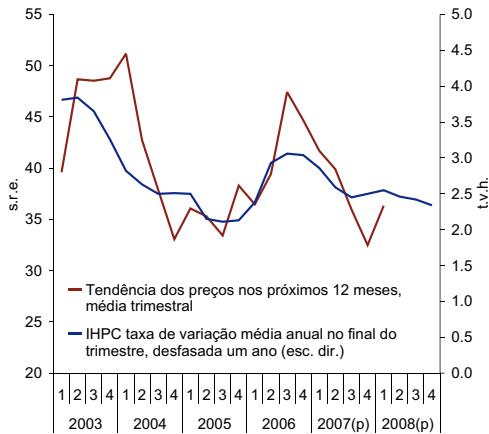
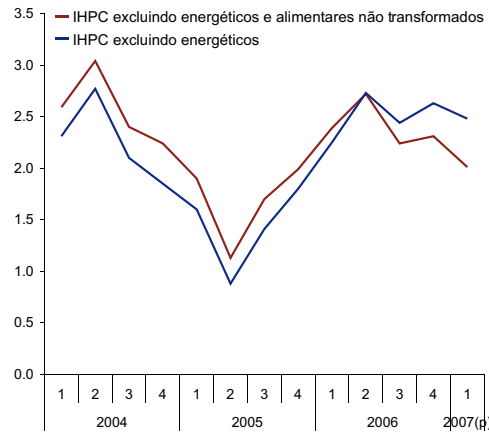


Gráfico 5.1.4

## IHPC EXCLUINDO BENS ENERGÉTICOS E ALIMENTARES NÃO TRANSFORMADOS

Taxa de variação homóloga



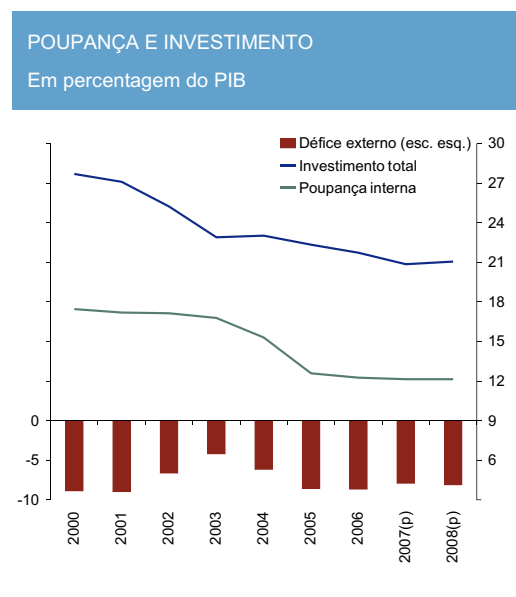
longo do horizonte de projecção um ritmo de crescimento mais moderado do que o registado em 2006, em particular em 2007. O perfil projectado para o crescimento do preço destes bens reflecte em larga medida a evolução esperada dos preços de exportação dos principais fornecedores da economia portuguesa, já que os preços das matérias-primas não energéticas deverão apresentar uma trajectória de desaceleração acentuada ao longo do horizonte de projecção face ao valor muito significativo registado em 2006 (ver [subsecção 2.2](#)). Adicionalmente, é de referir que o perfil projectado para a componente não energética do IHPC se encontra fortemente influenciado pela evolução dos preços dos bens alimentares não transformados, que registaram uma aceleração muito significativa no final de 2006 e início de 2007 (Gráfico 5.1.4). Este perfil deverá apresentar uma reversão ao longo do horizonte de projecção, regressando a valores mais próximos da média dos últimos anos.

No que diz respeito à componente energética do IHPC, a redução projectada da taxa de variação média anual em 2007, em linha com a evolução do preço do petróleo em euros nos mercados de futuros, compreende no entanto um aumento significativo no último trimestre de 2007, em resultado de um efeito base decorrente da redução do preço deste tipo de bens ocorrida no final de 2006. No primeiro trimestre de 2008, a taxa de variação homóloga dos preços desta componente deverá permanecer elevada, sendo condicionada por um novo aumento do Imposto sobre os Produtos Petrolíferos, que se assume venha a ocorrer em Janeiro de 2008 (ver [subsecção 2.4](#)), apresentando posteriormente uma trajectória de desaceleração.

## 6. BALANÇAS CORRENTE E DE CAPITAL

As necessidades de financiamento externo da economia portuguesa (medidas pelo peso do saldo conjunto das balanças corrente e de capital) mantiveram-se praticamente inalteradas em 2006, em torno de 8.7 por cento, projectando-se uma diminuição para 7.9 por cento em 2007, e um ligeiro aumento em 2008, para 8.1 por cento. Esta evolução reflecte uma virtual estabilização da poupança interna ao longo do horizonte de projecção e uma redução do investimento total em percentagem do

Gráfico 6.1



PIB em 2007 e um ligeiro aumento em 2008 (Gráfico 6.1). No que diz respeito às componentes da balança corrente e de capital, projecta-se uma redução significativa do défice da balança de bens e serviços que compensa parcialmente o agravamento do saldo da balança de rendimentos, a par de uma estabilização das transferências correntes e de capital em percentagem do PIB (Gráfico 6.2 e 6.3).

O défice da balança de bens e serviços em percentagem do PIB registou uma redução de cerca de 1 p.p. em 2006, tendo-se situado em 7.6 por cento. Esta redução resultou de um efeito de volume positivo, que mais do que compensou os impactos negativos associados aos efeitos preço e termos de troca. A perda de termos de troca em 2006, em linha com o que ocorreu em 2005, ficou a dever-se exclusivamente ao forte aumento do preço dos bens energéticos, uma vez que excluindo este tipo de

Gráfico 6.2

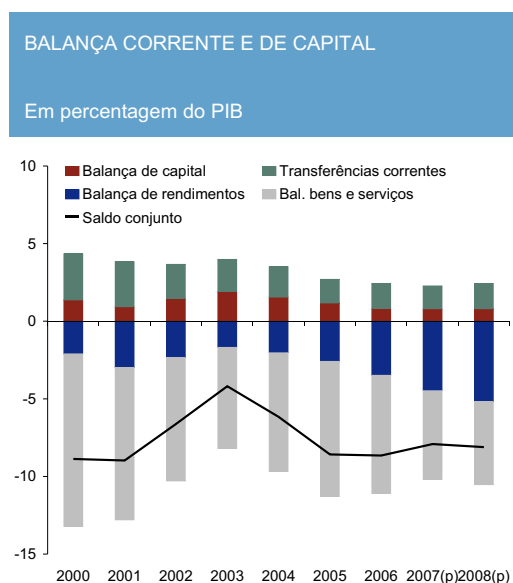
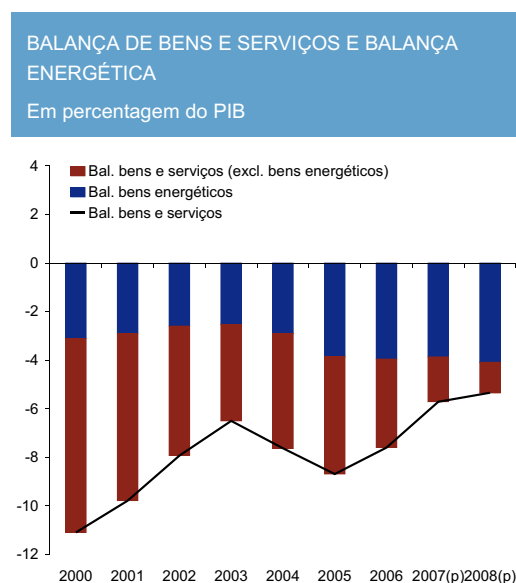


Gráfico 6.3



bens se verificou um ganho significativo. Esta evolução reflecte, por um lado, o impacto da crescente integração no comércio internacional de países com custos unitários de produção reduzidos, permitindo a manutenção de uma evolução moderada dos preços de importação de bens não energéticos e, por outro, o crescimento significativo dos preços das exportação nacionais.

As actuais projecções apontam para uma melhoria gradual do défice da balança de bens e serviços, para 5.7 por cento do PIB em 2007 e 5.4 por cento em 2008. Esta evolução reflecte o crescimento do volume de exportações a um ritmo superior ao das importações, não obstante a desaceleração da procura externa dirigida à economia portuguesa e a gradual aceleração da procura interna. A evolução favorável projectada para os termos de troca em 2007, num contexto da interrupção da tendência de crescimento acentuado dos preços dos bens energéticos observada nos últimos anos, contribuirá igualmente para a redução do saldo da balança de bens e serviços.

Relativamente ao saldo da balança de rendimentos, projecta-se um aumento do défice em percentagem do PIB de 3.5 por cento em 2006, para 4.5 por cento em 2007 e 5.2 por cento em 2008. O aumento do défice da balança de rendimentos é determinado pelo efeito da continuação da deterioração progressiva da posição de investimento internacional da economia portuguesa e pelo perfil de subida das taxas de juro assumido na actual projecção.

Quanto ao conjunto das balanças de transferências correntes e de capital, espera-se uma virtual estagnação do seu saldo positivo em torno de 2.4 por cento do PIB ao longo do horizonte de projecção.

A evolução das necessidades de financiamento externo da economia portuguesa em percentagem do PIB em 2006 reflectiu a redução da taxa de investimento da economia e o aumento da poupança do sector público que terão sido compensados, em grande medida, pela redução da poupança do sector privado. A projecção para o período 2007-2008 contempla, por um lado, uma redução das necessidades líquidas de financiamento do sector público, determinada pela evolução da poupança deste sector ao longo do horizonte de projecção, de acordo com o compromisso assumido pelas autoridades portuguesas de prosseguir uma política de consolidação orçamental tendo em vista atingir o objectivo de médio prazo (saldo estrutural de -0.5 por cento do PIB em 2010). Por outro lado, a projecção reflecte uma virtual estabilização das necessidades líquidas de financiamento do sector privado em 2007 e um aumento em 2008 que se deve, fundamentalmente, a uma redução da poupança e a um ligeiro aumento da taxa de investimento deste sector.

## 7. ANÁLISE DE INCERTEZA E RISCOS

Como referido em edições anteriores do Boletim Económico, a não verificação das hipóteses subjacentes à projecção, assim como a possibilidade de ocorrência de factores específicos com impacto sobre as variáveis do cenário macroeconómico, determinam a existência de um conjunto de factores de risco e incerteza em torno da projecção apresentada neste artigo. Nesta secção é feita uma avaliação quantitativa do balanço de riscos para 2007 e 2008 em relação ao crescimento do PIB e respectivas componentes e à inflação<sup>9</sup>.

Neste contexto, identificaram-se dois riscos em torno do cenário central da actual projecção. Um risco com origem no enquadramento internacional da economia portuguesa relacionado com a possibilidade de se iniciar uma correcção dos desequilíbrios macroeconómicos a nível global, em especial do défice externo da economia norte-americana. A nível interno, considerou-se a possibilidade de o investimento empresarial em material de transporte ficar aquém do incluído no cenário central da pro-

(9) A metodologia seguida nesta análise foi publicada em A. Novo e M. Pinheiro, "Uncertainty and Risk Analysis of Macroeconomic Forecasts", Working Paper (19/2003) do Banco de Portugal.

jecção na segunda metade de 2007, reflectindo a ocorrência de alguns efeitos de natureza temporária na primeira metade do ano.

### 7.1. Factores de risco

A nível da conjuntura internacional, importa salientar a possibilidade de se iniciar a correcção dos desequilíbrios macroeconómicos globais, nomeadamente no que diz respeito ao défice externo dos Estados Unidos (EUA) e de esta correcção assumir um carácter abrupto. Efectivamente, diversas economias apresentam balanças de transacções correntes muito desequilibradas, ou amplamente deficitárias como no caso dos EUA ou muito excedentárias como no caso da China, pelo que o seu ajustamento poderá criar riscos acrescidos de movimentos bruscos de capitais. No caso deste risco se materializar, a taxa de câmbio do euro face ao dólar norte-americano tenderia a apreciar, beneficiando do estatuto de moeda de refúgio internacional, conduzindo a uma perda de competitividade das economias europeias, nomeadamente da economia portuguesa. Por outro lado, poder-se-á verificar uma contracção adicional na procura nos EUA, associada à possibilidade de um arrefecimento mais forte do mercado habitacional. A eventual perda de competitividade da economia europeia e a contracção da procura interna nos EUA determinariam um crescimento mais moderado da actividade económica mundial, nomeadamente na área do euro. Uma vez que a procura da área do euro representa cerca de 2/3 das exportações portuguesas, a materialização deste cenário afectaria negativamente o crescimento do PIB na economia portuguesa. Este cenário contempla assim uma taxa de câmbio do euro mais elevada e uma procura externa menos dinâmica, em 2007 e 2008.

A nível de riscos internos, considera-se a possibilidade de o investimento empresarial em material de transporte apresentar um crescimento na segunda metade de 2007 menos robusto do que o considerado na projecção. Efectivamente, o forte crescimento verificado no investimento empresarial no início do ano deve-se, em parte, ao aumento acentuado da venda de veículos comerciais ligeiros, provavelmente associado às alterações na tributação que deverão entrar em vigor a partir do mês de Julho. Este forte crescimento pode representar uma antecipação de compras e por conseguinte poder-se-á verificar uma compensação deste aumento na segunda metade do ano, não integralmente contemplada na actual projecção. No resto do horizonte de projecção, os riscos para o investimento encontram-se equilibrados.

Quadro 7.2.1

PROBABILIDADES SUBJECTIVAS DOS FACTORES DE RISCO		
Em percentagem		
	2007	2008
<b>Variáveis condicionantes</b>		
Taxa de câmbio	55	55
Procura externa	55	55
<b>Variáveis endógenas</b>		
Investimento	55	50

Quadro 7.2.2

PROBABILIDADES DE UMA REALIZAÇÃO INFERIOR À DO CENÁRIO CENTRAL			
Em percentagem			
	Pesos (%)		
	2006	2007	2008
<b>Produto Interno Bruto</b>	100.0	56	54
Consumo privado	65.4	53	52
FBCF	21.5	57	53
Exportações	31.3	55	55
Importações	39.1	55	54
<b>IHPC</b>		50	52

## 7.2. Quantificação dos factores de risco

O Quadro 7.2.1 apresenta uma avaliação da quantificação dos riscos identificados anteriormente, assente na definição de uma probabilidade subjectiva para a não materialização das hipóteses técnicas e para a eventual ocorrência de impactos específicos que possam afectar as variáveis que são objecto da projecção. Neste contexto, considerou-se ao nível de riscos externos para 2007 e 2008 uma probabilidade de 55 por cento de se verificar um menor crescimento da procura externa e uma apreciação da taxa de câmbio do euro. Ao nível interno, identificou-se uma probabilidade de 55 por cento de o crescimento do investimento ficar aquém do considerado no cenário central para 2007.

O Quadro 7.2.2 e os Gráficos 7.2.1 e 7.2.2 apresentam os principais impactos dos riscos definidos sobre as variáveis projectadas, nomeadamente ao nível do PIB e das suas componentes, assim como da taxa de inflação. No que diz respeito à projecção para a actividade económica, a análise quantificada de riscos permite identificar um risco ligeiramente descendente, ou seja, uma probabilidade de o crescimento da actividade económica ficar abaixo do projectado. Este resultado decorre fundamentalmente do risco descendente para a procura externa e, no caso do ano corrente, decorre também do risco identificado para o investimento em material de transporte. No que diz respeito à projecção para a taxa de inflação, os riscos surgem globalmente equilibrados em 2007 e ligeiramente enviesados para baixo em 2008, devido ao risco de apreciação da taxa de câmbio do euro.

Gráfico 7.2.1

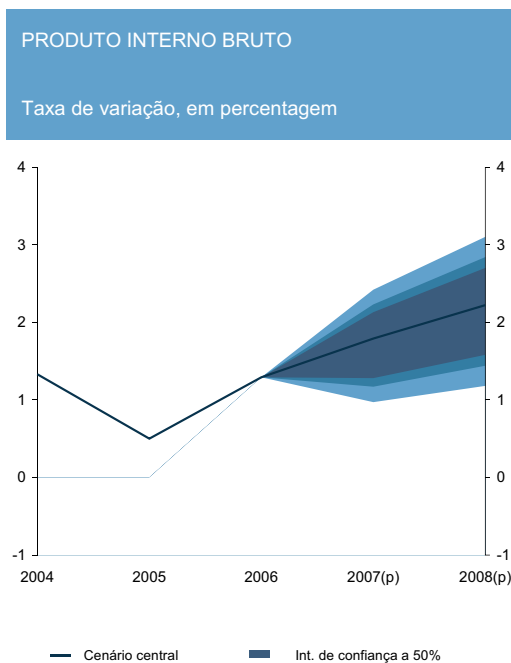
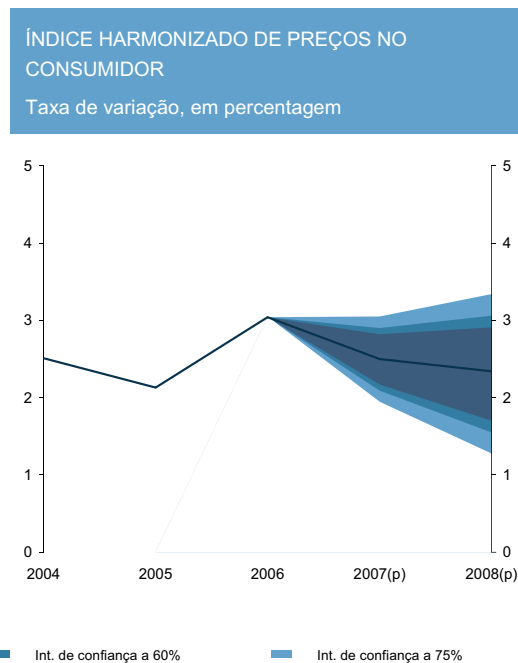


Gráfico 7.2.2



## 8. CONCLUSÃO

A actual projecção de recuperação da economia portuguesa para o período 2006-2008 assenta num conjunto de elementos que caracterizam, embora em medida variável, o padrão cíclico usualmente observado nas economias avançadas. Do lado da oferta, a recuperação da actividade económica traduz uma aceleração da produtividade total dos factores, decorrente não apenas de uma reestruturação do sector empresarial, nomeadamente ao nível da indústria transformadora, mas também de uma maior utilização da capacidade produtiva disponível. Este processo de reestruturação assenta, por um lado, na substituição de empresas menos produtivas por empresas mais eficientes e, por outro, na criação de postos de trabalho com níveis de produtividade mais elevados. Do lado da procura, o aumento gradual do ritmo de crescimento do PIB traduz em larga medida a evolução do investimento empresarial. A dinâmica do investimento poderá constituir um elemento crucial para a sustentabilidade do processo de recuperação da economia e para o aumento do respectivo crescimento potencial, em particular na medida em que esteja associado a um maior grau de incorporação de conteúdo tecnológico.

Apesar de alguns traços comuns acima descritos, cada ciclo económico é único, na medida em que resulta, por um lado, do conjunto de choques económicos que perturbam a economia e, por outro, dos mecanismos endógenos de propagação desses choques que caracterizam a economia em cada momento. Neste contexto, a actual projecção para a economia portuguesa é influenciada por quatro dinâmicas que importa destacar: a continuação do processo de integração económica a nível global; o ajustamento endógeno das decisões das famílias face ao respectivo nível de endividamento, num contexto de subida dos custos de financiamento; a continuação da prossecução do processo de ajustamento orçamental; e, a manutenção de importantes debilidades estruturais ao nível do funcionamento dos mercados e da dotação em capital físico e humano.

O aprofundamento do processo de integração económica global tem implicado para Portugal uma diminuição marcada do peso das exportações de bens caracterizados por uma baixa intensidade tecnológica e uma reduzida qualificação da força de trabalho, e o conseqüente redireccionamento de recursos para sectores onde a economia portuguesa apresenta vantagens comparativas a nível global. Neste contexto, depois das elevadas quebras de quota de mercado observadas em anos anteriores, a actual projecção pressupõe, à semelhança do ocorrido em 2006, um crescimento das exportações virtualmente em linha com a evolução esperada para os principais mercados de destino no horizonte de projecção. Importa, no entanto, sublinhar que, no actual quadro de desaceleração da actividade e do volume de comércio de bens e serviços dos principais parceiros comerciais de Portugal, de manutenção das pressões concorrenciais a nível global e de elevada volatilidade da informação do comércio externo, existe uma incerteza significativa relativamente à evolução das exportações no horizonte de projecção.

A subida de taxas de juro de curto prazo ao longo do horizonte de projecção tenderá a reflectir-se nas decisões de consumo e investimento das famílias. A transmissão integral das taxas do mercado monetário às taxas de juro aplicáveis ao crédito deverá contribuir para mitigar de forma acrescida o crescimento do consumo e do investimento em habitação ao longo do horizonte de projecção, dado o nível relativamente elevado do endividamento das famílias. Este impacto será particularmente marcado para os estratos mais vulneráveis às subidas de taxas de juro, em particular as famílias mais jovens, com rendimentos mais baixos e maior propensão a transitar para uma situação de desemprego. Importa realçar que, nos anos mais recentes, a plena integração financeira da economia portuguesa e a concorrência no sector bancário proporcionaram a disponibilização de produtos bancários tenden-

tes a ajustar a oferta de crédito à capacidade das famílias garantirem o respectivo serviço de dívida. Deste modo, em termos agregados, observou-se nos anos mais recentes um alisamento do consumo das famílias face à desaceleração do crescimento do rendimento disponível. Neste contexto, é de sublinhar que a actual projecção contempla no final do horizonte uma recuperação do rendimento disponível e a interrupção da queda continuada da taxa de poupança registada no passado recente, projectando-se que se tornarão mais activas as condições de solvabilidade que decorrem das restrições orçamentais intertemporais dos agentes económicos. No entanto, o momento da inversão da queda da taxa de poupança, bem como a respectiva magnitude, estão naturalmente sujeitos a um elevado grau de incerteza.

Uma terceira dinâmica importante que caracteriza a actual projecção é a continuação da prossecução do processo de ajustamento orçamental, com vista a atingir o objectivo de médio prazo de -0.5 por cento para o saldo estrutural em percentagem do PIB em 2010. A manutenção deste objectivo implicará uma evolução das despesas das Administrações Públicas em consumo e investimento consistente com as condições de solvabilidade decorrentes das respectivas restrições orçamentais intertemporais. É de realçar que, apesar de alguns efeitos restritivos que impõe no curto prazo, a continuação do processo de consolidação orçamental é um factor essencial para assegurar um crescimento económico sustentado no médio e longo prazo.

Finalmente, o actual ciclo de recuperação da actividade é influenciado pela capacidade de adaptação da economia, expressa em particular no eficiente funcionamento dos mercados de trabalho e de produto e na dotação de capital humano. Estes factores são particularmente importantes num ambiente de reforçada concorrência global, em que as reafecções de recursos físicos e humanos são fundamentais para potenciar um maior crescimento económico. Neste contexto, a actual projecção não contempla o potencial impacto de medidas de política com impacto visível no curto e médio prazo – caso de reformas que conduzam a melhorias ao nível do funcionamento dos mercados, em particular o mercado de trabalho – nem de medidas que tendem a produzir efeitos visíveis apenas no médio e longo prazo, com destaque para o investimento em capital humano. Estas medidas, ainda que podendo implicar custos de transição imediatos, permitiriam catalisar um maior crescimento tendencial da economia em horizontes mais alargados e, ao promover uma menor segmentação dos mercados e um aumento generalizado do capital humano, criariam condições para uma melhor repartição do rendimento na economia.



**Caixa:** Evolução recente das exportações de bens e serviços

As exportações de bens e serviços em 2006 apresentaram uma evolução globalmente favorável nos diferentes mercados, verificando-se uma forte aceleração quer das mercadorias, quer do turismo e outros serviços. Este comportamento deve ser interpretado à luz do processo gradual de adaptação da economia portuguesa à alteração do padrão de vantagens comparativas a nível global. Alguns traços fundamentais deste processo são a diversificação geográfica dos mercados de exportação; a diminuição do peso das exportações de bens de sectores tradicionais caracterizados por uma baixa intensidade tecnológica e uma reduzida qualificação do trabalho. No que se refere às vendas de mercadorias, as “máquinas e aparelhos” apresentaram o maior contributo para o crescimento das exportações em 2006, destacando-se igualmente o comportamento favorável das vendas de veículos. Os maiores contributos deveram-se a alguns mercados tradicionais, com destaque para a Espanha e a Alemanha, sendo porém de realçar o crescimento expressivo das vendas para mercados com menor peso, com destaque para Angola e Singapura e, em menor grau, México e Brasil<sup>1</sup>.

As estatísticas preliminares do comércio externo para o início de 2007 corroboram, em termos gerais, a tendência registada no ano anterior (Quadro 1). No que respeita às exportações nominais de mercadorias, a taxa de crescimento no primeiro trimestre de 2007 situou-se em 10.7 por cento em termos homólogos (12.4 no conjunto do ano

**Quadro 1****EXPORTAÇÕES NOMINAIS DE MERCADORIAS NO PRIMEIRO TRIMESTRE DE 2007**

Contributos por exportações de grupos de produtos/áreas geográficas para a taxa de variação homóloga

	2006	2007		2006	2007
		1º trim.			1º trim.
<b>Grupos de produtos</b>			<b>Áreas geográficas</b>		
			<i>Mercados com maior contributo positivo</i>		
Veículos, outro mat. de transp.	0.9	3.5	Alemanha	2.6	3.6
Máquinas, aparelhos	3.6	3.4	Espanha	3.8	2.6
Metais comuns	2.0	1.4	França	0.2	1.3
Minerais, minérios	1.0	0.9	Angola	1.3	1.3
Plásticos, borracha	0.7	0.6	Malásia	0.0	1.2
Alimentares	0.5	0.6	Japão	0.1	0.5
Pastas celulósicas, papel	0.5	0.4	Antígua e Barbuda	0.1	0.4
Outros produtos	0.3	0.4	EUA	1.5	0.4
Químicos	0.4	0.3	Itália	0.2	0.3
Agrícolas	0.3	0.3	Cabo Verde	0.1	0.2
Matérias têxteis	0.2	0.2	Brasil	0.2	0.0
Madeira, cortiça	0.3	0.2			
Óptica e precisão	0.1	0.1	<i>Mercados com maior contributo negativo</i>		
Peles, couros	0.1	0.0	Singapura	1.0	-0.2
Vestuário	-0.3	-0.1	P.Baixos	0.2	-0.3
Calçado	-0.1	-0.1	México	0.2	-0.4
Combustíveis minerais	1.9	-1.1	Bélgica	-0.2	-0.5
			R.Unido	-0.7	-0.5
			<i>Resto do mundo</i>	1.6	0.7
<b>Total</b>	<b>12.4</b>	<b>10.7</b>	<b>Total</b>	<b>12.4</b>	<b>10.7</b>

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: Os grupos de produtos e as áreas geográficas estão hierarquizados segundo o seu contributo para o crescimento das exportações no primeiro trimestre de 2007. Foram incluídos todos os países cujo contributo para a evolução das exportações de mercadorias foi, em valor absoluto, igual ou superior a 0.2 p.p. em 2006 ou no primeiro trimestre de 2007.

(1) Para uma análise mais aprofundada do comportamento das exportações em 2006 ver *Relatório Anual 2006*, Banco de Portugal.

de 2006). O contributo mais significativo neste trimestre esteve associado às vendas de “veículos e outro material de transporte” que mantiveram a tendência ascendente iniciada no ano anterior. À semelhança de 2006, as “máquinas e aparelhos” voltaram a evidenciar um comportamento favorável, contribuindo de forma igualmente significativa para o crescimento das exportações. As vendas de “metais comuns” e “minerais e minérios” continuaram a aumentar a um ritmo elevado, o qual estará associado, em parte, à manutenção de crescimentos acentuados do preço internacional destas matérias-primas. Em sentido contrário, importa referir o contributo negativo associado às vendas de “combustíveis minerais”, após um crescimento excepcionalmente elevado no passado recente. Por fim, as exportações dos sectores ligados ao “vestuário” e “calçado” continuaram a registar quedas em termos homólogos, contribuindo negativamente para o crescimento das exportações.

No que se refere à decomposição do crescimento nominal das exportações de mercadorias por mercados geográficos, os maiores contributos voltaram a estar associados aos mercados tradicionais, nomeadamente a Alemanha e Espanha. No entanto, à semelhança do ocorrido em 2006, importa ainda realçar o crescimento expressivo das vendas para alguns mercados com menor peso, com destaque no primeiro trimestre para Angola e Malásia. Outra característica comum relativamente a 2006 é a manutenção de contributos negativos das vendas para a Bélgica e para o Reino Unido.

No que respeita às exportações nominais de serviços, as Contas Nacionais Trimestrais do [INE](#) apontam para uma evolução globalmente favorável no primeiro trimestre de 2007, situando-se em cerca de 17 por cento em termos homólogos. Esta evolução, à semelhança do que ocorreu em 2006, tem por base um comportamento favorável quer do “turismo” quer dos “outros serviços”. Tal como tem vindo a ocorrer em outros países, as exportações de serviços têm assumido uma importância crescente no conjunto das exportações portuguesas, o que pode ser explicado, em parte, pela emergência de um mercado internacional de serviços, devido não apenas à redução dos custos de transporte e de comunicação, como também à maior fragmentação geográfica das diferentes actividades de cada empresa.

Realce-se finalmente que as recentes alterações no padrão de exportações portuguesas, que se têm traduzido numa menor importância de sectores com baixa intensidade tecnológica, têm-se manifestado numa evolução favorável dos termos de troca excluindo bens energéticos, a qual continuou a verificar-se no primeiro trimestre de 2007.



## ARTIGOS

Os Efeitos de Choques de Política Monetária e Tecnológicos em Três Modelos da Área do Euro

Garantir Estabilidade de Preços Com Uma Regra de Política para a Taxa de Juro

Determinantes dos *Spreads* Aplicados nos Empréstimos Sindicados Concedidos a Empresas Não Financeiras da Área do Euro

O Impacto Económico do Aumento da Idade da Reforma: Lições da Alteração Legislativa de Setembro de 1993

## OS EFEITOS DE CHOQUES DE POLÍTICA MONETÁRIA E TECNOLÓGICOS EM TRÊS MODELOS DA ÁREA DO EURO\*

Sandra Gomes\*\*

Carlos Martins\*\*

João Sousa\*\*

### 1. INTRODUÇÃO

O objectivo deste estudo é analisar a resposta dinâmica de um conjunto de variáveis macroeconómicas da área do euro a choques de política monetária e tecnológicos. Para tal, foram conduzidas simulações em três modelos diferentes da área do euro. A primeira abordagem de modelação corresponde a um modelo VAR estrutural (SVAR), a segunda recorre ao modelo multi-país NiGEM do *National Institute of Economic and Social Research* (NIESR) e a terceira corresponde a uma versão ligeiramente modificada do modelo dinâmico de equilíbrio geral (DSGE) de Smets e Wouters (2003).

Os modelos económicos são representações matemáticas da economia que implicam uma simplificação da realidade que é complexa. Os modelos são utilizados pelos economistas para os ajudar a compreender o funcionamento da economia, para identificar os principais mecanismos económicos, para prever o seu comportamento e para fazer análises contra-factuais de política económica. No entanto, nenhum modelo é capaz de captar de forma perfeita a realidade. Assim, uma abordagem mais robusta pode ser obtida analisando os resultados de diferentes modelos. Neste estudo utilizamos três abordagens de modelação que diferem entre si, tanto em termos dos fundamentos teóricos, como em termos da especificação empírica. Consequentemente, os resultados devem ser comparados sobretudo em termos qualitativos e não em termos quantitativos.

Pagan (2003) propõe uma forma útil de exprimir a noção de que qualquer modelo implica sempre um compromisso entre o seu grau de coerência teórica e o seu grau de coerência empírica. Um modelo é tanto mais coerente em termos teóricos quanto mais reflectir o estado actual do conhecimento relativamente à forma de funcionamento da economia. Por seu turno, a coerência empírica refere-se à capacidade de um modelo reproduzir os padrões das variáveis macroeconómicas de interesse num determinado conjunto de dados históricos. A necessidade de estabelecer um compromisso entre os dois tipos de coerência surge porque a teoria pode ser insuficiente para explicar certos comportamentos observados nos dados (por exemplo, quantos termos autoregressivos devem ser incluídos no modelo), ou porque certas especificações de modelos empíricos podem ser implausíveis em termos teóricos (por exemplo, taxas de juro nominais não estacionárias).

Dentro do conjunto de modelos macro-económicos habitualmente utilizados, os modelos VAR são geralmente considerados como os mais coerentes em termos empíricos, dado que contêm apenas um conjunto mínimo de restrições teóricas e são capazes de descrever bem os dados observados. O VAR estrutural utilizado neste artigo tem alguma aderência teórica dado que as restrições impostas

\* As opiniões expressas no artigo são da responsabilidade dos autores não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal. Os autores agradecem os comentários de José Ferreira Machado, Nuno Alves e Ana Cristina Leal.

\*\* Departamento de Estudos Económicos, Banco de Portugal.

no VAR decorrem de um modelo teórico (ver Alves *et al*, 2006a), mas de resto o modelo é extremamente flexível em termos do ajustamento aos dados.

O NiGEM segue uma abordagem de modelação mais tradicional. É um modelo multi-país onde, para cada país e região, existe uma descrição do lado da oferta, do mercado de trabalho, do comportamento dos consumidores, dos mercados financeiros e do sector governamental. Sendo um modelo global, o NiGEM descreve o comércio em bens e serviços, a estrutura de activos e passivos externos, e as ligações entre estes e o resto da economia. O NiGEM contém centenas de equações e permite uma simulação detalhada de um vasto conjunto de choques e variáveis. Apesar de permitir a consideração de alguns aspectos teóricos desejáveis (como o comportamento *forward-looking*), o modelo inclui várias especificações *ad-hoc* que reduzem a sua coerência teórica. Consequentemente, pode-se argumentar que o NiGEM é vulnerável à crítica de Lucas (ver Lucas, 1976), nomeadamente que os parâmetros do modelo são um misto dos chamados “parâmetros estruturais” (“*deep parameters*”), que descrevem as preferências e a tecnologia, e de parâmetros de expectativas, que por definição não permanecem estáveis quando há alterações do regime de política económica.

O terceiro modelo utilizado é um modelo DSGE. Estes modelos têm fundamentos microeconómicos e podem ser considerados como aqueles que têm uma aderência mais próxima à teoria económica, apesar de apresentarem um custo de simplificação relativamente a modelos como o NiGEM. Os modelos DSGE são baseados na literatura de ciclos económicos reais (*Real Business Cycles – RBC*) que começou nos anos 1980<sup>1</sup>. Nos modelos RBC, os preços eram flexíveis e os mercados estavam continuamente em equilíbrio e consequentemente não havia um papel relevante para a política monetária. Nos anos 1990, uma nova geração de modelos apareceu, os modelos DSGE, que se baseiam nos modelos RBC e os estendem de forma a permitir o estudo de um conjunto mais alargado de questões macroeconómicas. Ao incluir rigidez nominal, a política monetária torna-se relevante nestes modelos. Como os modelos DSGE incluem o comportamento otimizador dos agentes são, em princípio, imunes à crítica de Lucas. A possibilidade de aliar a consistência teórica destes modelos à sua capacidade de descrever os dados torna-os um importante instrumento na análise de política económica<sup>2</sup>.

O estudo está organizado da seguinte forma. Na secção 2 faz-se uma breve descrição dos modelos utilizados nas simulações. Na secção 3 definem-se os exercícios de simulação e na secção 4 são apresentados os resultados. A secção 5 conclui.

## 2. BREVE DESCRIÇÃO DOS MODELOS

### 2.1. O VAR estrutural

O modelo SVAR usado neste estudo foi estimado por Alves *et al* (2006 a, b) para a área do euro e é baseado na abordagem de Altig *et al* (2005) para os EUA<sup>3</sup>. O modelo SVAR inclui as seguintes variáveis endógenas: medidas de produtividade de trabalho, horas trabalhadas (*per capita*), inflação, consumo em termos reais, investimento em termos reais, utilização de capacidade, salários reais, taxas de juro e agregados monetários (veja-se Apêndice). Seja  $Y_t$  o vector de variáveis endógenas. A forma estrutural do modelo VAR é dada por:

(1) A primeira aplicação desta metodologia foi realizada por Kydland e Prescott (1982).

(2) Alguns estudos recentes mostraram que os modelos DSGE podem ter uma boa aderência aos dados (ver Smets e Wouters, 2003, 2004). De facto, vários bancos centrais substituíram os seus modelos macroeconómicos tradicionais na análise de política económica e no processo de previsão por modelos DSGE (por exemplo o Banco de Inglaterra, o Banco da Finlândia e o Banco do Canadá).

(3) Outros exemplos de trabalhos em que são usados modelos SVAR no contexto da área do euro incluem Peersman e Smets (2001) que, no entanto, estimam apenas choques tecnológicos e Peersman e Straub (2004) que estimam choques monetários e tecnológicos usando restrições de sinal consistentes com os modelos teóricos.

$$A_0 Y_t = A(L)Y_{t-1} + e_t$$

onde  $e_t$  é o vector de choques estruturais,  $A_0$  e  $A(L)$  são matrizes de parâmetros e  $L$  é o operador de desfasamento. Assume-se que os choques estruturais,  $e_t$ , que não são observados, são mutuamente independentes. A equação acima não pode ser estimada sem impor restrições sobre a matriz  $A_0$ . De facto, o modelo é primeiro estimado na sua forma reduzida:

$$Y_t = B(L)Y_{t-1} + u_t.$$

Os choques estruturais relacionam-se linearmente com os erros de previsão a um passo,  $u_t$ :

$$u_t = Ce_t, \quad E(e_t e_t') = I$$

Os parâmetros da forma estrutural estão relacionados com os da forma reduzida da seguinte maneira:

$$C = A_0^{-1}, \quad B(L) = A_0^{-1}A(L).$$

De forma a identificar de forma única os choques de política monetária e tecnológico é necessário impor restrições sobre as matrizes  $A_0$  e  $A(1)$  (veja-se Alves *et al*, 2006 a, b e a Secção 3 deste artigo).

## 2.2. O modelo NiGEM

O NiGEM é um modelo para a economia mundial que resulta da estimação de modelos para diversos países<sup>4</sup>. O NiGEM inclui um número alargado de economias que estão ligadas entre si, quer por relações comerciais quer ao nível dos mercados financeiros. É considerada a existência de rigidez nominal nas diversas economias que atrasa o processo de ajustamento após um choque, sendo adoptado tipicamente um mecanismo corrector do erro nas equações comportamentais estimadas.

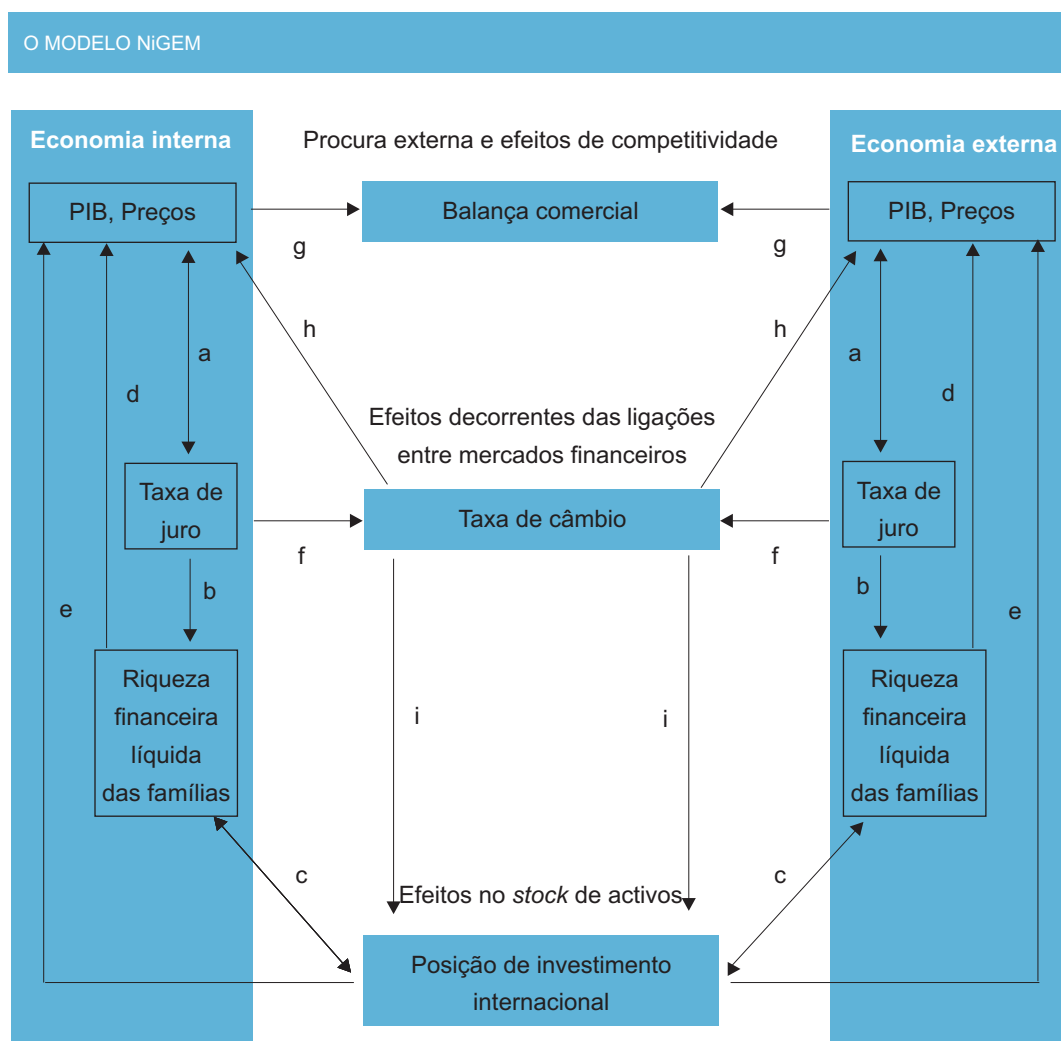
O NiGEM permite-nos ter uma visão bastante detalhada dos diferentes efeitos económicos resultantes de uma simulação de política económica. De acordo com a abordagem de Pagan, um modelo estrutural como o NiGEM pode ser encarado como um ponto intermédio entre o modelo SVAR e o modelo DSGE. Nos modelos SVAR, a utilização de hipóteses *a priori* ("priors") é escassa e o sistema não comporta um número alargado de variáveis. Por outro lado, o NiGEM não assenta em bases teóricas tão consistentes como os modelos DSGE, mas apresenta uma maior riqueza em termos de características do modelo. Todavia, é de salientar que as simulações no NiGEM podem ser efectuadas quer num ambiente de expectativas *forward-looking* como *backward-looking*. Dos modelos considerados neste artigo, o NiGEM é o único que contempla ligações internacionais entre economias (Gráfico 1).

Quase todas as economias da Organização de Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) são modeladas no NiGEM em blocos separados, embora apresentando geralmente uma estrutura semelhante. A área do euro não é modelada *per se*, mas resulta da agregação dos países individuais que são modelados separadamente. No entanto, é possível fazer simulações de política económica de uma forma consistente com a existência de uma união monetária, assegurando taxas de juro e de câmbio comuns para os países da área do euro.

O modelo para cada economia contempla uma especificação completa da procura e da oferta agregadas, tal como da respectiva estrutura de activos. No que diz respeito à oferta, o NiGEM considera a existência de apenas um sector. A quantidade de produto oferecida em cada economia depende da

(4) Para uma descrição mais aprofundada veja-se "The NiGEM Model", NIESR, documento disponível em <http://www.niesr.ac.uk/pdf/nigem2.pdf>.

Gráfico 1



**Nota:** Tipo de efeito: a - Política monetária; b - Variações dos preços dos activos nos mercados financeiros; c - Reavaliação de activos externos; d - Efeitos de riqueza; e - Balança de rendimento; f - Paridade de taxas de juro; g - Comércio internacional; h - Preços das importações e das exportações; i - Efeitos de valor.

função de produção agregada e do equilíbrio prevalecente no mercado de trabalho. A oferta é afectada por factores internacionais apenas através das taxas de juro reais, excepto em alguns países em que o progresso tecnológico depende do investimento directo estrangeiro. Os preços são determinados, em grande medida, pela função de custos resultante da função de produção e pelo grau de utilização da capacidade produtiva na economia. O mercado de trabalho compreende um conjunto de equações que determinam o nível de equilíbrio do emprego, da taxa de desemprego, das horas médias trabalhadas por trabalhador e dos salários horários. No longo prazo, o salário real aumenta em linha com a produtividade, tudo o resto igual. No curto e no médio prazo, a existência de desemprego actua como um mecanismo de estabilização no modelo, criando uma pressão descendente no salário real.

A procura agregada decompõe-se na procura interna, que se traduz também em importações de bens e serviços, e na procura externa, ou seja nas exportações de bens e serviços. O consumo privado depende do rendimento disponível (que inclui salários, lucros, juros e transferências líquidas de impostos) e da riqueza. O investimento é determinado pela variação do *stock* de capital ajustado pela sua

respectiva depreciação. O comércio externo de bens e serviços depende da procura e de efeitos de competitividade.

O NiGEM contempla uma posição de investimento internacional para cada economia, ou seja um *stock* de activos e de responsabilidades face ao exterior. Neste contexto, as variações cambiais, dos preços das acções e de outros títulos, quer domésticos quer estrangeiros, bem como das taxas de juro, originam efeitos de rendimento e de riqueza.

Cada economia inclui um modelo para o sector público que considera impostos e despesa pública. A política orçamental pode ser determinada pelos impostos ou pelos níveis de despesa. Adicionalmente, existe uma regra de solvência automática que é implementada através de um aumento na taxa de impostos directos. Esta regra bastante simples permite assegurar que o sector do governo permanece solvente no longo prazo, impondo que o défice orçamental e o nível de dívida pública se mantêm em níveis sustentáveis. No longo prazo, verifica-se a equivalência Ricardiana.

Os mercados financeiros assumem um papel crucial no NiGEM dado que determinam as taxas de juro de longo prazo, as taxas de câmbio e os preços das acções. Estes mercados podem ser *backward looking* ou *forward looking*. As taxas de juro nominais de curto prazo são definidas por uma autoridade monetária segundo uma determinada regra de política. As taxas de juro de longo prazo resultam das taxas de juro de curto prazo esperadas no futuro. A taxa de câmbio *forward looking* rege-se segundo a Paridade Descoberta das Taxas de Juro, o que significa que em cada período a variação cambial esperada deverá ser igual ao prémio de juro esperado. Os preços das acções resultam do cálculo do valor actual da soma dos lucros futuros esperados.

### 2.3. O modelo DSGE

O modelo DSGE usado neste estudo é uma versão ligeiramente modificada do modelo de Smets e Wouters (2003), que foi re-estimado com dados para a área do euro (veja-se Apêndice). Este é um modelo de economia fechada onde existem dois tipos de agentes optimizadores: as famílias e as empresas. As famílias maximizam a utilidade (que depende do consumo e do lazer), tendo em conta a sua restrição orçamental, e as empresas maximizam os lucros. O sector do governo é modelado de forma totalmente exógena e assume-se que o comportamento da autoridade monetária é bem descrito por uma regra do tipo *Taylor* onde a taxa de juro reage ao hiato do produto e a desvios da inflação face ao objectivo do banco central. A estrutura do modelo está sumariada no Gráfico 2.

As famílias pretendem manter, ao longo da sua vida, um nível de consumo tão alisado quanto possível. Adicionalmente, as famílias apresentam hábitos no consumo<sup>5</sup>, o que introduz persistência no consumo, à semelhança do observado nos dados. No que respeita às poupanças, o modelo assume que os agentes podem investir em obrigações com maturidade de um período, sendo a taxa de juro destas obrigações idêntica à taxa de juro oficial do banco central.

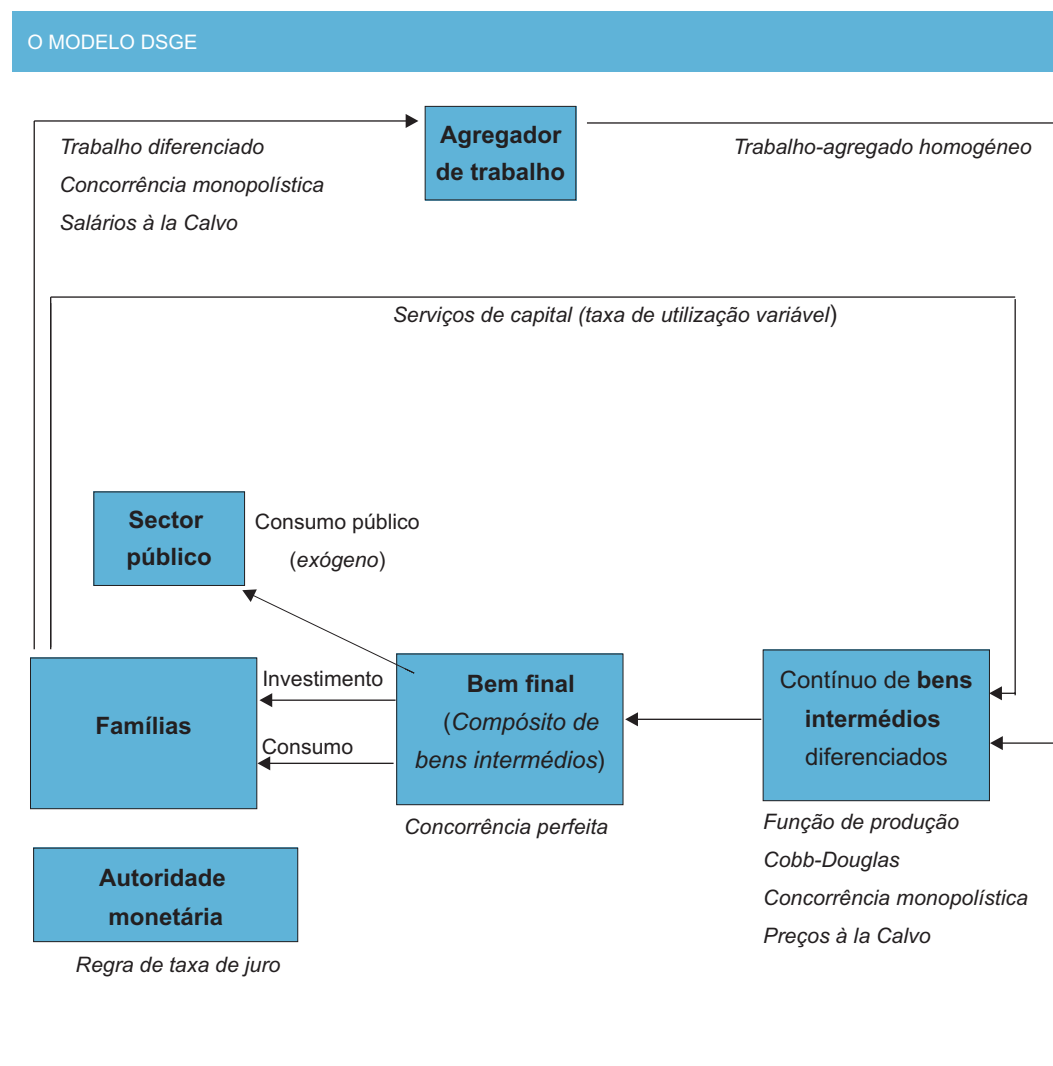
As famílias decidem igualmente quanto tempo pretendem dedicar ao trabalho e ao lazer e fixam o seu salário no mercado de trabalho. Note-se que este modelo não permite a existência de desemprego<sup>6</sup>. Cada família oferece um tipo de trabalho diferenciado a uma empresa que agrega os vários tipos de trabalho e os transforma num *input* homogéneo. Os salários são rígidos à la Calvo (1983), o que significa que existe uma probabilidade constante e exógena de as famílias poderem re-optimizar o seu salário em cada período. A fracção de famílias que não pode re-optimizar os salários actualiza

(5) Quando a função de utilidade apresenta hábitos no consumo, um aumento no consumo corrente faz diminuir a utilidade marginal de consumir no período actual e aumenta-a no período seguinte. O facto dos hábitos serem externos significa que a formação de hábitos depende do consumo agregado passado e não do consumo individual passado.

(6) Para um exemplo recente de um modelo DSGE estimado que permite a existência de desemprego veja-se Christoffel, Kuester e Linzert (2006).



Gráfico 2



parcialmente o seu salário do período anterior com a inflação do período anterior. As famílias que podem re-otimizar os seus salários fixam-nos de forma a que o valor actual do rendimento marginal do trabalho seja igual a uma margem (*markup*) sobre o valor actual do custo marginal do trabalho (isto é, a desutilidade de trabalhar). Em consequência, o salário real agregado é uma função do salário real esperado e da inflação esperada, actual e passada.

O modelo assume que são as famílias que detêm o capital e que estas o alugam às empresas. As famílias podem alterar o seu *stock* de capital ao investir em novo capital, tomando em consideração que existem custos de ajustamento<sup>7</sup>. Podem igualmente fazer variar o grau de utilização do *stock* de capital (isto é, o nível de serviços de capital que alugam às empresas). Quando as famílias alugam capital às empresas recebem uma remuneração, a taxa de rendibilidade do capital. À medida que a taxa de rendibilidade do capital aumenta, o *stock* de capital pode ser usado mais intensivamente de acordo com uma função de custo (segundo King e Rebelo, 2000). O valor real do capital instalado depende positivamente do seu valor futuro esperado (tomando em consideração a taxa de depreciação), bem

(7) Estes custos, que são uma função da variação do investimento, são úteis para capturar a resposta do investimento a vários choques, como discutido por Christiano, Eichenbaum e Evans (2005).

como dos valores esperados da taxa de rendibilidade do capital e da taxa de utilização do capital (líquida dos custos esperados de utilização do capital)<sup>8</sup>. As famílias escolhem a taxa de utilização do capital que iguala o custo de aumentar a utilização à taxa de rendibilidade dos serviços de capital. A introdução de utilização variável do capital tende a alisar o ajustamento da taxa de rendibilidade do capital em resposta a alterações da produção.

No que respeita aos mercados do produto, esta economia produz apenas um bem final e um contínuo de bens intermédios. O bem final é um compósito dos bens intermédios e o seu mercado encontra-se em concorrência perfeita. O bem final pode ser utilizado para consumo (quer privado quer público) e para investimento. Os bens intermédios são diferenciados, pelo que existe concorrência monopolística nos mercados destes bens. Cada bem intermédio é produzido por uma única empresa através de uma função de produção do tipo *Cobb-Douglas* com capital e trabalho.

Cada empresa decide a combinação de *inputs* a usar na produção (através da minimização de custos) e decide o preço que quer cobrar. As empresas não podem escolher os preços optimamente em todos os períodos. Seguindo Calvo (1983), em cada período apenas uma proporção fixa e exógena de empresas pode re-optimizar os preços. As outras empresas actualizam parcialmente o preço cobrado no período anterior com a inflação no período anterior (como em Christiano, Eichenbaum e Evans, 2005). Em resultado da maximização dos lucros, as empresas fixam os novos preços como uma margem ("*markup*") sobre os custos marginais actuais e esperados. Consequentemente, a inflação agregada depende da inflação passada e esperada e do custo marginal.

Todos os mercados têm de estar em equilíbrio. Logo, a produção do bem final (líquida dos custos associados à variação da utilização do capital) tem de ser igual à sua procura, nomeadamente para consumo (privado e público) e para investimento. Adicionalmente, o mercado de locação de capital está em equilíbrio quando a procura de serviços de capital pelas empresas produtoras de bens intermédios iguala a oferta das famílias e o mercado de trabalho está em equilíbrio quando a procura de trabalho pelas empresas iguala a oferta, considerando o nível de salários fixado pelas famílias.

### 3. DEFINIÇÃO DAS SIMULAÇÕES

#### 3.1. Choque de política monetária

Seguindo a abordagem de Christiano, Eichenbaum e Evans (1999), os choques de política monetária são identificados como desvios da taxa de juro de curto prazo em relação a uma regra de política monetária que se assume ser representativa do comportamento do banco central.

No caso do modelo SVAR, a identificação do choque de política monetária é obtida assumindo que o banco central reage contemporaneamente a apenas um subconjunto das variáveis, nomeadamente às variáveis produtividade, medidas de actividade económica (horas trabalhadas e utilização de capacidade), salários e inflação (ver Alves *et al* 2006 a, b).

Nos modelos DSGE e NiGEM, o choque de política monetária corresponde ao desvio entre a taxa de juro de curto prazo em vigor e a taxa de juro que resultaria da aplicação da regra de *Taylor*. Segundo esta regra, o banco central ajusta a taxa de juro como uma reacção a valores passados da taxa de juro ("*interest rate smoothing*"), ao hiato do produto e a diferenças entre a taxa de inflação e o seu respectivo objectivo. Note-se que existem algumas diferenças na forma como as regras são implementadas.

(8) Neste estudo é usada uma equação de evolução do stock de capital ligeiramente diferente da de Smets e Wouters (2003). Enquanto Smets e Wouters (2003) assumem que o investimento demora um período a ser instalado, neste estudo assume-se que o capital é instalado imediatamente.

De facto, no NiGEM a regra para as taxas de juro de curto prazo ( $R_t$ ) é definida em termos do nível das variáveis:

$$R_t = \rho R_{t-1} + r^* + \gamma_y (y_t - \bar{y}_t) + \gamma_\pi (\pi_t - \pi_t^*) + \varepsilon_t$$

Onde  $y_t - \bar{y}_t$  é o hiato do produto,  $\pi_t - \pi_t^*$  é o desvio da inflação face ao objectivo do banco central e  $r^*$  é o valor da taxa de juro de longo prazo que se assume ser igual a 4 por cento.

No modelo DSGE utilizamos a seguinte regra<sup>9</sup>:

$$\hat{R}_t = \rho \hat{R}_{t-1} + \gamma_y \hat{y}_t + \gamma_\pi (\hat{\pi}_t - \hat{\pi}_t^*) + \gamma_{\Delta y} (\hat{y}_t - \hat{y}_{t-1}) + \gamma_{\Delta \pi} (\hat{\pi}_t - \hat{\pi}_{t-1}) + \varepsilon_t$$

onde o acento circunflexo (^) significa que as variáveis estão medidas em desvios face ao seu estado estacionário. No modelo DSGE, a estimativa para o parâmetro  $\rho$  é igual a 0.89, para  $\gamma_\pi$  é igual a 1.5 e as estimativas para  $\gamma_y$ ,  $\gamma_{\Delta y}$  e  $\gamma_{\Delta \pi}$  são todas iguais a 0.1. No NiGEM assume-se adicionalmente que o parâmetro  $\rho$  é igual a 0.8 e que  $\gamma_y$  e  $\gamma_\pi$  são iguais a 0.5 e 1.5, respectivamente.

Nas simulações descritas nas próximas secções, o choque de política monetária implica um aumento temporário e exógeno do termo estocástico da regra de política monetária da área do euro (isto é, um aumento de  $\varepsilon_t$ ), de forma a que a taxa de juro de curto prazo aumente 25 pontos base no período do choque.

### 3.2. Choque tecnológico

A abordagem de identificação do choque tecnológico difere entre os vários modelos. No caso dos modelos SVAR, seguimos a literatura e assumimos que os choques tecnológicos são os únicos a ter efeitos sobre a produtividade no longo prazo. A implementação segue a metodologia de Shapiro e Watson (1988), onde se assume adicionalmente, e como é habitual na literatura, que a actividade económica real e os preços não reagem no muito curto prazo a choques de política monetária ou choques de velocidade da moeda. No modelo NiGEM, o choque tecnológico consiste em aumentar temporariamente a produtividade do factor trabalho em todos os países da área do euro na função de produção com elasticidade-substituição constante. No modelo DSGE, o choque é implementado como um aumento exógeno da produtividade total dos factores numa função produção *Cobb-Douglas*. Em todos os modelos a magnitude do choque é calibrada de forma a que o efeito máximo sobre o produto seja de 1 por cento (não necessariamente no momento do choque).

## 4. RESULTADOS

Nesta secção reportamos as respostas das variáveis macroeconómicas aos choques de política monetária e tecnológico que foram descritos na secção anterior. Na apresentação dos resultados concentramo-nos nos primeiros vinte trimestres posteriores à ocorrência de cada choque.

(9) No modelo de Smets e Wouters (2003) a regra de taxa de juro é definida em termos do desvio do produto em relação ao potencial, que por sua vez é definido como o nível do produto que se verificaria numa situação em que os preços e salários são flexíveis e de ausência de choques que afectem os custos ("cost-push shocks").

## 4.1. Respostas a um choque de política monetária

### 4.1.1. SVAR

As respostas das variáveis ao choque de política monetária estão representadas na Gráfico 3<sup>10</sup>. Após um choque de política monetária, a taxa de juro aumenta temporariamente, seguindo-se uma diminuição. O produto, o consumo, o investimento e as horas trabalhadas *per capita* diminuem, atingindo o ponto mínimo após um período de um ano e meio a dois anos após o choque. Como esperado, a reacção do investimento é mais forte em termos quantitativos do que a do consumo. No curto prazo, a inflação aumenta. Este resultado é usual em estudos VAR e constitui o chamado “*price puzzle*”<sup>11</sup>. Surpreendentemente, os salários reais aumentam no curto prazo apesar da inflação estar a aumentar. Esse efeito é invertido posteriormente pelo que a prazo a resposta do salário real torna-se negativa.

### 4.1.2. NiGEM

No NiGEM, a resposta dos mercados financeiros ocorre imediatamente após um choque de política monetária. O diferencial positivo na taxa de juro entre a área do euro e as outras economias suscitado pelo choque origina uma expectativa de depreciação do euro nos períodos seguintes<sup>12</sup>. A taxa de câmbio, sendo *forward-looking*, responde imediatamente com um movimento em sentido contrário, o que corresponde a uma apreciação instantânea do euro em termos nominais efectivos face ao cenário base. Em linha com a evolução das taxas de juro de curto prazo, as taxas de juro de longo prazo também aumentam. O aumento das taxas de juro provoca uma diminuição quer dos preços dos activos financeiros quer do preço das habitações em comparação com o cenário base.

O choque inicial e a reacção dos mercados financeiros transmitem-se gradualmente aos mercados do produto e de trabalho através de uma desaceleração da procura agregada e dos preços (Gráfico 3). A apreciação real da taxa de câmbio reduz a procura externa líquida. Em particular, o volume de exportações diminui. O aumento do custo de utilização do capital, influenciado pelo aumento das taxas de juro de longo prazo reais *forward-looking* (ou seja, considerando expectativas de inflação *forward-looking*), origina uma diminuição do *stock* de capital desejado e do volume de investimento. Embora de forma mais moderada, o consumo privado em termos reais também diminui em relação ao cenário base, afectado principalmente pela redução da riqueza real das famílias. A diminuição da procura agregada, que entra directamente na equação respeitante ao grau de utilização da capacidade na economia, origina pressões descendentes nos preços internos. Adicionalmente, a apreciação da taxa de câmbio reflecte-se numa diminuição dos preços das importações que se transmite igualmente aos preços internos. Em resultado, a inflação no consumidor reduz-se face ao projectado no cenário base<sup>13</sup>.

(10) As respostas das variáveis estão medidas em percentagem, excepto as da taxa de juro e de inflação, que estão expressas em termos de pontos percentuais.

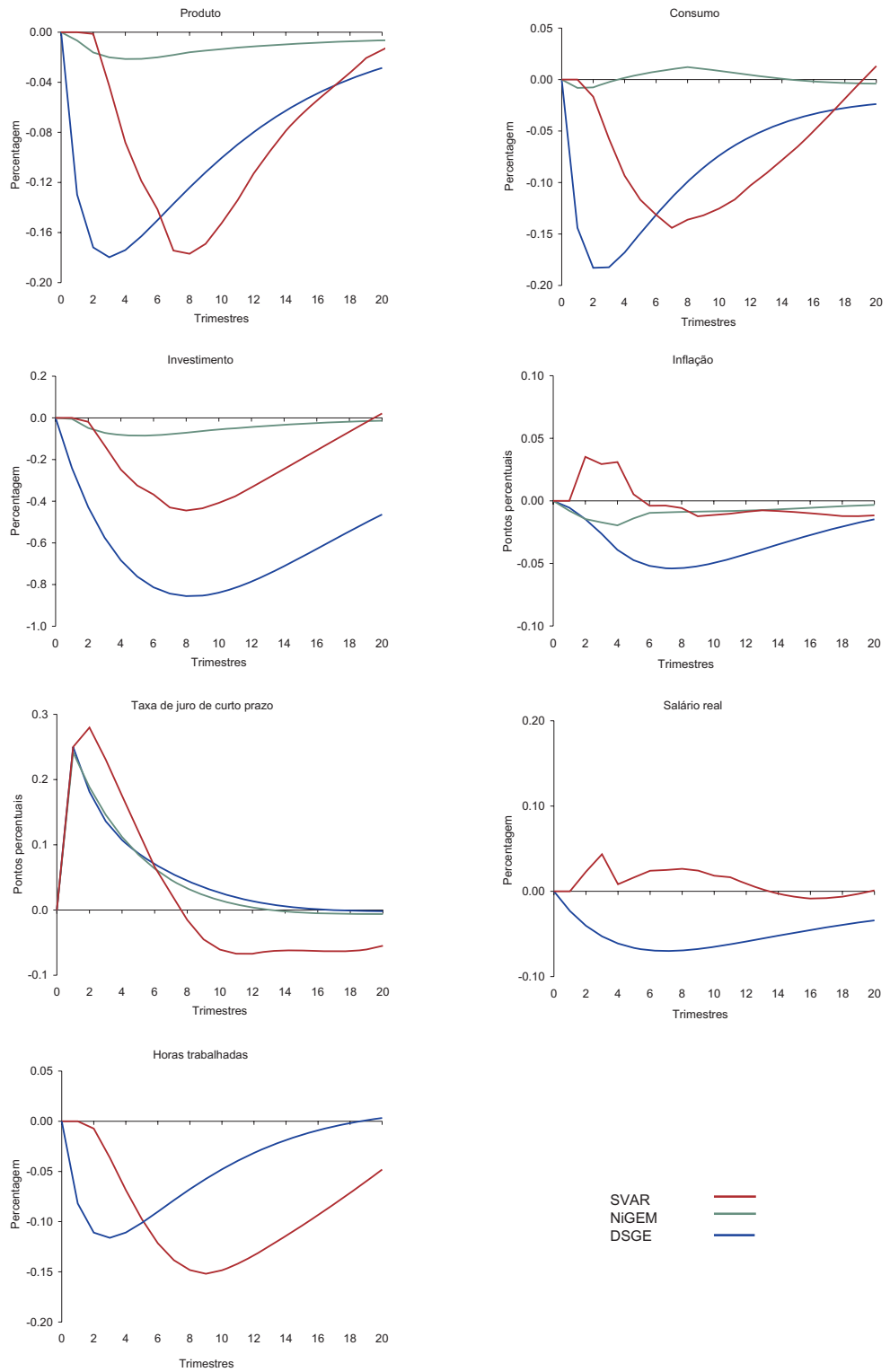
(11) Na literatura existem várias explicações para este resultado. Uma explicação para o “*price puzzle*” é que tal resulta de o banco central reagir a indicadores avançados de pressões inflacionistas (como preços de matérias-primas). Como existem desfasamentos nos efeitos da política monetária, a inflação aumenta numa primeira fase ao mesmo tempo que as taxas de juro estão a aumentar. No médio prazo, a inflação acaba por se reduzir à medida que os efeitos desfasados da política monetária são transmitidos à economia. Outra explicação para o “*price puzzle*” é que o aumento das taxas de juro faz aumentar os custos para as empresas que, no muito curto prazo, se repercutem nos preços do consumidor.

(12) A unidade de medida das respostas nos gráficos é o desvio face ao cenário base em percentagem (excepto para as taxas de juro e de inflação, em que corresponde ao desvio face ao cenário base em pontos percentuais).

(13) A redução da inflação modera, embora não contrariando completamente, o aumento da taxa de juro real de longo prazo *forward-looking*, a apreciação real da moeda e a diminuição da riqueza real.

Gráfico 3

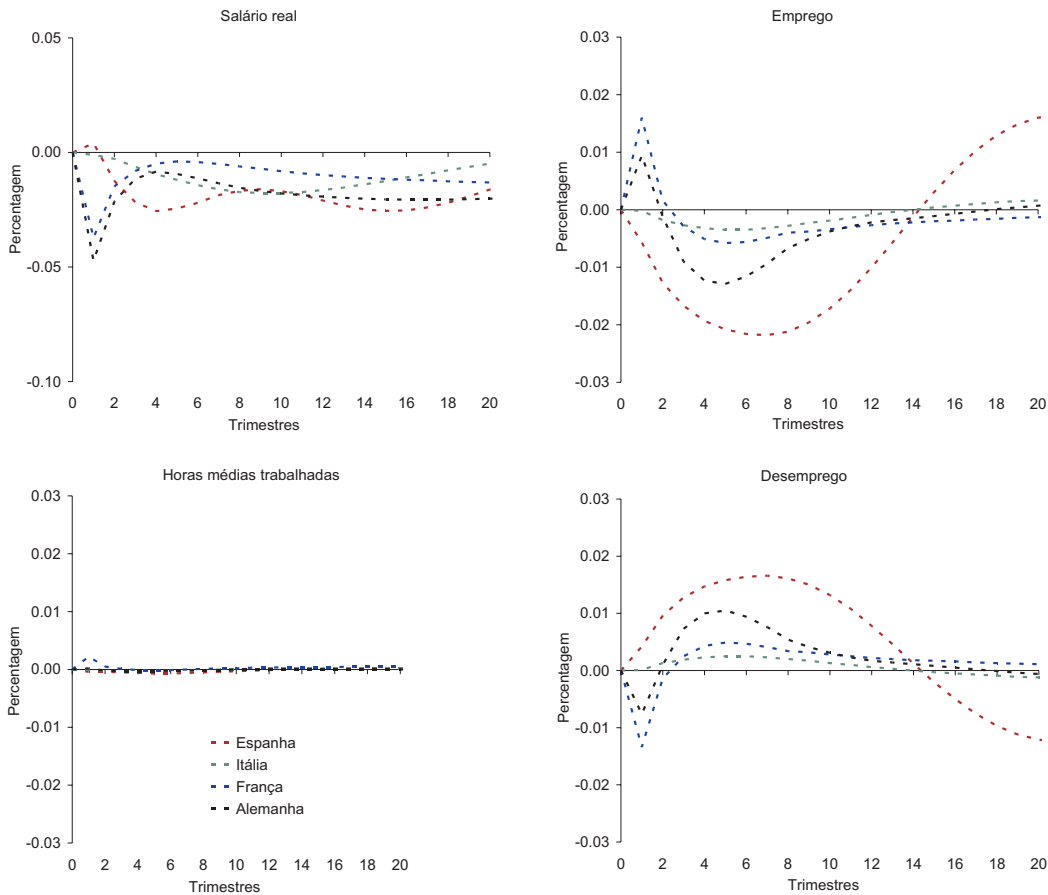
RESPOSTAS A IMPULSO DE UM CHOQUE DE POLÍTICA MONETÁRIA<sup>(a)</sup>



Nota: (a) No caso do NiGEM não existe agregação para o conjunto da área do euro do salário real e das horas totais trabalhadas.

Gráfico 4

## RESPOSTAS A IMPULSO DE UM CHOQUE DE POLÍTICA MONETÁRIA - O MERCADO DE TRABALHO NO NIGEM



O mercado de trabalho ajusta-se à redução da procura agregada e nas quatro maiores economias da área do euro observa-se, em geral, uma diminuição do emprego e um aumento do desemprego em comparação com o cenário base (Gráfico 4). O aumento do desemprego, em conjunto com a diminuição da inflação e o comportamento *forward-looking* no mercado de trabalho, originam uma redução gradual do salário nominal face ao cenário base. Os salários reais também diminuem, embora de forma mais mitigada, dada a redução da inflação.

Durante alguns anos após o choque, o rendimento disponível das famílias em termos reais é sustentado, mas eventualmente acabará por diminuir no contexto da diminuição da remuneração do factor trabalho. Dois factores contribuem para o comportamento positivo do rendimento disponível real por algum tempo: em primeiro lugar, a diminuição da inflação exerce um efeito favorável e, em segundo lugar, o aumento do rendimento interno em juros e o aumento da balança de rendimento com o exterior. O comportamento do rendimento disponível real explica, em grande medida, a evolução do consumo privado depois do choque de política monetária, chegando mesmo a situar-se ligeiramente acima do cenário base no segundo e terceiro anos depois do choque.

#### 4.1.3. Modelo DSGE

No modelo DSGE, o choque transitório de política monetária implica um aumento da taxa de juro nominal que conduz a uma queda do produto, do consumo e do investimento (Gráfico 3)<sup>14</sup>. O efeito máximo ocorre nos dois primeiros anos após o choque. A taxa de juro mais elevada torna a poupança mais atraente e, conseqüentemente, as famílias adiam decisões de consumo para o futuro, o que explica parcialmente a diminuição do consumo. Uma taxa de juro mais elevada aumenta o custo do investimento o que conduz a uma redução desta variável. O efeito máximo no investimento é três a quatro vezes superior ao efeito sobre o consumo. A diminuição da procura por produtos finais leva a que as empresas produzam menos e diminuam a sua procura de factores produtivos, o que explica a diminuição das horas trabalhadas e do emprego. Por seu turno, a menor procura do factor trabalho gera pressões descendentes sobre os salários nominais e, dada a pequena diminuição da inflação, conduz a uma redução do salário real. Por fim, a menor utilização do factor trabalho e a diminuição do salário real reforçam a queda do consumo.

## 4.2. Respostas a um choque tecnológico

### 4.2.1. SVAR

As respostas das variáveis ao choque tecnológico no modelo SVAR estão representadas no Gráfico 5. Um choque tecnológico positivo gera um aumento gradual do produto, que demora cerca de vinte trimestres a atingir 1 por cento. O consumo e o investimento também aumentam, em linha com o produto. Verifica-se também um aumento das horas trabalhadas e dos salários reais<sup>15</sup>. De referir ainda que o impacto sobre a inflação é negligenciável e que as taxas de juro aumentam ligeiramente.

### 4.2.2. NiGEM

O aumento exógeno do progresso tecnológico suscita imediatamente um aumento da capacidade produtiva na economia, afectando directamente a equação do grau de utilização da capacidade na economia e originando pressões descendentes sobre os preços. A inflação diminui em comparação com o cenário base (Gráfico 5). Num contexto em que a autoridade monetária segue uma regra de *Taylor*, a diminuição da inflação conduz a uma redução das taxas de juro. Em paralelo, a taxa de câmbio *forward-looking* reage no primeiro período dada a expectativa de taxas de juro mais baixas, o que se traduz instantaneamente numa depreciação nominal efectiva do euro em relação ao cenário base. Este factor, em conjunto com a diminuição da inflação, implica evidentemente uma depreciação real efectiva do euro, ou seja, um aumento da competitividade da área do euro.

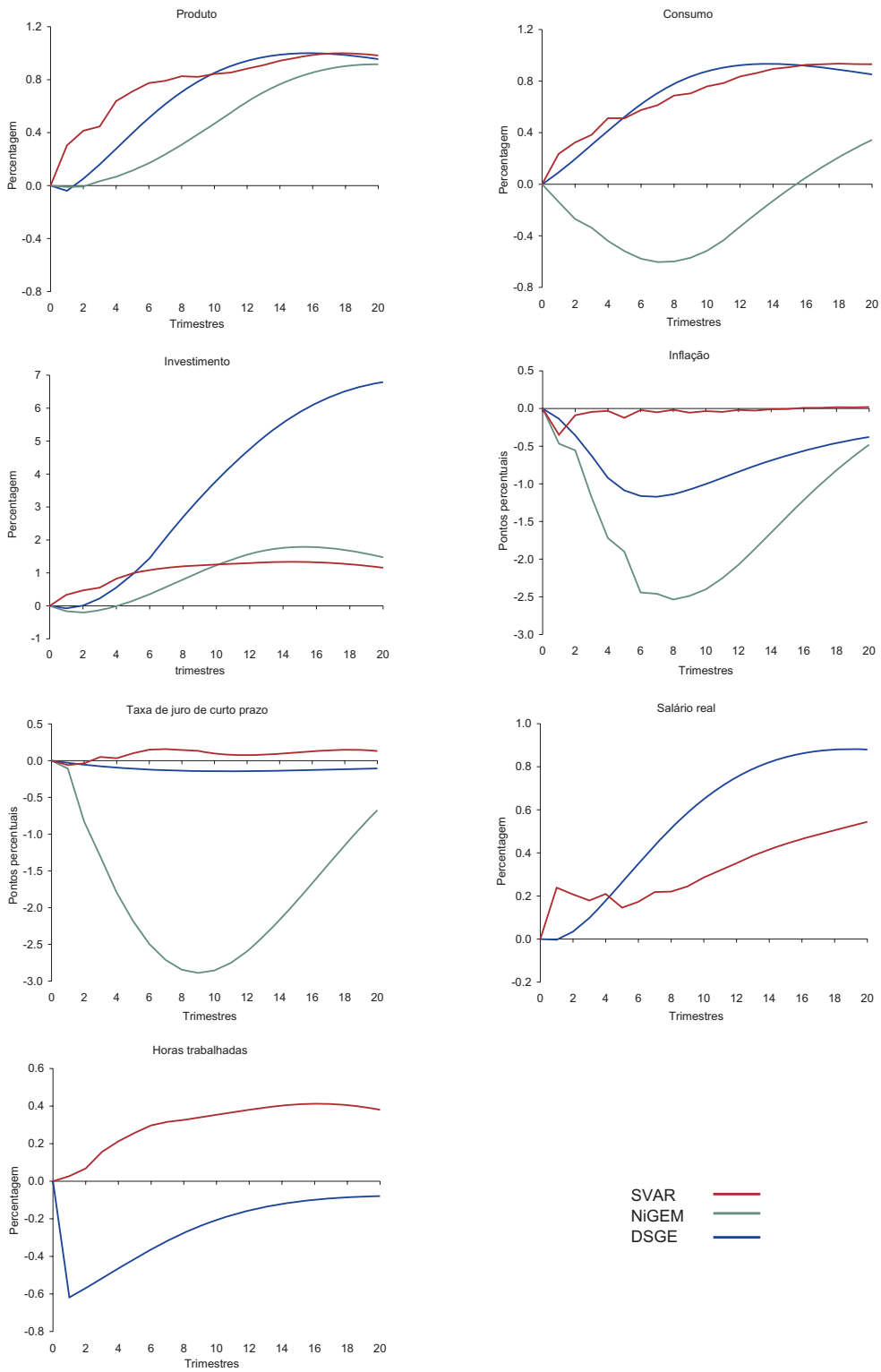
As alterações nos mercados financeiros transmitem-se à actividade económica real, traduzindo-se, em particular, no estímulo do investimento e da procura externa. O custo de utilização do capital diminui depois do choque influenciado pela redução das taxas de juro de longo prazo reais *forward-looking* e, conseqüentemente, o *stock* de capital desejado e o investimento em termos reais aumentam. Por seu turno, a depreciação real da taxa de câmbio estimula as exportações, dada a diminuição do

(14) As respostas das variáveis estão expressas em desvios percentuais face ao estado estacionário, excepto no caso da taxa de juro que está expressa em termos de desvios face ao estado estacionário (isto é, em pontos percentuais).

(15) Note-se que a resposta das horas trabalhadas depende crucialmente da hipótese de esta série ser estacionária. Se se considerar que as horas trabalhadas não são estacionárias então estas diminuem depois de um choque tecnológico positivo (ver Alves *et al* 2006 a, b).

Gráfico 5

RESPOSTAS A IMPULSO DE UM CHOQUE TECNOLÓGICO<sup>(a)</sup>



Nota: (a) No caso do NiGEM não existe agregação para o conjunto da área do euro do salário real e das horas totais trabalhadas.

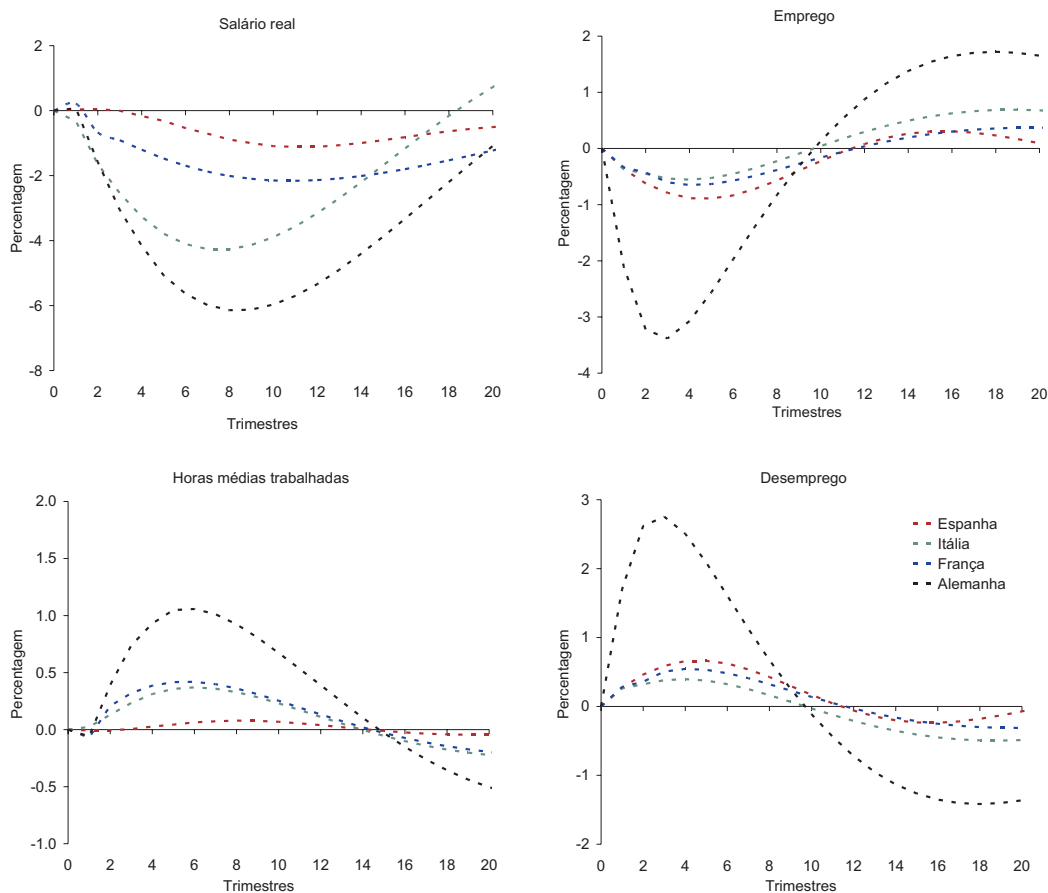


preço das mesmas. O efeito positivo no investimento e na procura externa líquida contribuem para o aumento do PIB.

Durante alguns períodos após o choque ocorre uma redução no emprego e um aumento no desemprego em comparação com o cenário base (Gráfico 6). Esta evolução resulta imediatamente do choque que origina uma redução na procura de trabalho para um dado nível de PIB e do salário real. A resposta das horas médias trabalhadas é relativamente simétrica à resposta do emprego, sendo, em grande medida, explicada pela dinâmica de curto prazo dos salários reais e do PIB. Dado que a resposta das horas médias trabalhadas é menor do que a resposta do emprego, as horas totais trabalhadas diminuem. O aumento do desemprego, em conjunto com a diminuição da inflação e o comportamento *forward-looking* no mercado de trabalho, originam uma redução significativa do salário nominal, contribuindo para a redução da remuneração do factor trabalho e do rendimento disponível das famílias face ao cenário base. Nos primeiros anos depois do choque, a diminuição do salário nominal e do rendimento podem ser maiores do que a redução observada nos preços, o que em geral se traduz numa queda dos salários reais e do rendimento disponível real nas quatro maiores economias da área do euro. Estes factores contribuem para a resposta menos favorável do consumo privado por algum tempo após o choque.

Gráfico 6

## RESPOSTAS A IMPULSO DE UM CHOQUE TECNOLÓGICO - O MERCADO DE TRABALHO NO NIGEM



Com o decorrer do tempo, a expansão da actividade económica real torna-se mais abrangente e o consumo privado apresenta uma recuperação. Como atrás referido, além do rendimento, o consumo privado depende da riqueza. Neste contexto, é de salientar que a riqueza financeira real das famílias aumenta depois do choque, o que resulta, em grande medida, do nível mais baixo dos preços e, em parte, do aumento temporário da riqueza nominal resultante do aumento dos preços das acções e de outros títulos depois da redução das taxas de juro. Por outro lado, o processo continuado de expansão da actividade económica acabará por reverter a situação no mercado de trabalho, o que se deverá reflectir numa diminuição do desemprego, numa recuperação do salário real e num nível mais elevado do rendimento disponível real das famílias.

#### 4.2.3. Modelo DSGE

Após um choque tecnológico positivo, o aumento da produtividade conduz a uma expansão temporária da fronteira de produção da economia e reduz os custos marginais das empresas. Como resultado, o produto, o consumo e o investimento aumentam (Gráfico 5). A resposta destas variáveis ocorre com algum atraso, que é menor no caso do consumo, e com bastante persistência, sendo os efeitos ainda significativos após um período de cinco anos depois do choque. O salário real aumenta de forma continuada, o que se reflecte num aumento do consumo embora com algum desfasamento devido à presença de hábitos no consumo.

Dada a redução dos custos marginais, as empresas ajustam os seus preços para baixo o que resulta numa diminuição da inflação. Esta diminuição é gradual dada a existência de rigidez nominal no ajustamento dos preços e atinge um ponto máximo no segundo ano após o choque. A política monetária responde com uma diminuição da taxa de juro apesar do aumento do PIB, o que reflecte o facto de o efeito deflacionista ser dominante na regra de *Taylor*. Note-se que, como os trabalhadores se tornam mais produtivos, as empresas necessitam de uma menor quantidade do factor trabalho para produzir a mesma quantidade de produto. Tal conduz a uma diminuição do número de horas trabalhadas. De referir que, como este é um resultado de equilíbrio geral, a redução das horas trabalhadas é também a resposta desejada pelos trabalhadores.

As respostas das variáveis do mercado de trabalho devem ser interpretadas com alguma cautela dado que este sector é bastante estilizado neste modelo. De referir ainda que a resposta das horas trabalhadas não é uma característica imposta no modelo. Assim, uma possível interpretação da diminuição das horas trabalhadas (embora não seja apresentada nos gráficos, a resposta do emprego é semelhante à das horas trabalhadas) é que o choque tecnológico permite às famílias trabalharem menos, embora tendo ao mesmo tempo um salário real mais elevado e um maior nível de consumo.

## 5. CONCLUSÕES

Este estudo caracterizou as respostas de agregados macroeconómicos da área do euro face a choques de política monetária e tecnológicos em três modelos diferentes. A análise permitiu identificar semelhanças em termos das respostas de algumas variáveis macroeconómicas mas também foram encontradas algumas diferenças significativas. Em todos os modelos, o choque de política monetária que consiste numa subida de taxas de juro tem um efeito contraccionista sobre a actividade económica. No entanto, no caso do NiGEM, a resposta do consumo é pouco expressiva. Tal parece estar relacionado com efeitos provenientes do sector externo, que é excluído de outros modelos onde a área do euro é tratada como uma economia fechada. No que diz respeito à inflação, as respostas tanto do NiGEM como do modelo DSGE estão de acordo com o esperado. De facto, um choque de política mo-

netária restritivo conduz a uma menor taxa de inflação. Contudo, no modelo SVAR, a inflação aumenta no curto prazo, diminuindo apenas no médio-longo prazo. Este “puzzle” é uma característica encontrada em outros estudos com modelos VAR. No que diz respeito ao choque tecnológico positivo, os três modelos sugerem respostas similares em termos do perfil do produto e do investimento, que registam um aumento. No entanto, o consumo diminui no caso do NiGEM, enquanto que nos restantes modelos aumenta. O impacto negligenciável na inflação no modelo SVAR difere do obtido no DSGE e no NiGEM, onde o choque tecnológico tem um forte efeito deflacionista. No NiGEM, este efeito conduz a uma depreciação real do euro e a uma melhoria das exportações, o que explica o aumento do produto apesar da queda do consumo. Outra diferença assinalável está relacionada com a resposta das variáveis do mercado de trabalho. No modelo DSGE e no NiGEM, a utilização do factor trabalho diminui após um choque tecnológico, enquanto que no SVAR aumenta. No modelo DSGE tal decorre do comportamento otimizador das famílias e empresas. No caso do NiGEM, o mercado de trabalho é modelado com maior detalhe. As respostas mostram que o emprego diminui e o desemprego aumenta nos prazos mais curtos. Tal pode ser explicado pelo facto da procura reagir de forma lenta ao aumento da capacidade produtiva da economia e portanto uma menor quantidade de trabalho é suficiente para satisfazer tal procura. O aumento do desemprego no NiGEM tem um efeito de negativo sobre os salários e, conseqüentemente, no rendimento disponível e no consumo.

Em suma, os resultados acima apresentados demonstram a importância dos modelos como mecanismo disciplinador para a análise de choques sobre a economia. A heterogeneidade encontrada nos resultados aconselha a utilização de um conjunto alargado de modelos, para obter robustez nas respostas encontradas. Em particular, a modelação do mercado de trabalho e a inclusão de elementos de economia aberta parecem ser cruciais para as respostas das variáveis da área do euro a choques. Tais elementos são geralmente incluídos em modelos tradicionais, mas são frequentemente excluídos de modelos DSGE que têm vindo a ser cada vez mais utilizados nos anos mais recentes. Assim, a nossa análise corrobora os esforços em curso para melhorar estes blocos em modelos com fundamentos micro-económicos, que é uma área de investigação activa.

#### Apêndice: Estimação/calibração dos modelos usados

Os parâmetros de cada um dos três modelos usados neste estudo foram obtidos de forma diferente. Enquanto o modelo SVAR é estimado, o NiGEM e o modelo DSGE envolvem quer estimação quer calibração. Começando pelo SVAR, nós usámos o modelo estimado em Alves *et al* (2006 a, b). Os dados usados na estimação referem-se à área do euro com doze países e ao período desde o primeiro trimestre de 1970 até ao terceiro trimestre de 2004. As variáveis incluídas foram: PIB, consumo, investimento, utilização de capacidade, salários reais, horas trabalhadas *per capita*, taxa de juro de curto prazo, deflator do PIB e o agregado monetário M1. Para o período posterior a 1999, os dados correspondem a uma agregação das séries nacionais disponíveis usando, sempre que possível, fontes oficiais tais como o Eurostat, o BCE, a Comissão Europeia e a OCDE. No entanto, as séries da área do euro com frequência trimestral frequentemente estão apenas disponíveis para um período curto pelo que foi necessário retropolar um conjunto de séries. Para isso, foi usada a base de dados de Fagan *et al* (2001) (a base de dados do Area-Wide Model (AWM)) (veja-se Alves *et al*, 2006 a, b). A série usada para taxa de juro de curto prazo foi a Euribor a três meses fornecida pela Bloomberg e para períodos anteriores a 1999 foi usada a base de dados AWM. A série de horas trabalhadas foi construída por Alves *et al* (2006 a, b) sendo obtida multiplicando as horas medias trabalhadas pelo número de pessoas empregadas e depois dividindo pela população em idade de trabalhar. A inflação é medida pela variação trimestral anualizada do logaritmo do deflator do PIB. Todas as variáveis estão em logaritmos, excepto a taxa de juro de curto prazo.

O modelo NiGEM usado neste estudo é estimado e calibrado pelo NIESR e corresponde à versão V4.06 divulgada em Outubro de 2006. O período de estimação das equações do modelo varia de equação para equação e depende da sua estabilidade estrutural (na estimação nunca são usados dados anteriores ao primeiro trimestre de 1961). O cenário base usado nas simulações corresponde aos resultados obtidos no exercício de previsão do NIESR em Outubro de 2006, que assenta na base de dados trimestral contendo toda a informação divulgada até àquela data.

Relativamente ao DSGE, seguindo a metodologia de Smets e Wouters (2003), nós estimámos a versão log-linearizada<sup>16</sup> do modelo usando técnicas Bayesianas, sendo que alguns parâmetros foram mantidos fixos. O modelo foi estimado usando dados para sete variáveis, nomeadamente PIB, consumo e investimento em termos reais, deflator do PIB, salário real, emprego e taxa de juro nominal de curto prazo. Em relação a Smets e Wouters (2003), foi usada uma base de dados ligeiramente diferente e actualizada (nomeadamente dados para o período compreendido entre o primeiro trimestre de 1980 e o quarto trimestre de 2006). Dado que no modelo teórico as variáveis estão em diferenças face ao nível no estado estacionário, todas as séries têm de ser estacionárias. As séries foram estacionarizadas através da remoção de tendências lineares, como em Smets e Wouters (2003).

Embora o modelo teórico inclua as horas trabalhadas como *input* na produção, Smets e Wouters usaram na estimação dados para o emprego, dado não existir uma série oficial de horas médias trabalhadas para a área do euro. Isto leva à utilização de uma equação auxiliar que relaciona o emprego (a variável observada) com as horas trabalhadas (a variável incluída no modelo mas não observada). Dado que o emprego geralmente reage mais lentamente a choques macroeconómicos do que as horas trabalhadas, é assumido que em cada período apenas uma fracção constante de empresas pode ajustar o emprego para o nível desejado enquanto as horas médias trabalhadas por trabalhador (uma variável não observada) são totalmente flexíveis. No presente estudo foi adoptado o mesmo procedimento e usámos a série de emprego na estimação, embora tenha sido usada uma versão ligeiramente diferente da equação auxiliar.

## REFERÊNCIAS

- Altig, D., Christiano, L., Eichenbaum, M. e J. Linde (2005), "Firm-specific capital, nominal rigidities and the business cycle", NBER *Working Paper* N° 11034.
- Alves, N., Brandão de Brito, J., Gomes, S. e J. Sousa (2006a), "The transmission of monetary and technology shocks in the euro area", *Working Paper* 2-06, Banco de Portugal.
- Alves, N., Brandão de Brito, J., Gomes, S. e J. Sousa (2006b), "The effects of a technology shock in the euro area", *Working Paper* 1-06, Banco de Portugal.
- Calvo, G. (1983), "Staggered prices in a utility maximizing framework", *Journal of Monetary Economics*, 12, pág. 383-398.
- Christiano, L., Eichenbaum, M. e C. Evans (1999), "Monetary policy shocks: what have we learned and to what end?", in J. Taylor e M. Woodford (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, North Holland.
- Christiano, L., Eichenbaum, M. e C. Evans (2005), "Nominal rigidities and the dynamic effects of a shock to monetary policy", *Journal of Political Economy*, Volume 111, N°1, pág. 1-45.
- Christoffel, K., Kuester, K. e T. Linzert (2006), "Identifying the role of labor markets for monetary policy in an estimated DSGE model", ECB *Working Paper* No. 635.

(16) É realizada uma aproximação log-linear das equações de equilíbrio em torno do estado estacionário.

- Fagan, G., Henry, J. e R. Mestre (2001), "An area-wide model for the EU11", *European Central Bank Working Paper* No. 42.
- King, R. e S. Rebelo (2000), "Resuscitating real business cycles", in John Taylor e Michael Woodford (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, North-Holland, pág. 927-1007.
- Kydland, F. e E. Prescott (1982), "Time to build and aggregate fluctuations", *Econometrica*, Volume 50, pág. 1345-1370.
- Lucas, R. (1976), "Econometric policy evaluation: a critique", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 1, pág. 19-46.
- Pagan, A. (2003), "Report on modelling and forecasting at the Bank of England", Bank of England, *Quarterly Bulletin*, Spring, pág. 1-29.
- Peersman, G. e F. Smets (2001), "The monetary transmission mechanism in the euro area: more evidence from VAR analysis", *ECB Working Paper* No. 91.
- Peersman, G. e R. Straub (2004), "Technology shocks and robust sign restrictions in an euro area SVAR", *ECB Working Paper* No. 373.
- Shapiro, M. e M. Watson (1988), "Sources of business cycle fluctuations", *NBER Macroeconomics Annual*, pág. 111-148.
- Smets, F. e R. Wouters (2003), "An estimated dynamic stochastic general equilibrium model of the euro area", *Journal of the European Economic Association*, Volume 1, N° 5, pág. 1087-1122.
- Smets, F. e R. Wouters (2004), "Forecasting with a bayesian DSGE model: an application to the euro area", *Journal of Common Market Studies*, Volume 42, N° 4, pág. 841-867.

# GARANTIR ESTABILIDADE DE PREÇOS COM UMA REGRA DE POLÍTICA PARA A TAXA DE JURO\*

Bernardino Adão\*\*

Isabel Correia\*\*

Pedro Teles\*\*

## 1. INTRODUÇÃO

Assegurar estabilidade de preços é o principal objectivo da política monetária. É esse o mandato do Sistema Europeu de Bancos Centrais estabelecido pelo Tratado de Maastricht, mas esse mesmo objectivo, de uma forma ou outra, é comum a qualquer banco central. Em linguagem um pouco fora de moda, dir-se-ia que o objectivo de estabilidade de preços exige que a política monetária garanta uma âncora nominal, uma âncora para as expectativas. Estranhamente, o objectivo parece ser mais fácil de atingir na prática do que em teoria.

É evidente o sucesso dos bancos centrais dos países desenvolvidos nos últimos vinte e cinco anos em fazer um *target* de baixa inflação. A razão desse sucesso tem sido atribuída a uma regra de política em que a taxa de juro de curto prazo varia em resposta a desvios da inflação e de medidas da actividade económica em relação a valores médios, uma regra de Taylor, atribuída a John Taylor que a estimou pela primeira vez (Taylor, 1993). Acontece que uma regra de Taylor não é capaz de conseguir num modelo monetário aquilo que parece conseguir na realidade. Os mesmos modelos que dão respostas razoáveis a outras questões, geram equilíbrios múltiplos quando a política monetária é conduzida com uma regra de taxa de juro, quer esta reaja à inflação futura, presente ou passada.

A literatura sobre esta questão de importância central para a política monetária é extensa. Um dos primeiros artigos, de Sargent e Wallace (1975), mostra que uma política que faz um *target* da taxa de juro nominal gera equilíbrios múltiplos. A maior parte da literatura analisa condições de determinação local, o que quer dizer que apesar de se manter a multiplicidade de equilíbrios, pode haver um único equilíbrio junto dum estado estacionário de particular interesse. McCallum (1981) foi o principal responsável por esta literatura, ao ter mostrado que existem de facto regras de *feedback* para a taxa de juro que garantem um único equilíbrio localmente. Esta contribuição foi muito importante, pois permitiu que os economistas pudessem analisar outras questões, concentrando a atenção no equilíbrio localmente determinado, abstraindo do facto de existirem muitos outros possíveis equilíbrios. Infelizmente, tal como mostraram Benhabib, Schmitt-Grohe and Uribe (2001, 2002), as mesmas regras de política que garantem determinação local em geral dão origem a indeterminação global, pelo que os equilíbrios alternativos podem convergir para outros estados estacionários ou flutuar em torno do estado estacionário inicial.

Nesta nota, e baseando-nos em Adão, Correia and Teles (2006), comentamos a forma como as regras de taxas de juro podem ser usadas para implementar um único equilíbrio com preços estáveis. Primeiro consideramos uma economia com um horizonte temporal finito e mostramos que regras de política para a taxa de juro não são um instrumento de política suficiente, porque não permitem imple-

\* As opiniões são exclusivamente dos autores.

\*\* Departamento de Estudos Económicos.

mentar um equilíbrio único. Numa economia com um horizonte temporal finito, existe um número finito de condições de equilíbrio e um número finito de variáveis de equilíbrio. Se a política especificar apenas restrições para as taxas de juro nominais, há mais variáveis do que equações e portanto há equilíbrios múltiplos. Este resultado não depende da política ser conduzida com um *target* para a taxa de juro ou da taxa de juro reagir a variáveis endógenas. Da mesma forma, o resultado não depende dos preços serem flexíveis ou rígidos.

Em seguida, consideramos uma economia que dura para sempre. Num modelo simplificado, começamos por discutir a forma como o problema da multiplicidade de equilíbrios é normalmente abordado, analisando condições para determinação local. Finalmente, mostramos, tal como em Adão, Correia and Teles (2006), que existe uma regra de política que implementa um único equilíbrio global. Esta regra não funcionaria em economias com um horizonte temporal finito.

A regra de *feedback* para a taxa de juro que implementa um equilíbrio único é uma regra de *targeting* do nível de preços em que a taxa de juro nominal reage a previsões para o nível de preços futuro, assim como ao nível futuro da actividade económica. Infelizmente a regra não é tão robusta como seria desejável. Que o horizonte temporal seja finito, mesmo que arbitrariamente distante, ou infinito faz diferença, e não compete aos economistas tomar posição sobre isso. Mas, talvez mais importante, de forma a ser eficaz, a regra exige um conhecimento da estrutura da economia que não é realista.

Robert Lucas escreveu na lição Nobel (Lucas, 1996) que “(...) *Banqueiros centrais e mesmo alguns economistas monetários falam com autoridade de como usar altas taxas de juro para controlar a inflação, mas eu não conheço evidência, nem sequer para uma economia, que relacione aquelas variáveis de forma útil (...)*.” Resta-nos acrescentar que também alguns de nós, economistas monetários, ainda não confiamos suficientemente numa teoria que relacione as duas variáveis de forma útil.

## 2. O MODELO

No modelo económico existe um número grande de famílias idênticas, uma empresa representativa que se comporta de forma competitiva e um governo. A economia tem um horizonte temporal finito  $T$ . A incerteza resulta de choques tecnológicos e de despesas públicas.

A família representativa tem preferências sobre consumo  $C_t$ , e lazer  $L_t$ , descrita pela seguinte função de utilidade esperada:

$$U = E_0 \left\{ \sum_{t=0}^T \beta^t u(C_t, L_t) \right\} \quad (2.1)$$

em que  $\beta$  é o factor de desconto intertemporal. A tecnologia usa trabalho  $N_t = 1 - L_t$  apenas e é linear

$$C_t + G_t \leq A_t N_t$$

para  $0 \leq t \leq T$ , em que  $G_t$  é o consumo público e  $A_t$  é um parâmetro tecnológico.

As famílias necessitam de moeda  $M_t$  para fazer transacções de acordo com a restrição *cash-in-advance*

$$P_t C_t \leq M_t \quad (2.2)$$

para  $0 \leq t \leq T$ , em que  $P_t$  é o nível de preços. Cada período é composto por dois sub-períodos, com o mercado de activos no primeiro e o mercado de bens no segundo.

As famílias começam o período  $t$  com riqueza nominal  $\mathbb{W}_t$  e decidem deter moeda  $M_t$  e obrigações sem risco  $B_t$  que pagam  $R_t B_t$  no período seguinte.  $R_t$  é a taxa de juro nominal bruta no período  $t$ . Desta forma, no mercado de activos, no início do período  $t$  enfrentam a restrição

$$M_t + B_t \leq \mathbb{W}_t \quad (2.3)$$

para  $0 \leq t \leq T$ .

No final do período as famílias recebem o rendimento do trabalho  $W_t N_t$ , em que  $W_t$  é o salário nominal, e pagam impostos *lump sum*  $T_t$ . A riqueza nominal que as famílias levam para o início do período  $t+1$  é,

$$\mathbb{W}_{t+1} = M_t + R_t B_t - P_t C_t + W_t N_t - T_t, \quad (2.4)$$

para  $0 \leq t \leq T$ . Depois do período  $T$ , há um mercado de activos em que as dívidas são saldadas. A riqueza no período final não pode ser negativa, pelo que

$$\mathbb{W}_{T+1} \geq 0. \quad (2.5)$$

O problema das famílias é maximizar a utilidade esperada (2.1) satisfazendo as restrições (2.2), (2.3), (2.4), juntamente com a condição terminal (2.5).

As condições de primeira ordem do problema das famílias incluem, assim,

$$\frac{u_L(t)}{u_C(t)} = \frac{W}{P_t R_t} \quad (2.6)$$

para  $0 \leq t \leq T$ , e

$$\frac{u_C(t)}{P_t} = R_t E_t \left[ \frac{\beta u_C(t+1)}{P_{t+1}} \right] \quad (2.7)$$

para  $0 \leq t \leq T-1$ . A condição (2.6) iguala a taxa marginal de substituição intratemporal entre consumo e lazer ao salário real distorcido pelo custo de oportunidade de deter moeda  $R_t$ . A condição (2.7) é uma condição marginal intertemporal necessária para a escolha óptima de obrigações nominais sem risco. As outras condições são as restrições do problema que se verificam em igualdade e a condição terminal, também em igualdade,

$$\mathbb{W}_{T+1} = 0. \quad (2.8)$$

As empresas são competitivas e os preços são flexíveis. As empresas maximizam os lucros de forma que o salário real de equilíbrio é

$$\frac{W_t}{P_t} = A_t, 0 \leq t \leq T. \quad (2.9)$$

As variáveis de política são os impostos *lump sum*  $T_t$ , a taxa de juro  $R_t$ , oferta de moeda  $M_t$ , dívida pública não contingente  $B_t$ . Definimos uma política como uma correspondência de variáveis de política, quantidades, e preços para variáveis de política. A taxa de juro nominal é uma função de preços e quantidades.

As restrições orçamentais do governo período a período são

$$M_0 + B_0 = \mathbb{W}_0$$



$$\begin{aligned} & M_t + B_t \\ & = M_{t-1} + R_{t-1} B_{t-1} + P_{t-1} G_{t-1} - P_{t-1} T_{t-1}, \\ & 1 \leq t \leq T \end{aligned}$$

$$\mathbb{W}_{T+1} = M_T + R_T B_T + P_T + G_T - P_T T_T = 0 \quad (2.10)$$

As condições de equilíbrio nos mercados de bens e de trabalho são

$$C_t + G_t = A_t N_t,$$

e

$$N_t = 1 - L_t,$$

para  $0 \leq t \leq T$ .

### Equilíbrio

Um equilíbrio é uma sequência de variáveis de política, quantidades, e preços tais que os agentes privados resolvem os seus problemas dadas as sequências de variáveis de política e preços, a restrição orçamental do governo é satisfeita, os mercados estão em equilíbrio e as variáveis de política são consistentes com as regras de política consideradas.

As condições de equilíbrio para as variáveis  $\{C_t, L_t, R_t, M_t, B_t, T_t\}$  são as restrições de recursos

$$C_t + G_t = A_t (1 - L_t), 0 \leq t \leq T, \quad (2.11)$$

as condições intratemporais

$$\frac{u_c(t)}{u_l(t)} = \frac{R_t}{A_t}, 0 \leq t \leq T, \quad (2.12)$$

obtidas com as condições intratemporais das famílias (2.6) e as condições de óptimo das empresas (2.9), as condições *cash-in-advance* constraints (2.2), as condições intertemporais (2.7) e as restrições orçamentais (2.10), assim como as regras de política que serão especificadas mais tarde.

## 3. POLÍTICAS DE TAXA DE JURO NÃO GARANTEM ESTABILIDADE DE PREÇOS

Um equilíbrio na economia descrita acima é caracterizada por um número finito de equações e incógnitas. É condição necessária para que haja um único equilíbrio que o número de equações iguale o número de variáveis. Regras de taxa de juro, quer estas sejam sequências de números ou regras de *feedback*, função de variáveis futuras, presentes ou passadas, não são restrições suficientes. Continua a haver mais incógnitas do que equações. Regras de taxa de juro nunca permitem implementar um equilíbrio único.

A partir das restrições de recursos (2.11), das condições intratemporais (2.12), e das restrições *cash-in-advance* verificadas em igualdade, (2.2), obtemos as funções  $C_t = C(R_t)$  e  $L_t = L(R_t)$ , e  $P_t = \frac{M_t}{C(R_t)}, 0 \leq t \leq T$ . Podemos substituir estas variáveis nas condições intertemporais (2.7), de for-

ma que o sistema de condições de equilíbrio que restringe as variáveis  $\{R_t, M_t, P_t\}$  pode ser resumido nas seguintes equações dinâmicas:

$$\frac{u_c(C(R_t), L(R_t))}{\frac{M_t}{C(R_t)}} = \beta R_t E_t \left[ \frac{u_c(C(R_{t+1}), L(R_{t+1}))}{\frac{M_{t+1}}{C(R_{t+1})}} \right], t = 0, \dots, T-1 \quad (3.1)$$

juntamente com

$$P_t = \frac{M_t}{C(R_t)}, t = 0, \dots, T.$$

As restrições orçamentais restringem, não unicamente, os níveis da dívida não contingente e dos impostos. Assumindo que estas variáveis não são determinadas exógenamente podemos ignorar essas restrições.

Supomos agora que política é um *target* para a taxa de juro nominal em que a sequência das taxas de juro é uma sequência exógena de números. Nesse caso há mais variáveis do que equações. Se a oferta de moeda fosse também determinada exógenamente em cada estado no último período, então as condições (3.1) acima permitiriam determinar a moeda em cada estado nos períodos anteriores. Dessa forma os níveis de preços seriam também determinados em cada período e estado.

Os graus de multiplicidade são assim o número de estados no período final. A taxa de juro nominal restringe a média condicional da taxa de crescimento da oferta de moeda; não restringe a forma como a oferta de moeda é distribuída entre estados. Nesta economia com incerteza há ainda a necessidade de uma âncora nominal para cada história. Numa economia sem incerteza, só faltaria uma oferta de moeda, um âncora nominal.

Nesta economia, se em vez de fazer o *target* da taxa de juro, a política monetária fosse conduzida de acordo com uma regra de *feedback*, em que a taxa de juro fosse uma função de variáveis endógenas, nada mudaria. O número de variáveis e de equações seria o mesmo e o grau de multiplicidade também. Da mesma forma, o resultado também não depende das preferências ou da tecnologia, e também não depende dos preços serem rígidos ou flexíveis.

Na próxima secção, a economia não tem data limite. É a mesma economia mas com um horizonte temporal infinito. Começamos por discutir a forma como o problema da multiplicidade é normalmente abordado, impondo condições para que haja um único equilíbrio local. Também mostramos, e esse é o resultado de maior interesse nesta nota, que na economia com um horizonte temporal infinito há regras de taxa de juro que permitem implementar globalmente um único equilíbrio.

## 4. UMA ECONOMIA COM UM HORIZONTE TEMPORAL INFINITO

### 4.1. Determinação local

Em modelos monetários com equilíbrios múltiplos, é possível conduzir a política monetária com uma regra para a taxa de juro de forma a que haja um único equilíbrio local na proximidade de um estado estacionário. Neste caso diz-se que há um equilíbrio determinado. A maior parte da análise em modelos monetários concentra-se neste equilíbrio determinado.

Consideramos agora um modelo com um horizonte infinito, mas simplificamos a estrutura assumindo que a utilidade é linear no consumo. As condições intertemporais *log*-linearizadas aproximadas à vol-

ta de um estado estacionário determinístico com uma taxa de juro nominal constante e uma taxa de inflação constante  $\pi^*$ , que é também o *target*, são

$$\hat{R}_t - E_t (\hat{P}_{t+1} - \hat{P}_t) = 0. \quad (4.1)$$

Suponha-se que a regra de taxa de juro é uma regra *forward*

$$\hat{R}_t = \tau E_t (\hat{\pi}_{t+1})$$

de forma que a taxa de juro sobe acima do estado estacionário quando a previsão da inflação está acima do *target*  $\pi^*$ . Nesse caso tem-se

$$(\tau - 1)E_t (\hat{\pi}_{t+1}) = 0,$$

pelo que, para  $\tau \neq 1$ , a inflação esperada é determinada, mas o nível de preços em cada período e estado não o é.

Suponha-se agora que a regra da taxa de juro é

$$\hat{R}_t = \tau \hat{\pi}_t$$

com  $\tau > 1$ . De (4.1),

$$\hat{R}_t = E_t (\hat{\pi}_{t+1}),$$

tem-se

$$\tau \hat{\pi}_t - E_t (\hat{\pi}_{t+1}) = 0$$

Com  $\tau > 1$ , há uma solução que se mantém na proximidade do estado estacionário e uma infinidade de soluções que divergem desse estado estacionário. Se  $\hat{\pi}_0 = 0$ , então  $\hat{\pi}_t = 0$ ,  $t \geq 0$ ; mas se  $\hat{\pi}_0 = \varepsilon > 0$ , a trajectória para a inflação é explosiva.<sup>1</sup>

A solução local é o equilíbrio determinado

$$\hat{\pi}_t = 0.$$

A inflação de equilíbrio é igual ao *target* e dado um nível de preços histórico  $P_{-1}$ , a trajectória para o nível de preços é unicamente determinada. As soluções divergentes não podem ser analisadas com um modelo linearizado, que só é válido para pequenos desvios em torno do estado estacionário. Em geral há outros equilíbrios no modelo não linear, que podem flutuar ou convergir para outros estados estacionários (ver Benhabib, Schmitt-Grohe e Uribe, 2001, 2002)

Na próxima secção, mostramos, tal como em Adao, Correia e Teles (2006), que há regras em que a taxa de juro não reage à inflação, mas sim a uma previsão do nível de preços que implementam globalmente um único equilíbrio.

No modelo *log*-linearizado a regra seria

$$\hat{R}_t = E_t \hat{P}_{t+1}.$$

Assim, da condição intertemporal (4.1),

(1) Se  $\tau < 1$  pelo contrário, haveria um contínuo de equilíbrios indeterminados próximos do estado estacionário.

$$\hat{R}_t = E_t \hat{P}_{t+1} - \hat{P}_t,$$

tem-se

$$\hat{P}_t = 0$$

pelo que, neste caso, existe de facto uma única solução global.

## 4.2. Regras que implementam globalmente um único equilíbrio

Consideramos agora o modelo não linear para preferências gerais, mas com um horizonte temporal infinito. Suponha-se que a política monetária é conduzida de acordo com a regra de taxa de juro

$$R_t = \frac{\xi_t}{E_t \frac{\beta u_c(t+1)}{P_{t+1}}} \quad (4.1)$$

em que  $\xi_t$  é uma variável exógena. Sendo assim há um único equilíbrio global. Para comprovar isto, repare-se que a condição intertemporal (2.7) pode ser escrita como

$$\frac{u_c(t)}{P_t} = \xi_t, t \geq 0 \quad (4.2)$$

pelo que

$$R_t = \frac{\xi_t}{\beta E_t \xi_{t+1}} \quad (4.3)$$

Dadas as funções  $C_t = C(R_t)$  e  $C_t = C(R_t)$  obtidas usando as restrições de recursos (2.11), e as condições intratemporais (2.12), podemos usar a condição acima (4.2) para determinar a sequência de níveis de preços  $P_t$ . A oferta de moeda é determinada endógenamente usando a restrição *cash-in-advance*.

Dependendo do processo exógeno para  $\xi_t$ , é possível implementar um equilíbrio que seja particularmente desejável. Neste modelo o equilíbrio de primeiro óptimo requer que as taxas de juro nominais sejam zero, de forma a que não haja distorção monetária. Esse equilíbrio pode ser implementado com a regra de política (4.1) acima, em que  $\xi_t = \frac{1}{\beta^t}$ .

Vimos na secção anterior que na economia com um horizonte temporal finito não era possível implementar um equilíbrio único com uma regra para a taxa de juro. De facto a regra que agora consideramos não pode ser usada no último período, porque não há período seguinte para fazer previsões. A regra para os períodos anteriores seria

$$R_t = \frac{\xi_t}{E_t \frac{\beta u_c(t+1)}{P_{t+1}}}, 0 \leq t \leq T-1 \quad (4.4)$$

No último período,  $T$ , a regra não pode ser usada porque não há nada para prever em  $T$ , e se a taxa de juro nominal for determinada exógenamente, o nível de preços nos diferentes estados não é unicamente determinado. Se a economia durasse para sempre, não haveria período final e a regra funcionaria sempre.

As regras de taxa de juro que implementam um equilíbrio global têm semelhanças com as regras que os bancos centrais parecem seguir. A taxa de juro reage positivamente à previsão do consumo futuro<sup>2</sup>. Também reage positivamente à previsão do nível de preços futuro, no que é menos convencional (Ver Woodford (2003) sobre regras de *targeting* de preços de Wickse).

## 5. CONCLUSÕES

Nesta nota discutimos, baseados em Adao, Correia e Teles (2006), como pode ser conduzida a política monetária de forma a implementar um único equilíbrio global com estabilidade de preços. Mostramos que num modelo monetário com um horizonte finito, em que os graus de liberdade na condução de política podem ser contados exactamente, regras para a taxa de juro não são instrumentos suficientes para implementar um equilíbrio único. Pelo contrário, com um horizonte temporal infinito, há regras de *feedback* que permitem garantir um único equilíbrio.

As regras que implementam um equilíbrio único são regras de *targeting* do nível de preços em que a taxa de juro é mais alta quando a previsão do nível de preços está acima da tendência. A taxa de juro também reage positivamente a previsões da actividade económica futura. Infelizmente, para que a regra seja eficaz é necessário um conhecimento da estrutura da economia que não é realista. O facto de a regra não funcionar num modelo com horizonte finito, mesmo que arbitrariamente alto, é claramente também uma fragilidade.

A conclusão final é a de que é necessário mais trabalho no desenvolvimento de modelos ou formas alternativas de condução de política para podermos ter confiança na capacidade da política monetária em implementar um equilíbrio único com preços estáveis.

(2) Não deverá reagir a horas de trabalho se a função de utilidade for separável no lazer.

## REFERÊNCIAS

- B. Adao, I. Correia e P. Teles, 2006, *Monetary Policy with Single Instrument Feedback Rules*, Banco de Portugal wp 19-04.
- J. Benhabib, S. Schmitt—Grohe e M. Uribe, 2001, “The Perils of Taylor Rules”, *Journal of Economic Theory* 96, 40-69.
- Idem, 2002, “Chaotic Interest Rate Rules”, *American Economic Review* 92, 72-78.
- B. McCallum, 1981, “Price Level Determinacy with an Interest Rate Policy Rule and rational Expectations”, *Journal of Monetary Economics* 8, 319-329.
- T. J. Sargent e N. Wallace, 1975, “Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule”, *Journal of Political Economy* 83, 241-254.
- J. B. Taylor, 1993, “Discretion versus Policy Rules in Practice”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, 195-214.
- M. Woodford, 2003, *Interest and Prices*, Princeton University Press.

## DETERMINANTES DOS SPREADS APLICADOS NOS EMPRÉSTIMOS SINDICADOS CONCEDIDOS A EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS DA ÁREA DO EURO

Luciana Barbosa\*\*

Nuno Ribeiro\*\*

### 1. INTRODUÇÃO

Uma hierarquização precisa dos factores subjacentes à diferenciação de taxas de juro nas operações bancárias implica a disponibilidade de informação detalhada ao nível micro caracterizadora de cada contrato. Todavia, este tipo de base de dados não se encontra disponível para as operações bancárias de retalho, para os países da área do euro. Neste contexto, este estudo procura obter evidência empírica quanto aos factores que influenciam as taxas de juro no mercado de empréstimos sindicados na área do euro, utilizando para o efeito uma base de dados bastante detalhada ao nível de cada operação (para uma descrição do funcionamento do mercado de empréstimos sindicados consulte-se Gadanez (2004)). O mercado de empréstimos sindicados é usualmente identificado como um mercado para empresas ou projectos mais transparentes que a generalidade das restantes empresas, facto que sugere que este tipo de mercado seja mais integrado entre países do que o mercado de empréstimos bancários em geral. Efectivamente, a leitura directa dos dados referentes ao mercado primário destes empréstimos revela a presença de bancos não residentes em cada operação sindicada, muitas vezes com funções específicas na preparação e colocação da operação em mercado. Não obstante estas considerações, o presente estudo procura avaliar se os resultados apresentados na literatura sobre os determinantes das taxas de juro no mercado de crédito se verificam nos empréstimos sindicados concedidos a empresas, e procura verificar igualmente se a dispersão de taxas de juro médias entre países da área do euro subsiste após tomar em consideração os aspectos economicamente relevantes para a determinação de preços<sup>1</sup>. Em particular, os resultados obtidos apontam para a existência de *home bias* no mercado de empréstimos sindicados, designadamente as operações conduzidas exclusivamente por bancos com nacionalidade distinta da empresa financiada são sistematicamente mais onerosas do que aquelas em que participa pelo menos um banco da mesma nacionalidade. Dada a natureza mais transaccionável dos empréstimos sindicados por comparação com a média dos empréstimos bancários e a evidência de uma maior participação de bancos de diferentes nacionalidades neste mercado, os resultados obtidos podem ser entendidos como uma primeira indicação do grau de integração do mercado de empréstimos bancários a empresas na área do euro. Deste modo, tendo como ponto de partida estes resultados, é natural esperar-se que os estudos empíricos que venham a desenvolver-se mais centrados nas operações de retalho apontem para a ausência de integração ou para a integração incompleta no mercado de empréstimos bancários na área do euro.

De acordo com BCE (2006), as estatísticas agregadas de taxas de juro bancárias apresentam dife-

\* As opiniões expressas no artigo são da responsabilidade dos autores não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal. Os autores gostariam de agradecer a António Antunes, Diana Bonfim, Paula Antão e Luísa Farinha pelos seus comentários e sugestões.

\*\* Departamento de Estudos Económicos, Banco de Portugal.

(1) A literatura empírica disponível refere-se essencialmente ao mercado de crédito a empresas dos Estados Unidos. Neste particular, são de realçar os resultados obtidos em Angbazo *et al* (1998), que identificam factores relevantes na determinação de preços nos segmentos de maior risco do mercado de empréstimos sindicados e testam a existência de integração entre este mercado e o mercado de obrigações.

renças sistemáticas entre países da área do euro, as quais se associam a um amplo conjunto de factores. De entre estes factores, salientam-se as diferenças nas características dos produtos e dos mercados, assim como problemas associados aos métodos de agregação na produção das estatísticas de taxas de juro. Deste modo, os resultados deste estudo podem igualmente contribuir para a discussão em curso sobre a melhor forma de estratificar em grupos homogéneos as estatísticas agregadas de taxa de juro publicadas pelo Eurosistema.

O artigo está organizado da seguinte forma. Na secção 2 apresentam-se alguns dados referentes ao mercado de empréstimos sindicados e descreve-se sucintamente a base de dados utilizada. Na secção 3 apresentam-se a abordagem econométrica e os respectivos resultados. Na secção 4 é explorada a relevância da presença de garantias reais e dos resultados que sugerem a existência de *home bias*. Na secção 5 procura-se quantificar os “efeitos país”. Finalmente, na secção 6 são referidas as principais conclusões.

## 2. DADOS E ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

De acordo com a informação da base de dados *Dealogic Loanware*, principal fonte do presente estudo, o mercado de empréstimos sindicados a empresas não financeiras apresentou um crescimento considerável nos últimos anos a nível global, aumentando de um valor total de contratos celebrados de 1500 mil milhões de euros em 1999 para cerca de 2700 mil milhões de euros em 2006. Estes desenvolvimentos evidenciam uma alteração na estrutura deste mercado, o qual se desenvolveu nos anos 80, essencialmente como forma de financiamento público das economias de mercado emergentes. No que diz respeito às empresas não financeiras, assistiu-se a um aumento da dispersão geográfica deste mercado. De facto, em 1999, 57 por cento do montante envolvido nestes empréstimos decorria do financiamento de empresas localizadas nos Estados Unidos da América, ao passo que, em 2006, o peso destes devedores diminuiu para cerca de 40 por cento. Esta redução foi contrabalançada pelo aumento da importância das empresas domiciliadas na área do euro (cuja participação, em termos de montantes, aumentou de 18 para 25 por cento no mesmo período) e nas economias asiáticas. O crescimento dos empréstimos sindicados concedidos a empresas não financeiras da área euro ocorreu essencialmente junto de empresas sem notação de *rating*, sendo este domínio também observável em termos globais. A recente, e significativa, expansão observada na sindicância de empréstimos na área do euro está na base do crescente interesse neste mercado, designadamente envolvendo o estudo do seu funcionamento, da sua organização e dos mecanismos de determinação de preços (Rhodes (2006) apresenta uma descrição dos aspectos económicos, jurídicos e as convenções estabelecidas no mercado de empréstimos sindicados, assim como uma breve revisão do seu desenvolvimento nas últimas três décadas). Embora não existam dados que permitam avaliar de forma precisa a importância deste tipo de financiamento no total do crédito concedido pelos bancos europeus, uma estimativa simples indica que o peso deste tipo de financiamento terá duplicado entre 1999 e 2006 (Gráfico 1)<sup>2</sup>.

Os dados utilizados referem-se a contratos de empréstimo a empresas não financeiras domiciliadas na área do euro, no período de Janeiro de 1999 a Outubro de 2006, tendo sido impostos alguns critérios de selecção das observações na base de dados original. Deste modo, foram eliminadas as observações para as quais o principal objectivo do empréstimo era classificado como financiamento público, que não continham informação relativa a preço (excluindo comissões), montante dos em-

(2) O rácio entre novos contratos anunciados em cada ano e o valor acumulado de novas operações de empréstimo a empresas da área do euro, tal como publicado pelo BCE, aponta para que os empréstimos sindicados representem 7.5 por cento no total dos empréstimos concedidos a empresas não financeiras residentes na área do euro.



Quadro 1

ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

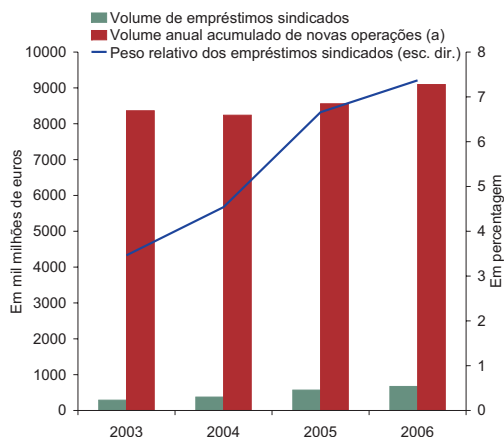
	1999			2000			2001			2002			2003			2004			2005			2006			Observações totais	
	Spread		Obs.	Spread		Obs.	Spread		Obs.	Spread		Obs.	Spread		Obs.	Spread		Obs.	Spread		Obs.	Spread		Obs.		
	(1)	(2)	#	(1)	(2)	#	(1)	(2)	#	(1)	(2)	#	(1)	(2)	#	(1)	(2)	#	(1)	(2)	#	(1)	(2)	#	das quais: com rating	
Áustria			0	188	121	4	189	180	9			0	363	379	6	247	130	5	191	101	4	16	16	1	29	2
Bélgica	59	68	5	88	80	16	97	84	17	130	59	10	211	145	15	222	203	43	174	63	34	254	118	24	164	3
Irlanda	170	127	15	209	171	10	161	178	8	258	337	13	165	167	19	164	154	20	280	138	7	236	253	36	128	27
Finlândia	154	108	10	150	98	12	168	94	18	73	58	6	202	73	6	130	67	13	81	48	25	215	91	17	107	16
França	144	70	128	149	61	149	147	76	125	198	133	173	224	156	114	214	69	219	210	66	329	233	110	367	1604	186
Alemanha	120	63	40	174	107	57	206	108	79	222	56	83	269	105	93	250	121	219	266	117	255	250	80	253	1079	148
Grécia	95	58	20	97	86	14	112	82	21	127	76	29	143	118	30	165	149	20	188	163	21	135	89	10	165	14
Itália	95	94	55	146	61	58	150	116	53	131	104	57	180	147	108	212	165	147	183	144	215	199	164	108	801	48
Luxemburgo	109	102	3	266	283	7	199	132	14	223	64	6	331	331	12	335	147	17	285	186	28	189	78	16	103	9
Países Baixos	125	78	50	156	71	80	187	119	59	186	96	49	268	213	77	211	106	78	228	172	96	281	201	134	623	88
Portugal	133	117	6	122	70	16	85	67	14	68	35	3	128	100	8	138	65	8	106	68	19			0	74	15
Espanha	87	77	75	107	60	83	116	105	72	116	85	90	148	131	111	168	101	191	149	97	288	166	99	253	1163	49
Área do euro	120	74	407	144	75	506	155	103	489	173	94	519	210	149	599	211	106	980	201	102	1321	224	113	1219	6040	605
Des. padrão	87			101			109			124			176			173			185			187				

Fonte: Dealogic Loanware.

Nota: (1) Média simples; (2) Média ponderada, tendo como poderador o montante do empréstimo.

Gráfico 1

## RELEVÂNCIA DO MERCADO DE EMPRÉSTIMOS SINDICADOS NA ÁREA DO EURO



Fontes: BCE e Dealogic Loanware.

Nota: (a) Montante de novas operações baseado nas estatísticas de taxa de juro bancárias do Eurosistema.

préstimos ou data de assinatura do acordo (ou pelo menos, data da concessão do financiamento). Após a aplicação destes critérios obteve-se uma amostra de 6040 observações, para a qual se apresentam, no Quadro 1, estatísticas descritivas a nível agregado para cada país. Os empréstimos concedidos a empresas residentes na França, Alemanha e Espanha são os mais frequentes na amostra, enquanto empréstimos concedidos a empresas domiciliadas em Portugal e Áustria são os menos frequentes. Em paralelo a esta amostra, foi efectuada a análise de uma sub-amostra, na qual apenas foram consideradas as observações para as quais existe informação explícita relativamente ao risco de incumprimento (notações de *rating* atribuídas pelas agências de *rating Standard & Poor's* ou *Moody's*). Esta amostra é muito mais reduzida do que a inicial, incluindo apenas 605 observações, sendo que o número de operações é particularmente reduzido para as empresas domiciliadas na Áustria ou Bélgica, países para os quais os resultados devem ser interpretados com especial cuidado.

### 3. ABORDAGEM EMPÍRICA

#### 3.1. Modelo e variáveis

O modelo base apresentado neste estudo tem como variável endógena o *spread* aplicado em cada operação. Como variáveis exógenas foram consideradas variáveis categóricas (*dummies*) relativas à nacionalidade das empresas, ao respectivo sector de actividade e a outros elementos caracterizadores das mesmas, assim como variáveis relativas às especificidades de cada operação e variáveis temporais. De forma sintética, a especificação adoptada corresponde à seguinte expressão:

$$\text{Spread}_{jt} = \alpha + \beta \text{país}_j + \delta \text{sector de actividade}_j + \varphi \text{outras características da empresa}_j + \rho \text{características da operação}_j + \xi \text{componente temporal} \quad (1)$$

A especificação apresentada em (1) foi estimada através do método de mínimos quadrados ordinários, para os dois conjuntos de empresas: um compreendendo a totalidade das operações dis-

poníveis na base de dados (após a imposição dos critérios de selecção mencionados na secção anterior), e o outro correspondendo apenas às empresas que apresentam notação de *rating*. A razão pela qual é efectuada a análise para ambos os conjuntos de empresas relaciona-se com o facto de, na base de dados utilizada e em linha com o que sucede na generalidade das carteiras de crédito bancário, apenas uma fracção relativamente reduzida das empresas apresentar informação relativa ao *rating*. Consequentemente, poderá existir algum enviesamento resultante da ausência de variáveis que captem a percepção do mercado relativamente ao risco de crédito associado a cada empresa. Analisando apenas o conjunto de empresas com *rating*, é possível controlar a relevância da indisponibilidade de informação sobre notações de *rating*, assim como confirmar se as conclusões obtidas para as restantes variáveis incluídas na regressão são robustas à omissão de controlos explícitos para o risco de incumprimento, no conjunto de empresas mais abrangente.

Em apêndice encontram-se enumeradas as variáveis utilizadas, que incluem um conjunto de determinantes dos *spreads* aplicados em empréstimos usualmente referidos na literatura. A variável principal em análise é o diferencial de taxa de juro em cada operação face ao respectivo indexante (*spread*)<sup>3</sup>. A dimensão do empréstimo foi avaliada tendo em consideração variáveis categóricas (*dummies*) correspondendo aos quartis associados à distribuição do montante dos empréstimos, para cada ano (*Incrp* corresponde ao logaritmo natural do montante do empréstimo de cada operação, enquanto que, por exemplo, *Incrp25* representa a *dummy* para o conjunto de operações localizadas no primeiro quartil da distribuição). Esta variável procura controlar a existência de eventuais economias de escala na preparação de cada empréstimo, com menor relevância dos custos fixos para empréstimos de maior dimensão. Simultaneamente, a dimensão da operação pode ser interpretada como uma *proxy* para a dimensão da empresa em questão, permitindo controlar diferenças sistemáticas no custo de financiamento especificamente atribuíveis à dimensão das empresas.

As notações de *rating* foram agregadas em classes adjacentes e incluídas na regressão como medida directa do risco de crédito associado à empresa. A maioria das operações analisadas envolve empresas sem notação de *rating*, enquanto no conjunto das empresas que apresentam esta informação as que se encontram classificadas como *investment grade* são as mais frequentes<sup>4</sup>. A maturidade da operação foi também sintetizada em classes e introduzida na regressão através de *dummies*. A maturidade dos empréstimos foi estudada exaustivamente na literatura empírica, encontrando-se, em geral, uma relação positiva entre maturidade e *spread* (veja-se Jackson e Perraudin (1999)). Assim, é expectável que operações com maturidades mais longas tenham associados *spreads* mais elevados, independentemente da inclinação da curva de rendimentos.

O principal objectivo do empréstimo também foi tido em consideração, controlando-se igualmente quando esta informação não está disponível. Em particular, é possível identificar na amostra os contratos cujo objectivo principal constitui o financiamento de operações de fusão e aquisição ou conduziram à recapitalização/reestruturação da empresa (*takeover*) ou o financiamento de investimento em *project finance* e outras finalidades específicas (agregados na variável *project*), as quais diferem substancialmente na sua natureza de empréstimos para os quais a empresa não reportou uma finalidade específica (*general*).

O tipo de contrato de crédito foi tido em conta, designadamente através da inclusão de variáveis categóricas a identificar créditos com maturidade definida (*term loans*), linhas de crédito (*linhas de crédito*).

(3) Cada operação é passível de se apresentar em diversas tranches de financiamento com diferentes características e condições de financiamento. Desta forma, nos casos em que isso sucede, as referências a "operações" ou "empréstimos" ao longo deste artigo devem interpretar-se como tranches individuais de um mesmo empréstimo.

(4) As notações de *rating* referentes a *investment grade* compreendem as notações de *rating* BBB- ou superior, na escala da agência *Standard & Poor's*, enquanto as restantes notações de *rating* estão associadas a empresas frequentemente designadas por *non-investment grade* ou com estatuto de *junk bond*.

to), *bridge loans*, i.e. empréstimos que são concedidos provisoriamente com vista à estruturação futura de uma operação mais permanente (*bridge loans*), *mezzanine loans*, i.e. tranches de empréstimos com cláusulas de subordinação (*mezzanine*) ou um outro tipo de empréstimos (*outras*). Na prática, todos os empréstimos identificados na amostra como *mezzanine* estavam classificados como *takeover*, relativamente ao objectivo principal, pelo que estas operações foram consideradas como um subgrupo dos empréstimos identificado em *takeover*. A evidência disponível de outros estudos com empréstimos bancários a empresas dos Estados Unidos sugere que existe um prémio positivo nos créditos com maturidade definida, quando comparados com as linhas de crédito. Este facto empírico poderá estar associado à função de seguro que as linhas de crédito têm para as empresas quando confrontadas com choques adversos, em conjugação com as vantagens dos bancos, por comparação com outros intermediários financeiros, na disponibilização de liquidez ao sector privado (Berger e Udell (1992); Kashyap, Rajan e Stein (2002)).

O montante de comissões (avaliadas em pontos base) pagas aos bancos que organizam os empréstimos, e/ou participam no financiamento, foram incluídas na regressão de forma a controlar eventuais efeitos de substituição entre comissões e *spreads*. De entre o conjunto de comissões pagas foram distinguidas as que são supostas remunerar a disponibilidade do(s) banco(s) para manter o compromisso ou garantia de que disponibilizarão os fundos à empresa no momento em que esta os solicitar (*commitment fees*) e outro tipo de comissões (*outras comissões*), tendo igualmente sido introduzida uma *dummy* de controlo associada às operações para as quais esta informação não estava disponível.

A existência de uma garantia por parte de uma terceira entidade (garantia pessoal) e de garantias reais foram dimensões igualmente controladas no modelo estimado. O impacto destas variáveis no *spread* aplicado a cada empréstimo é ambíguo, tanto à luz da literatura teórica como empírica. No que diz respeito às garantias pessoais, esta variável estará a reflectir em grande medida o suporte de empresas pertencentes ao mesmo grupo económico da empresa que contraiu o empréstimo, sendo de esperar que o preço do empréstimo seja menor nestes casos. Relativamente às operações com garantias reais, *ceteris paribus*, antecipa-se que, num contexto em que já tenha sido observado o incumprimento, os empréstimos que tenham associadas garantias reais se afigurem menos arriscados. Contrariamente, a relação *ex-ante* entre garantias reais e risco (e consequentemente o preço) é ambígua. Efectivamente, se algumas características da empresa não forem conhecidas, em algumas circunstâncias, é mais provável que seja exigida garantia real às empresas que sejam avaliadas como mais arriscadas (Boot, Thakor and Udell (1991) apresentam uma descrição da relação entre risco e garantias reais). Na mesma linha, alguns estudos empíricos apontam para uma relação positiva entre garantias reais e risco (Jiménez e Saurina (2004), para uma amostra de empresas espanholas) e entre garantias reais e preço (Berger e Udell (1990); Angbazo *et al* (1998); Carey e Nini (2004) para o mercado de empréstimos sindicados a nível internacional). Será de referir ainda que a exigência de colateral por parte dos bancos pode constituir um substituto dos esforços de acompanhamento posterior da situação financeira da empresa (Manove e Padilla (1999); Manove, Padilla e Pagano (2001)). Outros argumentos sugerem a relação oposta, i.e. que as garantias reais podem funcionar como elemento de selecção das empresas, uma vez que o custo económico de apresentar garantias reais é menor para empresas com menor risco do que para empresas com risco elevado. Assim, as empresas de menor risco estarão dispostas a aceitar a prestação de garantias reais em troca de uma taxa de juro mais reduzida (Besanko and Thakor (1987a,b)). Em face da diversidade de interpretações possíveis para a relação entre taxa de juro e prestação de garantias reais, o sinal esperado para o coeficiente associado a esta variável não se encontra determinado *a priori*.

O tipo de relação accionista de controlo de cada empresa foi também incluído na regressão, tendo sido levado em consideração se as empresas eram maioritariamente detidas pelo sector privado ou

pelo sector público. Procurando identificar eventuais assimetrias de informação entre bancos domésticos e os bancos estrangeiros, introduziu-se uma variável *dummy* que identifica operações em que todos os bancos participantes no sindicato têm nacionalidade distinta da nacionalidade da empresa em questão (*home bias*). Por fim, foram introduzidas variáveis *dummy* para controlar o sector de actividade das empresas e a nacionalidade das mesmas, embora ambas as categorias não sejam reportadas.

### 3.2. Resultados

No Quadro 2 são apresentados nas colunas (1) e (2) os resultados do modelo (1) para a amostra total e nas colunas (3) e (4) para a amostra reduzida (apenas com empresas com *rating*). Como mencionado anteriormente, o motivo pelo qual se efectua a análise controlando e não controlando para a notação de *rating* de cada empresa relaciona-se com o facto desta informação apenas existir para um conjunto reduzido de empresas, procurando-se, desta forma, avaliar se os resultados associados às restantes variáveis são robustos à omissão da variável de controlo directo do risco de crédito das empresas.

Os principais resultados obtidos nas diferentes regressões estão em linha com a literatura. Em particular, quanto maior for o montante do empréstimo menor é o *spread*, nomeadamente quando comparando o quarto quartil com os restantes<sup>5</sup>. Este facto poderá resultar de economias de escala na preparação de cada empréstimo sindicado, i.e. poderão existir custos fixos que perdem a relevância quanto maior for o empréstimo. Em alternativa, e provavelmente a justificação mais plausível, o montante do empréstimo constitui um indicador que aproxima a dimensão relativa das empresas na amostra. Deste modo, esta variável poderá estar a captar a percepção por parte dos bancos de que empresas de maior dimensão tendem a apresentar um risco menor.

Sendo a notação de *rating* das empresas uma medida *ex-ante* da probabilidade esperada de incumprimento por parte da empresa em questão, será de esperar que operações associadas a *ratings* mais elevados apresentem *spreads* mais baixos. De facto, os resultados dos modelos de regressão apresentados no Quadro 2 reproduzem esta relação, sendo de realçar o facto de o impacto marginal ser mais significativo nos empréstimos concedidos a empresas com notação de *rating* inferior ao triplo B, assim como a não significância estatística no conjunto de classes de *rating investment grade* (compreendidas entre a classe mais elevada e BBB-). Adicionalmente verifica-se que o *spread* associado a empresas que não têm *rating* é ligeiramente inferior ao *spread* associado a operações com duplo B, sugerindo que estas empresas, se tivessem atribuída uma notação de *rating*, estariam, em média, entre as classes de *rating* BB+ e BBB-.

Relativamente à maturidade, verifica-se que os *spreads* aumentam de forma monótona com a mesma. Em particular, os *spreads* associados a operações com maturidade superior a 5 anos (variável *maturidade >5*, omitida na regressão) diferem significativamente dos *spreads* aplicados a operações com maturidade inferior. Por sua vez, as operações cuja maturidade não é conhecida (representadas pela variável *maturidade desconhecida*) têm, em média, *spreads* situados entre os valores correspondentes a operações com maturidade entre as categorias de 1 a 5 anos e mais de 5 anos. Estes resultados são indicativos de que não existe enviesamento significativo na variável maturidade, uma vez que as classes anteriormente referidas são as mais frequentes na amostra.

De acordo com os resultados das regressões subjacentes ao Quadro 2, empréstimos concedidos ten-

(5) De facto, as variáveis correspondentes aos três primeiros quartis da distribuição da dimensão dos empréstimos apresentam coeficientes muito próximos, sugerindo que estas operações poderiam ser agregadas numa única classe. De qualquer forma, adoptou-se a especificação mais genérica com o intuito de avaliar a relevância da relação entre a dimensão dos empréstimos e outras variáveis, que será apresentada em regressões posteriores.

## Quadro 2

## RESULTADOS DAS REGRESSÕES

Variável dependente	Total da amostra				Empresas com <i>rating</i>			
	(1)		(2)		(3)		(4)	
	Coefficiente	estatística t	Coefficiente	estatística t	Coefficiente	estatística t	Coefficiente	estatística t
<i>Spread</i>								
Variáveis explicativas								
Constante	38.42	4.11	85.27	12.35	53.20	2.88	50.15	2.61
2000	9.19	1.54	6.40	1.07	32.63	2.56	24.18	1.62
2001	14.68	2.47	12.36	2.07	28.29	2.14	15.22	1.01
2002	42.07	7.43	40.16	7.03	60.76	4.01	68.66	4.06
2003	57.94	9.88	57.54	9.74	44.27	3.16	60.69	3.92
2004	54.09	10.10	54.89	10.17	31.08	2.23	54.11	3.60
2005	40.90	7.92	41.38	7.95	-3.35	-0.25	11.46	0.76
2006	45.53	8.41	45.37	8.33	-14.34	-0.86	-6.08	-0.34
Montante								
Incrdp25	50.02	13.98	58.44	16.74	30.23	2.77	85.89	7.22
Incrdp50	50.01	13.19	57.48	15.46	4.46	0.52	46.96	4.46
Incrdp75	44.50	12.56	52.39	14.82	10.17	1.25	32.16	3.26
Rating								
a	-10.62	-1.20	-	-	-8.80	-1.02	-	-
bb	84.21	7.37	-	-	105.99	8.57	-	-
b	103.37	8.74	-	-	149.09	8.75	-	-
sem <i>rating</i>	57.54	8.14	-	-	-	-	-	-
Maturidade								
maturidade desconhecida	-34.45	-2.67	-35.99	-2.79	-43.75	-2.24	-59.73	-2.13
maturidade < 1 ano	-70.12	-13.25	-80.41	-15.18	-60.06	-5.29	-84.07	-6.48
maturidade 1 a 5 anos	-61.36	-21.45	-64.17	-22.17	-48.22	-5.83	-67.23	-7.51
Objectivo do empréstimo								
<i>takeover</i>	45.79	14.62	47.59	15.00	20.77	2.93	33.07	3.92
<i>mezzanine</i>	583.17	25.12	582.65	25.09	575.22	4.12	578.98	3.64
<i>asset backed</i>	-21.22	-2.42	-21.09	-2.43	1.22	0.04	-5.14	-0.15
<i>project finance</i>	-14.86	-2.56	-9.38	-1.61	-56.63	-2.05	-10.42	-0.35
desconhecido	0.29	0.03	4.25	0.37	-	-	-	-
Tipo de instrumento								
linhas de crédito	-31.16	-14.31	-34.08	-15.47	-17.64	-2.80	-37.34	-5.27
<i>bridge loans</i>	31.32	2.81	32.19	2.81	121.24	2.87	102.75	2.39
outros	75.52	7.01	69.88	6.32	27.76	1.57	16.78	0.86
Comissões								
<i>commitment fees</i>	0.18	3.35	0.21	3.96	-0.01	-0.07	0.36	1.64
outras comissões	0.36	2.69	0.46	3.26	0.66	1.87	1.22	3.32
comissões não disponíveis	-3.42	-0.42	-1.09	-0.14	26.35	0.56	44.87	1.14
Garantias								
garantias pessoais	-30.04	-5.06	-28.31	-4.75	-20.89	-1.48	-26.92	-1.58
garantias reais	11.97	3.50	15.03	4.33	39.35	2.62	61.95	3.56
Home bias	26.60	3.96	26.80	3.97	23.34	1.18	20.51	0.96
Público	-36.64	-5.66	-46.30	-7.35	-2.75	-0.27	-22.25	-1.80
Número de observações	6040		6040		605		605	
R <sup>2</sup>	0.68		0.67		0.75		0.66	
R <sup>2</sup> - ajustado	0.68		0.67		0.72		0.63	

Nota: As variáveis categóricas referentes ao sector de actividade e à nacionalidade das empresas foram incluídas na regressão, mas os respectivos coeficientes foram omitidos no quadro apresentado.

do como finalidade *takeover* são identificados como mais arriscados do que os restantes empréstimos. Este resultado não é inesperado uma vez que este tipo de operação aumenta a alavanca financeira da empresa que se propõe realizar uma aquisição. Em particular, nesta categoria de empréstimos, as operações financiadas por empréstimos *mezzanine* surgem extremamente mais caras do que as demais, apresentando *spreads* superiores em quase 6 pontos percentuais aos *spreads* associados a empréstimos sem finalidade definida.

Os empréstimos com maturidade definida (*term loans*, categoria omitida na regressão) e *bridge loans* (*bridge loans*) têm *spreads* superiores aos aplicados nas linhas de crédito (*linhas de crédito*). Os *bridge loans*, em particular, são um tipo de financiamento temporário e tendem a apresentar maior risco uma vez que são contratados com o intuito de virem a ser substituídos por um tipo de financiamento mais estável, ainda em fase de preparação, o qual poderá não se materializar em consequência, *inter alia*, da deterioração das condições de mercado. No que diz respeito ao preço relativo dos empréstimos de maturidade definida e das linhas de crédito, o facto de os últimos serem mais baratos está em linha com a evidência disponível em diversos estudos empíricos sobre o financiamento de empresas não financeiras nos Estados Unidos. Para além do que foi referido anteriormente sobre as funções de seguro das linhas de crédito do ponto de vista das empresas, os bancos poderão encontrar-se numa posição vantajosa do ponto de vista da gestão do risco de liquidez neste mercado, no caso de existir uma correlação positiva entre choques na oferta de depósitos e na procura de empréstimos. Esta hipótese implica que choques que afectem a liquidez dos depositantes e as necessidades de financiamento dos investidores estariam positivamente correlacionados.

Como esperado operações que têm garantias pessoais associadas tendem a ter *spreads* inferiores, enquanto, na amostra em análise, as operações que apresentam garantias reais apresentam *spreads* comparativamente mais elevados. Este efeito é mais forte na especificação em que não se inclui a notação de *rating* das empresas como variável explicativa, o que sugere a existência de uma correlação positiva entre a presença de garantias reais e o risco de incumprimento das empresas, i.e. existe uma maior probabilidade da exigência de garantias reais para as empresas com notação de *rating* mais baixa.

Empresas detidas ou controladas pelo sector público pagam um *spread* inferior ao aplicado em empréstimos a empresas detidas pelo sector privado, como seria expectável. Este resultado poderá estar a reflectir o facto de a relação accionista com as administrações públicas representar, em última instância, garantia implícita por parte do sector público.

As operações em que nenhum dos bancos participantes no sindicato apresentam a mesma nacionalidade que a empresa que pede empréstimo têm associados *spreads* mais elevados. Esta variável (identificada como *home bias* no Quadro 2) procura testar a hipótese de que os bancos domésticos se encontram melhor informados sobre as características da empresa do que os restantes bancos, sendo fonte de *home bias* na afectação de carteiras e nos preços de equilíbrio neste mercado. Assim, o facto de não existir nenhum banco com a mesma nacionalidade pode constituir um sinal para os potenciais participantes no sindicato de que a informação sobre a empresa que não é do conhecimento público pode estar enviesada no sentido de maior risco. Os resultados obtidos suportam a ideia de que mesmo no mercado dos empréstimos sindicados poderá existir assimetria de informação entre bancos locais e bancos estrangeiros, constituindo um factor de alguma segmentação geográfica num mercado que tem uma base transnacional já bem estabelecida.

Os resultados apresentados no Quadro 2 permitem também verificar que os empréstimos que têm associadas comissões mais elevadas apresentam simultaneamente *spreads* superiores, i.e. a cobrança de comissões e a intermediação financeira pura parecem ser actividades complementares e não substitutas na perspectiva das receitas dos bancos. De facto, na amostra completa, 1 ponto percentu-

al adicional em comissões (outras comissões) tem associado cerca de mais 40 pontos base no *spread*, sendo este resultado ligeiramente mais forte na especificação em que não se controla para a notação de *rating* de cada empresa. Tendo em consideração a amostra constituída apenas por empresas que têm notação de *rating* atribuída, a magnitude do coeficiente associado a comissões é substancialmente superior. Este resultado é consistente com o identificado em Angbazo *et al* (1998) para uma amostra de empréstimos concedidos entre 1987 e 1994.

Por fim, um outro ponto interessante que pode ser inferido da análise do conjunto de regressões apresentado relaciona-se com a identificação do “ciclo de crédito” observado entre finais dos anos 90 e o período mais recente. As variáveis temporais incluídas nas regressões sugerem que existe uma componente temporal relevante na determinação do *spread*, atingindo o máximo em 2003 e 2004, controlando os restantes factores relevantes. Este ciclo não é evidente na evolução dos *spreads* médios apresentada no Quadro 1.

#### 4. INVESTIGAÇÃO ADICIONAL DO PAPEL DAS GARANTIAS REAIS E HOME BIAS

Com o intuito de conhecer melhor os factores subjacentes à relação positiva encontrada entre garantias reais e *spread*, efectuou-se uma análise mais detalhada. Esta análise traduziu-se na especificação de regressões adicionais nas quais outras características das empresas e/ou especificidades de cada operação foram cruzadas com a variável identificadora da presença de garantias reais. Assim, foi desenvolvido um conjunto significativo de experiências, compreendendo as variáveis referentes ao objectivo dos empréstimos, ao tipo de financiamento, à notação de *rating* das empresas e à dimensão do empréstimo. Apenas as últimas duas variáveis mencionadas parecem acrescentar informação, sendo apresentados os respectivos resultados no Quadro 3, para o total da amostra<sup>6</sup>. Os resultados referentes à associação entre o impacto da existência de garantias reais e a notação de *rating* das empresas são apresentados na coluna (1) e sugerem que a relação positiva é transversal às diferentes classes de *rating*. Na coluna (2) encontram-se os resultados referentes à regressão que explora a relevância da dimensão do empréstimo cruzada com a variável relativa a garantias reais. Em todas as especificações, a relação positiva entre garantias reais e *spread* revelou-se robusta para os empréstimos de maior dimensão (correspondendo às operações situadas no quartil superior da distribuição do montante dos empréstimos, omitido na regressão), enquanto parece existir tendência para que este efeito desapareça para os empréstimos inferiores. De facto, o coeficiente associado ao primeiro quartil da distribuição dos empréstimos cruzado com a variável relativa a garantias reais é significativo e próximo do valor simétrico do coeficiente correspondente à variável que identifica a existência de garantias reais isoladamente.

O mesmo procedimento foi efectuado para investigar as características das empresas e/ou das operações que poderiam estar associadas à relação positiva encontrada na secção anterior entre a ausência de um banco com a mesma nacionalidade da empresa (*home bias*) e o *spread* cobrado. Um efeito diferenciador, e estatisticamente significativo, foi encontrado para as notações de *rating* das empresas, sendo o efeito mais forte para as empresas com *rating* duplo B, quando comparadas com as empresas associadas a triplo B. Como se pode observar na coluna (3) do Quadro 3, o efeito não é monótono nas diferentes classes de *rating*, sendo este resultado comum aos dois conjuntos de empresas considerados.

(6) Resultados similares foram obtidos quando analisado apenas o conjunto de empresas para as quais existe informação referente às notações de *rating*.



## Quadro 3

## REGRESSÕES COM TERMOS DE INTERAÇÕES REFERENTES A GARANTIAS REAIS E HOME BIAS

Variável dependente: <i>Spread</i>	(1)		(2)		(3)	
	Coefficiente	estatística t	Coefficiente	estatística t	Coefficiente	estatística t
Variáveis explicativas						
Incrdp25	50.13	14.01	59.67	14.29	50.70	14.32
Incrdp50	50.22	13.22	53.86	12.01	50.75	13.60
Incrdp75	44.46	12.51	48.39	11.91	44.91	12.71
Incrdp25*garantias reais	-	-	-35.52	-4.73	-	-
Incrdp50*garantias reais	-	-	-15.89	-1.97	-	-
Incrdp75*garantias reais	-	-	-16.38	-1.99	-	-
a	-10.64	-1.17	-10.00	-1.13	-5.34	-0.62
bb	83.78	6.37	82.51	7.25	74.90	7.11
b	90.71	7.22	99.19	8.40	113.68	8.75
sem <i>rating</i>	59.49	8.18	55.23	7.79	58.35	7.79
garantias reais	34.63	1.29	30.25	4.93	11.86	3.47
a*garantias reais	18.84	0.49	-	-	-	-
bb*garantias reais	-14.14	-0.44	-	-	-	-
b*garantias reais	18.26	0.53	-	-	-	-
sem <i>rating</i> *garantias reais	-24.68	-0.91	-	-	-	-
a* <i>home bias</i>	-	-	-	-	-68.78	-1.30
bb* <i>home bias</i>	-	-	-	-	207.76	2.44
b* <i>home bias</i>	-	-	-	-	-46.30	-1.53
sem <i>rating</i> * <i>home bias</i>	-	-	-	-	-8.74	-0.41

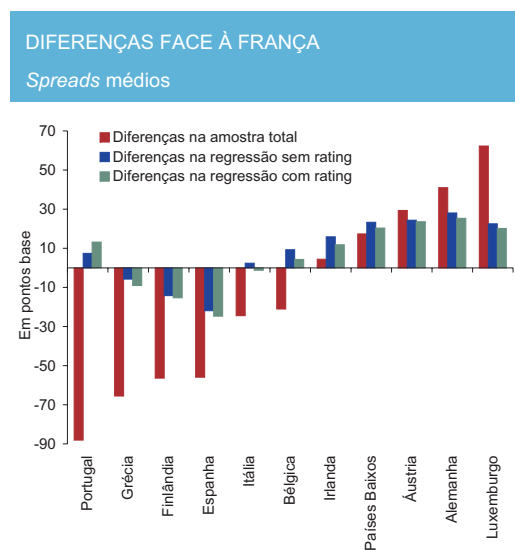
Nota: As restantes variáveis foram incluídas na regressão, mas os respectivos coeficientes não são reportados nesta tabela de forma a facilitar a interpretação da mesma.

## 5. EXISTEM DIFERENÇAS SISTEMÁTICAS ENTRE PAÍSES DA ÁREA DO EURO?

Na base de dados original, a diferença entre o *spread* médio mais elevado, observado a nível nacional, e o *spread* médio mais baixo correspondia a cerca de 150 pontos base. Um exercício simples de comparação dos coeficientes associados às variáveis que controlam a nacionalidade das empresas, obtidos na especificação geral (apresentada na coluna 1 do Quadro 2) sugere que esta métrica se comprime para cerca de 50 pontos base. Adicionalmente, o desvio-padrão das *dummies* associadas ao país da empresa reduziu-se para um terço do desvio-padrão original, após redimensionar todos os países face à França, omitida na regressão (Gráfico 2).

No sentido de testar a importância conjunta de grupos de características das empresas ou das operações foram efectuados testes *Wald*, cujos resultados se encontram sumariados no Quadro 4. A nacionalidade das empresas, no seu conjunto, apresenta-se como uma característica significativa em todas as especificações, suportando a ideia de que efeitos específicos país permanecem mesmo tendo em consideração as restantes características das empresas e as especificidades de cada operação.

Gráfico 2



**Nota:** As regressões subjacentes ao gráfico correspondem às colunas (1) e (2) do Quadro 2. Apenas a Alemanha, Países Baixos e Espanha são estatisticamente significativos a um nível de significância de 5%.

Quadro 4

## TESTES WALD PARA OS DIFERENTES GRUPOS DE VARIÁVEIS

Conjunto de variáveis	Quadro 2			
	Equação (1)	Equação (2)	Equação (3)	Equação (4)
Ano	30.01 (0.00)	31.94 (0.00)	6.16 (0.00)	6.48 (0.00)
Nacionalidade da empresa	13.95 (0.00)	13.56 (0.00)	3.80 (0.00)	5.09 (0.00)
Dimensão do empréstimo	85.73 (0.00)	122.38 (0.00)	2.98 (0.03)	18.12 (0.00)
Rating	45.57 0.00	- -	30.80 0.00	- -
Maturidade	165.06 (0.00)	183.86 (0.00)	12.08 (0.00)	19.94 (0.00)
Objectivo do empréstimo	181.67 (0.00)	180.96 (0.00)	8.60 (0.00)	7.56 (0.00)
Tipo de instrumento	103.55 (0.00)	110.67 (0.00)	9.62 (0.00)	15.48 (0.00)
Comissões	6.76 (0.00)	9.44 (0.00)	1.29 (0.28)	5.97 (0.00)
Sector de actividade	17.00 (0.00)	18.52 (0.00)	3.59 (0.00)	4.70 (0.00)

**Nota:** Os valores entre parêntesis correspondem aos p-values.

## 6. CONCLUSÃO

Este estudo permite identificar alguns dos factores que estão subjacentes à fixação de preços no mercado de empréstimos sindicados na área do euro. Os resultados obtidos em estudos empíricos anteriores foram confirmados e os resultados estão em linha com os pressupostos teóricos no que diz respeito ao papel da maturidade, dimensão dos empréstimos e notações de *rating*. Os resultados obtidos mostram também que as garantias pessoais e reais são relevantes para explicar as diferenças de preço dos empréstimos concedidos a empresas, com uma relação negativa no caso das garantias pessoais e positiva no caso das garantias reais. Deste modo, o estudo fornece também indícios dos factores importantes a ter em consideração quando se estratifica o universo de empréstimos em classes homogéneas, com o intuito de construir estatísticas agregadas para as taxas de juro. Adicionalmente, o procedimento seguido permite isolar efeitos específicos de cada país dos restantes elementos caracterizadores de cada empresa e de cada operação.

Paralelamente, este estudo salienta alguns factos estilizados que merecem um estudo mais pormenorizado com o intuito de compreender melhor as razões que lhes poderão estar subjacentes. Em primeiro lugar refira-se o facto de as receitas associadas a comissões aparentarem ser complementares às receitas de intermediação dos bancos, em vez de substitutas como apontaria o senso comum, bem como a literatura que explora a relação entre as receitas de intermediação e as de prestação de serviços. Assim, este resultado requer um estudo mais detalhado, tendo em consideração que nem todas as comissões associadas a empréstimos são comissões cujo pagamento é efectuado no momento da celebração do contrato ou independentes da efectiva utilização do financiamento. Pelo contrário, algumas comissões são pagas de forma regular ao longo da vida do contrato tal como acontece com os juros. Um outro aspecto interessante relaciona-se com a evidência encontrada do efeito *home bias* no mercado de empréstimos sindicados, no sentido em que empréstimos em que nenhum dos bancos participantes tenha a mesma nacionalidade da empresa surgem mais dispendiosos. De acordo com esta conclusão, não será surpreendente se estudos empíricos subsequentes apontarem para uma integração incompleta na banca de retalho entre economias da área do euro. O resultado obtido torna-se particularmente relevante se for tido em consideração que o mercado de empréstimos sindicados, pela sua natureza, é mais integrado e transparente que o mercado de crédito em geral. Deste modo, uma análise mais detalhada nesta área, procurando avaliar a relevância de efeitos cruzados entre a nacionalidade dos bancos participantes nas operações e a respectiva função na mesma operação, nomeadamente na preparação e colocação da operação, deverá permitir conclusões mais precisas sobre os factores estruturais subjacentes a este efeito.

## REFERÊNCIAS

- Angbazo, L.A., Mei, J. e Saunders, A. (1998), "Credit Spreads in the Market for Highly Leveraged Transaction Loans", *Journal of Banking & Finance*, 22, 1249-1282.
- Berger, A. e Udell, G. (1990), "Collateral, Loan Quality, and Bank Risk", *Journal of Monetary Economics*, 25, 21-42.
- Berger, A. e Udell, G. (1992), "Some Evidence on the Empirical Significance of Credit Rationing", *Journal of Political Economy*, 100, 1047-1077.
- Besanko, D. e Thakor, A. V. (1987a), "Collateral and Rationing: Sorting Equilibria in Monopoistic and Competitive Credit Markets", *International Economic Review*, 28, 671-689.

- Besanko, D., e Thakor, A. V. (1987b), "Competitive Equilibria in the Credit Markets with Imperfect Information", *Journal of Economic Theory*, 42, 167–182.
- Boot, A., Thakor, A. V. e Udell, G. F. (1991), "Secured Lending and Default Risk: Equilibrium Analysis, Policy Implications and Empirical Results", *The Economic Journal*, 101, 458–472.
- Carey, M. e Nini, G. (2004), "Is the Corporate Loan Market Globally Integrated? A Pricing Puzzle", *International Finance Discussion Papers* 813, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- ECB (2006), "Differences in MFI Interest Rates Across Euro Area Countries", *Discussion paper*, European Central Bank, September.
- Gadanecz, B. (2004), "The Syndicated Loan Market: Structure, Development and Implications", *Quarterly review*, BIS, December.
- Jackson, P. e Perraudin, W. (1999), "The Nature of Credit Risk: The Effect of Maturity, Type of Obligor and Country of Domicile", *Financial stability review*, Bank of England, November.
- Jiménez, G. e Saurina, J. (2004), "Collateral, Type of Lender and Relationship Banking as Determinants of Credit Risk", *WP 0414*, Banca de España.
- Kashyap, A., Rajan, R. e Stein, J. (2002), "Banks as Liquidity Providers: An Explanation for the Coexistence of Lending and Deposit-Taking", *Journal of Finance*, 57, 33–73.
- Manove, M., e Padilla, J. (1999), "Banking (Conservatively) with Optimists", *RAND Journal of Economics*, 30, 324–350.
- Manove, M., Padilla, J. e Pagano, M. (2001), "Collateral Versus Project Screening: A Model of Lazy Banks", *RAND Journal of Economics*, 32, 726–744.
- Rhodes, T. (2006), "Syndicated Lending: Practice and Documentation", *Euromoney Books*, 4th edition.

## DEFINIÇÕES DAS VARIÁVEIS

Variável	Definição
Variável dependente <i>Spread</i>	Diferencial de taxa de juro (pontos base)
Variáveis explicativas <i>Dummies</i> temporais <i>ano<sub>t</sub></i>	Assume o valor 1 se o empréstimo foi contratado no ano t (1999-2006)
Variáveis específicas das empresas Sector de actividade	16 variáveis categóricas referentes ao sector de actividade da empresa
Nacionalidade	12 variáveis categóricas referentes à nacionalidade da empresa
<i>Rating</i> a	Assume o valor 1 se a notação de <i>rating</i> está compreendida entre AAA e A-
bbb	Assume o valor 1 se a notação de <i>rating</i> está compreendida entre BBB+ e BBB- (omitida na regressão)
bb	Assume o valor 1 se a notação de <i>rating</i> está compreendida entre BB+ e BB-
b	Assume o valor 1 se a notação de <i>rating</i> está compreendida entre B+ and CCC+
sem <i>rating</i>	Assume o valor 1 se a empresa não tem notação de <i>rating</i> atribuída
Tipo de empresa público	Assume o valor 1 se a empresa é detida pelo sector público
privado	Assume o valor 1 se a empresa é detida pelo sector privado (omitida na regressão)
Variáveis específicas das operações Dimensão do empréstimo Incrdp25	Assume o valor 1 se o montante do empréstimo fica no primeiro quartil da distribuição do montante dos empréstimos (por ano)
Incrdp50	Assume o valor 1 se o montante do empréstimo fica no segundo quartil da distribuição do montante dos empréstimos (por ano)
Incrdp75	Assume o valor 1 se o montante do empréstimo fica no terceiro quartil da distribuição do montante dos empréstimos (por ano)
Incrdp100	Assume o valor 1 se o montante do empréstimo fica no quarto quartil da distribuição do montante dos empréstimos (por ano) (omitida na regressão)
Maturidade maturidade desconhecida	Assume o valor 1 se a maturidade do empréstimo é desconhecida
maturidade <1	Assume o valor 1 se a maturidade do empréstimo é inferior a um ano
maturidade 1 a 5	Assume o valor 1 se a maturidade do empréstimo é superior a um ano e inferior a 5 anos
maturidade >5	Assume o valor 1 se a maturidade do empréstimo é superior a 5 anos (omitida na regressão)
Objectivo do empréstimo <i>takeover</i>	Assume o valor 1 se o principal objectivo do empréstimo é o financiamento de operações de fusão e aquisição, ou recapitalização/reestruturação
<i>mezzanine</i>	Assume o valor 1 se entre operações <i>takeover</i> , a categoria do empréstimo é <i>mezzanine</i>
<i>asset backed</i>	Assume o valor 1 se o empréstimo se encontra garantido pelos activos financiados
<i>project finance</i>	Assume o valor 1 se o principal objectivo do empréstimo é o financiamento de projectos
<i>general</i>	Assume o valor 1 se o principal objectivo do empréstimo é o financiamento do conjunto da actividade da empresa (omitida na regressão)
desconhecido	Assume o valor 1 se o principal objectivo do empréstimo é desconhecido
Tipo de instrumento <i>term loans</i>	Assume o valor 1 se a categoria do empréstimo é <i>term loan</i> (omitida na regressão)
linhas de crédito	Assume o valor 1 se a categoria do empréstimo é linha de crédito
<i>bridge loans</i>	Assume o valor 1 se a categoria do empréstimo é <i>bridge loan</i>
<i>mezzanine</i>	Assume o valor 1 se a categoria do empréstimo é <i>mezzanine loan</i>
outros	Assume o valor 1 se a categoria do empréstimo é desconhecida
Comissões <i>commitment fees</i>	<i>Commitment fees</i> (pontos base)
outras comissões	Outras comissões (pontos base)
comissões não disponíveis	Assume o valor 1 se a informação relativa a comissões não está disponível
Garantias garantias pessoais	Assume o valor 1 se existem garantias pessoais
garantias reais	Assume o valor 1 se existem garantias reais
Nacionalidade dos bancos <i>home bias</i>	Assume o valor 1 se a nacionalidade de todos os bancos participantes for diferente da nacionalidade da empresa

## Anexo 2

## ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS VARIÁVEIS EXPLICATIVAS

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Empréstimo (€ m)								
média	245.72	378.11	282.12	317.73	187.36	193.61	261.26	305.84
[min; max]	[0.23; 9424]	[0.18; 20000]	[ 1.02; 5000]	[ 1.1; 10000]	[ 1.35; 6148]	[0.35; 7500]	[0.53; 8000]	[ 1; 21333]
Rating								
a	0.04	0.08	0.05	0.06	0.03	0.03	0.03	0.03
bbb	0.02	0.03	0.04	0.05	0.03	0.02	0.02	0.02
bb	0.01	0.02	0.01	0.02	0.03	0.03	0.02	0.01
b	0.01	0.02	0.00	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
sem rating	0.90	0.86	0.90	0.85	0.90	0.91	0.91	0.92
Maturidade								
maturidade desconhecida	0.04	0.06	0.04	0.01	0.02	0.02	0.02	0.01
maturidade < 1ano	0.14	0.13	0.14	0.10	0.05	0.06	0.04	0.04
maturidade 1 a 5 anos	0.32	0.27	0.31	0.34	0.30	0.29	0.29	0.21
maturidade > 5 anos	0.50	0.54	0.51	0.55	0.63	0.64	0.65	0.73
Objectivo do empréstimo								
takeover	0.59	0.61	0.70	0.73	0.78	0.78	0.77	0.84
mezzanine	0.01	0.02	0.03	0.02	0.03	0.03	0.04	0.05
asset backed	0.02	0.03	0.01	0.01	0.00	0.01	0.01	0.02
project finance	0.09	0.14	0.09	0.06	0.10	0.08	0.09	0.05
general	0.21	0.21	0.20	0.20	0.12	0.13	0.12	0.08
desconhecido	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Tipo de instrumento								
term loans	0.51	0.53	0.52	0.55	0.51	0.58	0.50	0.53
bridge loans	0.02	0.03	0.02	0.03	0.03	0.02	0.03	0.03
linhas de crédito	0.43	0.40	0.40	0.39	0.42	0.35	0.38	0.34
outros	0.03	0.02	0.03	0.02	0.02	0.02	0.05	0.05
Comissões								
commitment fees (p.b.)								
média	11.13	14.16	16.63	15.45	18.17	10.20	8.75	6.50
[min; max]	[ 0; 100]	[ 0; 125]	[ 0; 150]	[ 0; 150]	[ 0; 190]	[ 0; 350]	[ 0; 150]	[ 0; 158]
outras comissões (p.b.)								
média	4.02	6.92	7.00	7.60	7.90	4.57	4.29	3.92
[min; max]	[ 0; 85]	[ 0; 100]	[ 0; 162]	[ 0; 300]	[ 0; 270]	[ 0; 160]	[ 0; 145]	[ 0; 360]
comissões não disponíveis	0.03	0.01	0.02	0.02	0.00	0.02	0.03	0.05
Garantias								
garantias pessoais	0.06	0.04	0.02	0.04	0.05	0.04	0.03	0.02
garantias reais	0.18	0.26	0.19	0.18	0.31	0.25	0.33	0.23
Tipo de empresa								
público	0.03	0.05	0.05	0.04	0.03	0.02	0.03	0.02
privado	0.97	0.95	0.95	0.96	0.97	0.98	0.97	0.98
Nacionalidade dos bancos								
home bias	0.07	0.13	0.10	0.05	0.07	0.09	0.09	0.14

Nota: Valores em percentagem do número total de observações, excepto se o contrário for mencionado.

# O IMPACTO ECONÓMICO DO AUMENTO DA IDADE DA REFORMA: LIÇÕES DA ALTERAÇÃO LEGISLATIVA DE SETEMBRO DE 1993\*

Pedro Martins\*\*

Álvaro Novo\*\*\*

Pedro Portugal\*\*\*

## 1. INTRODUÇÃO

Na generalidade dos países desenvolvidos, os sistemas públicos de pensionamento têm-se confrontado com o aumento da longevidade e com o decréscimo da natalidade das suas populações. Quase invariavelmente, a reacção dos decisores políticos traduziu-se no aumento da idade legal da reforma, isto é, da idade em que os trabalhadores são investidos no direito a receber uma pensão completa; na alteração das fórmulas de cálculo das pensões de forma a contemplar um período mais longo de contribuições; e na limitação das condições de acesso a esquemas de reforma antecipada<sup>1</sup>.

Apesar da sua proeminência, é muito escassa e dispersa a investigação sobre o impacto económico destas políticas. Neste ensaio será investigada a alteração legislativa ocorrida no mercado de trabalho português que, a partir de 1994, fez aproximar gradualmente a idade de reforma das mulheres, fixada nos 62 anos, à idade de reforma dos homens, até convergir para os 65 anos em 1999. Para o efeito será explorada a riqueza informativa dos registos individuais do Inquérito ao Emprego e dos Quadros de Pessoal, que permitem acompanhar ao longo do tempo o percurso dos trabalhadores e das empresas.

Neste enquadramento, o recurso a técnicas estatísticas de emparelhamento (*matching estimators*), estabelecendo uma comparação adequada entre o grupo de tratamento (isto é, dos indivíduos ou empresas sujeitos à intervenção) e o grupo de controlo é especialmente revelador. Nesta investigação serão desenvolvidos métodos de diferença das diferenças com *matching* para estimar o efeito do aumento da idade de reforma das mulheres sobre os salários e as horas trabalhadas das trabalhadoras mais directamente afectadas. De igual modo serão obtidas estimativas do impacto do aumento da idade da reforma sobre a política de recrutamento e de despedimento das empresas. Por fim, será avaliada a influência do aumento da idade da reforma sobre a produção e a produtividade das empresas.

## 2. A ALTERAÇÃO LEGISLATIVA DA IDADE LEGAL DE REFORMA

No início dos anos 90, o sistema de pensionamento português debatia-se com problemas de financiamento típicos de sistemas designados de *pay-as-you-go*. Estes problemas deviam-se ao envelheci-

\* As opiniões expressas no artigo são da responsabilidade dos autores não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal. Os autores agradecem os comentários e sugestões de Mário Centeno.

\*\* Queen Mary, University of London.

\*\*\* Departamento de Estudos Económicos, Banco de Portugal.

(1) Catorze países da OCDE aumentaram recentemente a idade legal da reforma e encontram-se num processo de ajustamento gradual para os novos valores dessa idade.

## Quadro 1

GRUPOS DE TRATAMENTO: ANTES E DEPOIS DA NOVA IDADE LEGAL DA REFORMA (ILR)							
Ano:	Grupos de tratamento						
	1992	1994	1995	1996	1997	1998	1999
ILR:	62	62.5	63	63.5	64	64.5	65
	[57.5, 58)						[64.5, 65)
	[58, 58.5)					[64, 64.5)	
	[58.5, 59)				[63.5, 64)		
	[59, 59.5)			[63, 63.5)			
	[59.5, 60)		[62.5, 63)				
	[60, 60.5)	[62, 62.5)					

mento da população resultante não só do aumento da esperança média de vida, mas também da baixa taxa de natalidade. Em 1993, a população com 65 ou mais anos correspondia a 21.6 por cento da população activa (Banco de Portugal (1994)). Nestas circunstâncias, o governo português decidiu a partir de 1994 aumentar a idade legal de reforma (ILR) das mulheres de 62 para 65 anos, equiparando-a à ILR dos homens (Decreto-Lei 329/93). No período de 1994 a 1999, a legislação aumentou a ILR das mulheres 6 meses por cada ano civil, até atingir 65 anos em 1999, o valor já em vigor para os homens (ver Quadro 1). Por exemplo, uma mulher nascida a 31 de Dezembro de 1931 poder-se-ia reformar em 31 de Dezembro de 1993 (no seu 62º aniversário), mas uma mulher nascida um dia depois (1 de Janeiro de 1932) só seria elegível para receber uma pensão a partir de 1 de Julho de 1994 (com 62 anos e 6 meses). Contudo, devido à implementação gradual do aumento da ILR, mulheres nascidas 6 meses depois, em 1 de Julho de 1932, só atingiriam a ILR a 1 de Julho de 1995 (com 63 anos). A análise que se segue explora estas novas regras para identificar o impacto no mercado de trabalho da nova ILR.

Antes de proceder com a análise há, contudo, dois dispositivos do sistema de pensionamento em Portugal que devem ser tidos em conta. Em primeiro lugar, a ILR refere-se à idade na qual um trabalhador pode requerer a sua reforma. Nesse momento, o contrato de trabalho expira, podendo contudo os trabalhadores estabelecer um novo contrato com o anterior empregador ou um novo. Os rendimentos da reforma e do novo trabalho são independentes. Em segundo lugar, o sistema de segurança social em Portugal previa excepções à ILR, resultando em esquemas de antecipação da idade da reforma. Mais notoriamente, estes esquemas estavam disponíveis para desempregados de longa duração, sendo por isso referidos como “túneis do desemprego”, trabalhadores em empresas em reestruturação e trabalhadores em profissões desgastantes (e.g. controladores de tráfego aéreo), o que limita o impacto da alteração legislativa.

### 3. IDENTIFICAÇÃO E MÉTODOS DE ESTIMAÇÃO DO IMPACTO

Dada a natureza não-experimental da aplicação da alteração legislativa, a exequibilidade e qualidade da sua avaliação depende crucialmente da qualidade dos grupos utilizados para construção de contrafactuais (na ausência da alteração legislativa). A análise que se segue selecciona cuidadosamente grupos de controlo (contrafactuais) e utiliza duas metodologias sugeridas na literatura para ambientes de análise não-experimentais: diferença-das-diferenças (Meyer, 1995) e o método de *matching* (Ru-



bin, 1777 e Rosenbaum & Rubin, 1983). Estas metodologias são depois combinadas no método de *matching* na diferença-das-diferenças (MDD).

### 3.1. Metodologia estatística

Seja  $Y_{it}^D$  o valor potencial para o indivíduo  $i$  no momento  $t$  se estivesse no estado  $D$ , onde  $D=1$  se foi exposto ao tratamento e 0, caso contrário. Assuma-se que o tratamento tem lugar no momento  $t$ . O problema fundamental de identificação resulta do facto de ser impossível observar no momento  $t$  o indivíduo  $i$  em ambos os estados. Portanto, não é possível calcular o efeito individual do tratamento,  $Y_{it}^1 - Y_{it}^0$ . É possível, contudo, estimar o impacto médio do tratamento nos tratados se existir um grupo de controlo convenientemente escolhido.

A ideia subjacente ao estimador da diferença-das-diferenças é que se pode usar um grupo de indivíduos não-tratados para identificar a variação temporal no valor de  $Y$  que não é devida ao tratamento, isto é, que resultaria da simples evolução temporal. A hipótese de identificação deste método pode ser escrita como

$$E[Y_{it}^0 - Y_{it'}^0 \mid D=1] = E[Y_{it}^0 - Y_{it'}^0 \mid D=0],$$

onde  $t'$  é o período antes da implementação do programa. Esta hipótese diz que, ao longo do tempo, a evolução do valor de  $Y$  para indivíduos tratados ( $D=1$ ), no evento de não terem participado no tratamento ( $Y^0$ ), teria sido a mesma que a observada para indivíduos que não foram expostos ao tratamento ( $D=0$ ). O estimador da diferença-das-diferenças estima o efeito médio do tratamento nos tratados e pode ser obtido pelos momentos amostrais de

$$DdD = \{ E[Y_{it} \mid D=1] - E[Y_{it} \mid D=0] \} - \{ E[Y_{it'} \mid D=1] - E[Y_{it'} \mid D=0] \}.$$

As limitações deste estimador estão relacionadas com a comparabilidade dos dois grupos em termos das características observadas. Contudo, é possível combinar este método com o método de *matching* proposto por Rubin (1977) para garantir que as duas unidades partilham características comuns, eliminando da amostra indivíduos com características que não são comuns aos dois grupos (mantêm-se apenas aqueles que definem um “suporte comum”). O método que combina estas duas metodologias, proposto por Heckman *et al.* (1997, 1998), é conhecido por *matching* na diferença-das-diferenças. A exequibilidade desta estratégia de identificação depende da existência de um conjunto rico de características individuais observadas nos dados, o que no caso presente se verifica tanto ao nível do indivíduo como da empresa.

No caso dos dados de painel, o estimador MDD assume a seguinte forma:

$$MDD = E[ (Y_{it}^1 - Y_{it}^0) - \hat{E}(Y_{it}^0 - Y_{it'}^0 \mid P) ],$$

onde  $\hat{E}(\cdot \mid P)$  representa o valor esperado da evolução temporal de  $Y$  dos indivíduos do grupo de controlo que estão estatisticamente próximos do grupo de tratamento, isto é, que têm probabilidades de participação no tratamento,  $P$ , próximas. Esta probabilidade é calculada com recurso ao modelo *probit* para variáveis dicotómicas, condicionando a variável dependente (participação ou não no tratamento) em características observadas de cada indivíduo. É possível demonstrar que, se a selecção para tratamento é independente do resultado potencial do tratamento, condicional em características observadas, então condicionar em  $P$  é equivalente, mas computacionalmente mais simples. Na prática, o primeiro passo do procedimento consiste em calcular para cada indivíduo na amostra a diferença de comportamento ao longo do tempo (de  $t'$  para  $t$ ), calculando-se assim as primeiras diferenças (para o grupo de tratamento e de controlo). No segundo passo estima-se  $P$ , seguindo-se o processo de *matching* de unidades do grupo

de tratamento com unidades do grupo de controlo para calcular (a segunda) diferença entre unidades comparáveis. A média destas diferenças representa o impacto médio do tratamento no grupo tratado.

#### 4. DADOS

A análise do impacto da alteração legislativa utiliza duas bases de dados que permitem seguir os trabalhadores e as empresas ao longo do tempo. O impacto sobre as taxas de transição para a inactividade será aferido com base nos dados do Inquérito ao Emprego do INE, em que é possível seguir os trabalhadores durante os 6 trimestres em que são inquiridos. O impacto sobre as remunerações e horas trabalhadas das mulheres afectadas pela nova ILR, assim como sobre os fluxos de trabalhadores e medidas de produtividade nas empresas é calculado com base nos dados dos Quadros de Pessoal do MTSS. Esta base de dados contém informação conjunta sobre o trabalhador (por exemplo, idade, nível de escolaridade, antiguidade) e a empresa (por exemplo, capital, vendas, sector de actividade, número de trabalhadores) ao longo do tempo, pelo que permite estudar o impacto da medida legislativa ao nível do indivíduo e da empresa, controlando para as características de cada unidade em análise.

#### 5. A NOVA LEI E A PARTICIPAÇÃO ACTIVA NO MERCADO DE TRABALHO

O prolongamento da idade activa das mulheres é o impacto mais directo da nova lei. De facto, os dados confirmam que houve um aumento de 31.3 por cento na probabilidade de uma mulher do grupo de tratamento estar empregue relativamente ao grupo não afectado pela lei. Simetricamente, a probabilidade de estar inactiva diminuiu 27.9 por cento<sup>2</sup>. Estes valores são confirmados pela taxa de emprego das mulheres entre os 62 e 65 anos, que em 1992 era de 23.2 por cento e, em 2000, aumentou para 30.4 por cento<sup>3</sup>. Destes dados conclui-se que a nova legislação teve um impacto sobre o nível de actividade no mercado de trabalho para as mulheres alvo da legislação, pelo que, na ausência de outros efeitos, terá contribuído para a sustentabilidade do sistema de segurança social. Contudo, é possível que as empresas que mantiveram estas trabalhadoras tenham reajustado as suas políticas de recursos humanos, nomeadamente em termos salariais e de contratações e separações de trabalhadores.

#### 6. O IMPACTO NAS REMUNERAÇÕES E HORAS TRABALHADAS DAS MULHERES

##### 6.1. Grupo de tratamento e de controlo

Em sentido estrito, a nova legislação afectou todas as mulheres com menos de 62 anos. No entanto, para algumas mulheres a lei teve consequências mais imediatas, pelo que se pode esperar que tenham reagido ou que tenham sido afectadas mais significativamente pela resposta das empresas à nova lei. Neste grupo de mulheres incluem-se as mulheres que teriam atingido a idade da reforma no

(2) Os resultados reportados referem-se ao coeficiente identificador do impacto do tratamento num modelo *logit* multivariado. Para mais detalhes ver Pedro Martins, Álvaro A. Novo e Pedro Portugal, 2007, "Increasing the legal retirement age: The impact on workers' wages, hours, worker flows and firm performance", mimeo, Banco de Portugal.

(3) Por comparação, a taxa de actividade das mulheres em idade activa (15-64 anos) está próxima de 61.5 por cento para o mesmo período. Para as mulheres no grupo etário dos 55 aos 64 anos, a taxa de actividade em 1992 era de 35.5 (66.2 para os homens) por cento, tendo passado para 41.8 (64.4) por cento em 2000. O método das diferença-das-diferenças controla para a diferença em tendências temporais que já se observa no período anterior à legislação.

ano  $t+1$  caso a ILR se tivesse mantido no valor do ano  $t$ . Por exemplo, mulheres no grupo etário dos [60, 60.5) no fim de 1992 ter-se-iam reformado durante 1994 pela antiga ILR (62 anos), mas devido à extensão para 62.5 anos tiveram que adiar a sua passagem à reforma até 1995. Todas as mulheres com idades dos [55, 60.5) no final de 1992 tiveram que adiar a sua reforma durante o período de 1994 a 1999, o ano em que a ILR passou a ser a mesma para homens e mulheres. Tais mulheres irão constituir o grupo de tratamento. O Quadro 1 descreve como diferentes grupos etários em 1992 foram afectados pela legislação ao longo do período de implementação da lei.

No que diz respeito ao grupo de controlo, considera-se que este grupo é formado por homens no mesmo grupo etário das mulheres incluídas no grupo de tratamento. A ILR dos homens já era 65 anos quando a nova lei entrou em vigor durante o período de 1994 a 1999. Portanto, nesta dimensão etária os dois grupos são comparáveis. Claro que este grupo de controlo levanta questões de comparabilidade entre géneros. Estes problemas são, contudo, mitigados se estivermos na predisposição de aceitar a hipótese de invariância-temporal do estimador de diferença-das-diferenças. Isto é, se as discrepâncias entre os dois géneros forem constantes no período em análise, usar homens como contra-factual para mulheres deixa de ser problemático. De facto, os dados suportam esta hipótese; entre 1991 e 1993, a diferença no logaritmo dos salários entre homens e mulheres era de 0.39, 0.39 e 0.38, respectivamente, e de 0.098, 0.093 e 0.100 para o logaritmo das horas trabalhadas. É, portanto, legítima a construção do grupo de controlo.

Para implementação do método das diferença-das-diferenças é preciso também definir os períodos denominados “antes” e “depois”. Recorde-se que, com início em 1994, a ILR das mulheres aumentou 6 meses por cada ano civil até atingir os 65 anos em 1999. Há, assim, duas escolhas óbvias para o período “antes”: 1992 e 1993. A preferência por 1992 justifica-se porque a nova lei foi promulgada em 1993, o que pode ter levado os indivíduos e as empresas a reagir em antecipação, utilizando, por exemplo, os mecanismos de reformas antecipadas; por outro lado, a política do governo não era conhecida em 1992, tornando menos provável a ocorrência de situações extraordinárias no comportamento das unidades em análise.

## 6.2. Impacto médio do aumento da ILR ao nível individual

Dada a natureza não-experimental do evento em análise, começamos por centrar a atenção na qualidade do processo de *matching*, que é crucial para a validação dos impactos reportados. Como argumentado anteriormente, isto é particularmente importante no âmbito não-experimental, o que no caso presente é acentuado pela existência de diferenças entre os dois géneros. Para avaliar da qualidade do *matching*, o Quadro 2 reporta os valores médios de um conjunto de variáveis (características) utilizadas para estimar a probabilidade de participação (ser afectada(o) pela legislação). É expectável que antes de se proceder ao *matching* haja diferenças (estatísticas) entre o grupo de tratamento e o grupo de controlo. De facto, no Quadro 2, a primeira linha associada com cada uma das variáveis reportadas confirma que existem diferenças entre os dois grupos<sup>4</sup>. Repare-se, contudo, no que acontece depois de as unidades de grupo de controlo terem sido restringidas àquelas que partilham (numa métrica estatística) as mesmas probabilidades de participação no tratamento. As diferenças esvanecem-se e estatisticamente já não é possível identificar diferentes características médias entre os dois grupos. Este procedimento assegura que a comparabilidade dos dois grupos foi alcançada, permitindo atribuir diferenças de comportamento à exposição ou não ao tratamento. Podem restar as diferenças em variáveis não observadas, mas serão eliminadas (controladas) pelo método da diferença-das-diferenças, desde que constantes ao longo do período em análise.

(4) As linhas identificadas na coluna “Amostra” por “Unmatched”.

## Quadro 2

VALORES MÉDIOS DAS CARACTERÍSTICAS DA AMOSTRA ANTES E DEPOIS DO PROCESSO DE *MATCHING*

Variável	Grupo			p-value <sup>(a)</sup>
	Amostra	Tratamento	Controlo	
Experiência	<i>Unmatched</i>	52.44	52.19	0.000
	<i>Matched</i>	52.43	52.34	0.163
Experiência <sup>2</sup>	<i>Unmatched</i>	2759.2	2734.4	0.000
	<i>Matched</i>	2758.4	2749.3	0.162
Anos no posto de trabalho	<i>Unmatched</i>	15.58	17.80	0.000
	<i>Matched</i>	15.60	15.51	0.704
Anos no posto de trabalho <sup>2</sup>	<i>Unmatched</i>	381.6	484.9	0.000
	<i>Matched</i>	382.4	382.5	0.994
Vendas da empresa (em logs)	<i>Unmatched</i>	7.02	7.78	0.000
	<i>Matched</i>	7.03	7.09	0.227
Educação				
Ensino secundário	<i>Unmatched</i>	0.03	0.03	0.093
	<i>Matched</i>	0.03	0.04	0.739
Ensino superior	<i>Unmatched</i>	0.03	0.04	0.001
	<i>Matched</i>	0.03	0.03	0.402
Ano				
1994	<i>Unmatched</i>	0.17	0.18	0.191
	<i>Matched</i>	0.17	0.16	0.471
1995	<i>Unmatched</i>	0.20	0.20	0.603
	<i>Matched</i>	0.20	0.20	0.765
1996	<i>Unmatched</i>	0.14	0.15	0.006
	<i>Matched</i>	0.14	0.14	0.746
1997	<i>Unmatched</i>	0.18	0.17	0.071
	<i>Matched</i>	0.18	0.18	0.824
1998	<i>Unmatched</i>	0.15	0.14	0.246
	<i>Matched</i>	0.15	0.15	0.818
1999	<i>Unmatched</i>	0.17	0.16	0.107
	<i>Matched</i>	0.17	0.17	0.909

Fonte: Quadros de Pessoal. Cálculos dos autores.

Notas: *Unmatched*: Os valores reportados utilizam a amostra total de indivíduos antes de se proceder ao *matching* das unidades. *Matched*: Os valores reportados para os grupos de tratamento e controlo utilizam apenas indivíduos que foram *matched* por partilharem (na métrica de *kernel matching*) a probabilidade de participação no tratamento. São omitidos deste quadro os valores das variáveis indicador para o sector de actividade e para o distrito. (a) Um valor do *p-value* superior a 0.05 indica que a diferença de valores médios entre os dois grupos não é estatisticamente significativa ao nível de 5%.

O Quadro 3 apresenta um conjunto de estimativas MDD para os efeitos da legislação no grupo de mulheres afectadas pela nova lei em termos das remunerações e horas trabalhadas. A avaliação global dos resultados sugere que o impacto do aumento da ILR é muito fraco nestas variáveis do mercado de trabalho. Estatisticamente nenhum dos impactos estimados para o rendimento e horas trabalhadas é significativo e mesmo economicamente o impacto é pouco substantivo.

A escolha dos homens como grupo de comparação contrafactual pode levantar objecções. Para verificar da sensibilidade das estimativas à definição do grupo de controlo, consideram-se dois grupos de controlo alternativos. A escolha mais óbvia para o grupo de controlo seria a de comparar mulheres com mulheres. Isto, contudo, levanta dificuldades no âmbito da alteração legislativa porque qualquer mulher com menos de 62 anos em 1993 foi afectada pela nova ILR. Assim, uma escolha natural seria considerar como grupo de controlo as mulheres com mais de 62 anos em 1993 e que estariam a trabalhar apesar de terem atingido a ILR da anterior legislação. A outra escolha, mas que poderá levantar questões de endogeneidade, é considerar como grupo de controlo as mulheres que não tiveram

## Quadro 3

## IMPACTO NO MERCADO DE TRABALHO: REMUNERAÇÕES E HORAS TRABALHADAS

Variável	Homens	Mulheres +62 anos	Mulheres [50, 55]
Log(Remunerações)	0.008 (0.011) 10 204	-0.023 (0.022) 4 953	-0.003 (0.011) 6 788
Log(Horas trabalhadas)	0.009 (0.009) 9 823	0.006 (0.016) 5 041	-0.010 (0.009) 6 850

Fonte: Quadros de Pessoal. Cálculos dos autores.

Notas: Os valores reportados por variável são: estimativa pontual, desvio padrão (em parêntesis) e número de observações. O método de estimação é o *matching* na diferença-das-diferenças para dados de painel. O grupo de tratamento é composto por mulheres que em 1992 pertenciam ao grupo etário dos [57.5, 60.5). Os grupos de controlo são compostos, respectivamente, por homens no mesmo grupo etário, mulheres com mais de 62 anos em 1992 e por mulheres com idades compreendidas entre os 50 e os 55 anos, em 1992.

que adiar a sua passagem à reforma no período em análise, 1994 a 1999. As últimas 2 colunas do Quadro 3 representam os resultados. As conclusões não parecem depender da definição do grupo de controlo. Nem as remunerações, nem as horas trabalhadas são significativamente afectadas pelo adiamento da passagem à reforma.

## 7. O IMPACTO NAS POLÍTICAS DE RECURSOS HUMANOS E NO DESEMPENHO DAS EMPRESAS

Embora a alteração da lei tenha uma tradução imediata no aumento da oferta de trabalho da mulheres, espelhado no prolongamento da sua idade activa, importará avaliar também os efeitos sobre a procura de trabalho das empresas e sobre as decisões de produção. Uma área de particular interesse diz respeito às políticas de recursos humanos das empresas, nomeadamente em termos das contratações e separações de trabalhadores. De facto, o aumento da idade de reforma, num contexto de restrições legais severas ao ajustamento do factor trabalho – como é, reconhecidamente, o caso de português – poderá bloquear significativamente os fluxos de trabalhadores.

### 7.1. Grupo de tratamento e de controlo

Para a análise das separações, contratações e fluxo líquido de trabalhadores ao nível das empresas, considerou-se como grupo de tratamento o conjunto de empresas que inscreviam nos seus quadros de pessoal pelo menos uma trabalhadora no grupo etário dos [55, 60.5) em 1992. Uma vez identificadas as empresas que serviram de grupo de controlo – as empresas que não empregavam mulheres no grupo etário dos [55, 60.5) –, o efeito da alteração da idade da reforma foi então avaliado ao longo de cinco anos. Dito de outro modo, as estimativas dos efeitos da reforma em termos de contratações irão referir-se à soma de todas as contratações (ou separações) observadas entre 1994 e 1999.

## 7.2. Impacto médio do aumento da ILR ao nível empresarial

A comparação entre as empresas dos grupos de tratamento e de controlo é estabelecida, como anteriormente, através do método de *matching* nas estimativas das probabilidades de cada empresa pertencer ao grupo de tratamento. Estas estimativas são então utilizadas para encontrar (estabelecer o *matching* com) as empresas do grupo de controlo que mais se parecem com as empresas correspondentes do grupo de tratamento. Com a utilização deste método procura-se restringir a comparação entre os dois grupos a empresas que sejam efectivamente comparáveis em termos de um conjunto desejavelmente alargado de características observadas. As variáveis consideradas para o processo de *matching* incluem a dimensão da empresa, cinco variáveis qualitativas para diferentes categorias da dimensão da empresa, a percentagem de trabalhadores do género feminino, o salário total médio por trabalhador, o total de horas de trabalho por empregado, a percentagem de trabalhadores que são homens com 60 anos ou mais de idade, a percentagem do capital social da empresa detida por investidores privados nacionais e por investidores estrangeiros, 57 variáveis qualitativas para diferenciando sectores de actividade económica e 29 variáveis qualitativas identificando os distritos onde se localizam as empresas<sup>5</sup>.

Da estimação do efeito médio do aumento da idade da reforma, resulta que o efeito acumulado ao longo de cinco anos (1994-95) se traduziu na retenção adicional de cerca de 1.6 trabalhadores por parte das empresas pertencentes ao grupo de tratamento (que empregavam, em média, 1.2 mulheres em idade de serem afectadas). Esta diminuição nas separações esteve associada a uma quebra de 2.6 recrutamentos (ver Quadro 4). Do efeito conjugado das alterações destes fluxos decorre uma perda líquida de emprego de 1 trabalhador quando se compara a evolução do emprego das empresas afectadas com a evolução do emprego das empresas não afectadas. A redução de contratações atinge de forma desproporcionada os trabalhadores mais jovens, especialmente os do género feminino. Da decomposição do fluxo de recrutamentos decorre que cerca de dois terços da quebra nos recrutamentos afectou mulheres com 25 anos ou menos (ver Martins, Novo e Portugal (2007)).

### Quadro 4

#### IMPACTO MÉDIO DO TRATAMENTO NAS EMPRESAS TRATADAS: FLUXO DE TRABALHADORES, VENDAS E VENDAS POR TRABALHADOR

Fluxo	Período	Impacto	Desvio padrão	Número de observações	
				Grupo de tratamento	Grupo de controlo
Contratações (em número de trabalhadores)	1995-99	-2.59	0.49	4048	40197
Separações (em número de trabalhadores)	1995-99	-1.64	0.40	4048	40197
Varição líquida de emprego (em número de trabalhadores)	1995-99	-0.95	0.25	4048	40197
Vendas (milhares de euros)	1995-99	-12.63	2.74	5310	57330
Vendas por trabalhador (milhares de euros)	1995-99	-0.04	0.17	5359	57104

Fonte: Quadros de Pessoal, 1991 a 1999 com cálculos dos autores.

Nota: Estimativas baseados no método de *matching* na diferença-das-diferenças com *kernel matching*.

(5) Algumas variáveis são incluídas sob a forma de polinómios de segundo ou terceiro grau. A base de dados foi restringida a empresas com menos de 100 trabalhadores, uma vez que se demonstrou ser muito difícil encontrar empresas de grande dimensão que não empreguem qualquer trabalhadora afectada pela reforma.

É ainda identificada uma ligeira mas significativa diminuição do volume de vendas entre as empresas que empregavam trabalhadoras sujeitas à extensão da idade da reforma, quando se estabelece a comparação com a evolução das vendas das empresas do grupo de controlo (Quadro 4). Esta indicação poderá ser interpretada como a revelação da presença de um efeito de escala (da produção) associado ao aumento dos custos do trabalho desencadeado pelo facto de as empresas serem constringidas a reter as trabalhadoras afectadas. Este resultado acaba por não ter, contudo, consequências sobre a produtividade média das empresas, quando calculada como o rácio das vendas sobre o número de trabalhadores, uma vez que o número de trabalhadores nas empresas afectadas também se reduziu. No seu conjunto, estas indicações parecem ser conciliáveis com a noção de que as empresas afectadas não terão permitido que o aumento da idade legal de reforma tivesse influência sobre as suas decisões relativas à massa salarial.

## 8. CONCLUSÕES

Neste ensaio foi estudado o impacto microeconómico do aumento da idade legal da reforma das mulheres ocorrido em Setembro de 1993, utilizando técnicas estatísticas que permitem estabelecer uma comparação apropriada entre o conjunto de indivíduos afectados (grupo de tratamento) e um conjunto de indivíduos com características observadas em tudo semelhantes menos no facto de não terem sido afectados pela alteração da idade da reforma (grupo de controlo).

Garantida a verificação do cumprimento da nova legislação com base na indicação (fornecida pelo Inquérito ao Emprego do INE) de um aumento significativo da taxa de emprego entre as mulheres com idades compreendidas entre os 62 e os 65 anos, não foi detectado, contudo, qualquer impacto significativo do aumento da idade da reforma das mulheres sobre os salários ou sobre as horas trabalhadas.

O aumento da idade da reforma das mulheres terá, contudo, feito diminuir de forma expressiva o recrutamento de novos trabalhadores, sobretudo de mulheres jovens. Num horizonte de cinco anos, por cada trabalhadora afectada pela alteração da idade da reforma terão deixado de ser recrutados dois trabalhadores. Foi ainda detectada uma quebra do volume de vendas entre as empresas afectadas, que não parece ter influenciado a sua produtividade média uma vez que a diminuição das vendas foi acompanhada por uma variação líquida de emprego negativa.

A indicação de perda líquida de emprego entre as empresas afectadas poderá significar, na ausência de efeitos de equilíbrio geral que contrariem a tendência à diminuição dos recrutamentos, que o efeito favorável sobre as finanças públicas garantido pelo adiamento da idade da reforma poderá ser atenuado pela quebra das contribuições para a segurança social e pelo aumento da despesa em subsídios de desemprego por parte dos trabalhadores jovens.

No enquadramento institucional do mercado de trabalho português, o estímulo ao emprego entre os trabalhadores mais velhos (o chamado envelhecimento activo) poderá ser parcialmente contrariado pela rigidez dos mecanismos de determinação salarial, em especial pela utilização generalizada de dispositivos contratuais de progressão salarial associados à antiguidade dos trabalhadores, e pela protecção ao emprego, que no caso português se traduz em elevados custos de despedimento.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco de Portugal (1994), *Relatório Anual*.
- Heckman, J., Ichimura, H., Smith, J. & Todd, P. (1998), "Characterizing selection bias using experimental data", *Econometrica* 66(5), 1017–1098.
- Heckman, J., Ichimura, H. & Todd, P. (1997), "Matching as an econometric evaluation estimator: Evidence from evaluating a job training programme", *Review of Economic Studies* 64(4), 605–654.
- Martins, Pedro, Álvaro A. Novo e Pedro Portugal (2007) "Increasing the legal retirement age: The impact on workers' wages, hours, worker flows and firm performance", *mimeo*, Banco de Portugal.
- Meyer, B. D. (1995), "Natural and quasi-experiments in economics", *Journal of Business & Economic Statistics* 13(2), 151–162.
- Rosenbaum, P. & Rubin, D. (1983), "The central role of the propensity score in observational studies for causal effects", *Biometrika* 70(1), 41–55.
- Rubin, D. (1977), "Assignment to a treatment group on the basis of a covariate", *Journal of Educational Statistics* 2(1), 1–26.





## SÉRIES TRIMESTRAIS PARA A ECONOMIA PORTUGUESA

Actualização 1977-2006

## SÉRIES TRIMESTRAIS PARA A ECONOMIA PORTUGUESA: 1977-2006

Esta secção divulga a actualização das séries trimestrais para a economia portuguesa, à semelhança do que tem ocorrido nos últimos anos. As séries agora apresentadas baseiam-se nos valores anuais publicados no *Relatório Anual* do Banco de Portugal de 2006 e nos indicadores trimestrais disponíveis em Maio de 2007.

Como já foi referido em edições anteriores, a inclusão de um novo ano bem como as usuais revisões estatísticas para os dados mais recentes implicaram alterações nas séries trimestrais que, em alguns casos, não se reflectiram apenas nos últimos anos, dada a sensibilidade dos métodos de correcção de sazonalidade e de interpolação trimestral a revisões quer das séries anuais quer dos indicadores trimestrais<sup>1</sup>.

As séries trimestrais para o período de 1977-2006 são apresentadas nos quadros seguintes, com um detalhe muito semelhante ao das anteriores publicações. Refira-se que a informação referente ao mercado de trabalho considera as séries de emprego avaliadas quer em número de indivíduos quer em equivalente a tempo completo. Uma versão electrónica das séries encontra-se disponível no *web-site* do Banco de Portugal, em [www.bportugal.pt/publish/bolecon/docs](http://www.bportugal.pt/publish/bolecon/docs).

(1) Para uma descrição detalhada da metodologia utilizada no desenvolvimento das séries trimestrais ver "Séries trimestrais para a economia portuguesa: 1977-2003", *Boletim Económico* de Junho de 2004.

## PRINCIPAIS COMPONENTES DA DESPESA

	1977				1978				1979			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Consumo privado (de residentes)	575.2	612.5	648.2	672.2	704.6	732.3	777.1	827.7	855.3	903.5	968.5	1059.4
Consumo público	121.3	123.7	128.4	135.7	145.7	155.4	164.9	174.2	183.1	194.4	208.1	224.5
FBCF	263.7	296.8	304.6	312.7	302.0	322.8	344.6	378.0	429.5	481.8	525.3	531.2
Variação de existências	27.7	30.5	36.1	44.5	55.7	56.2	46.1	25.4	-6.0	-15.8	-4.1	29.2
Exportações de bens e serviços	135.9	148.8	156.6	168.0	180.1	193.7	220.3	255.3	288.5	331.7	372.1	411.0
Bens	88.2	96.3	100.4	105.8	112.3	122.9	137.0	163.0	182.9	209.7	234.6	259.3
Serviços	47.8	52.5	56.1	62.3	67.8	70.7	83.2	92.3	105.6	122.1	137.5	151.7
Importações de bens e serviços	227.0	266.7	276.2	296.9	302.4	306.0	334.1	358.7	384.8	436.6	506.5	562.9
Bens	194.9	229.7	237.2	255.4	258.5	260.5	284.6	305.4	326.8	371.5	426.9	474.9
Serviços	32.1	37.0	38.9	41.5	44.0	45.5	49.5	53.3	58.1	65.1	79.6	88.0
PIB	896.9	945.7	997.7	1036.2	1085.5	1154.4	1218.8	1301.9	1365.6	1459.0	1563.5	1692.4
<b>Preços do ano anterior (milhões de euros)</b>												
Consumo privado (de residentes)					651.5	650.3	658.6	667.1	781.9	791.5	804.9	819.6
Consumo público					130.7	132.6	134.7	136.8	166.4	169.5	173.1	177.0
FBCF					274.5	278.6	280.2	287.7	371.2	393.7	407.2	387.3
Variação de existências					52.3	54.3	46.5	28.7	1.2	-11.9	-10.5	5.4
Exportações de bens e serviços					163.6	166.9	179.5	195.5	252.4	274.8	290.5	299.6
Bens					101.2	105.1	110.1	122.2	157.5	170.6	179.7	185.0
Serviços					62.4	61.9	69.4	73.4	94.9	104.1	110.8	114.6
Importações de bens e serviços					273.8	266.4	266.3	271.4	327.0	345.3	368.4	381.1
Bens					235.0	228.7	227.9	232.5	277.4	292.6	308.0	318.7
Serviços					38.7	37.8	38.4	39.0	49.7	52.7	60.3	62.4
PIB					998.8	1016.3	1033.2	1044.5	1246.1	1272.3	1296.8	1307.8
<b>Dados encadeados em volume (ano base 2000)</b>												
Consumo privado (de residentes)					7688.1	7673.6	7772.1	7872.3	7970.7	8068.5	8204.9	8355.3
Consumo público					2181.5	2213.7	2247.6	2283.4	2320.8	2364.1	2413.2	2468.0
FBCF					2972.0	3016.3	3034.3	3115.0	3343.8	3546.2	3668.5	3488.9
Exportações de bens e serviços					1356.5	1384.5	1488.4	1621.4	1738.7	1892.8	2001.4	2064.0
Bens					747.4	776.0	812.9	902.1	952.7	1032.5	1087.3	1119.3
Serviços					690.9	685.3	768.9	812.7	893.9	980.7	1043.6	1079.4
Importações de bens e serviços					1769.5	1722.2	1721.1	1754.4	1751.0	1848.8	1972.4	2040.4
Bens					1429.4	1390.9	1386.2	1413.9	1405.7	1482.9	1561.1	1615.3
Serviços					347.2	338.4	343.8	349.2	356.2	377.9	432.7	447.1
PIB					13727.6	13968.1	14200.2	14355.1	14723.3	15032.9	15323.1	15453.2
<b>Deflator (2000=1)</b>												
Consumo privado (de residentes)					0.0916	0.0954	0.1000	0.1051	0.1073	0.1120	0.1180	0.1268
Consumo público					0.0668	0.0702	0.0734	0.0763	0.0789	0.0822	0.0862	0.0910
FBCF					0.1016	0.1070	0.1136	0.1214	0.1284	0.1359	0.1432	0.1523
Exportações de bens e serviços					0.1328	0.1399	0.1480	0.1575	0.1659	0.1753	0.1859	0.1991
Bens					0.1502	0.1584	0.1686	0.1807	0.1920	0.2031	0.2158	0.2317
Serviços					0.0982	0.1032	0.1083	0.1136	0.1181	0.1245	0.1318	0.1405
Importações de bens e serviços					0.1709	0.1777	0.1941	0.2044	0.2198	0.2362	0.2568	0.2759
Bens					0.1808	0.1873	0.2053	0.2160	0.2324	0.2506	0.2735	0.2940
Serviços					0.1267	0.1343	0.1441	0.1527	0.1631	0.1722	0.1839	0.1967
PIB					0.0791	0.0826	0.0858	0.0907	0.0927	0.0971	0.1020	0.1095

PRINCIPAIS COMPONENTES DA DESPESA

	1980				1981				1982			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Consumo privado (de residentes)	1139.2	1221.9	1286.1	1345.3	1423.2	1497.4	1590.0	1674.6	1749.0	1838.1	1905.2	1977.0
Consumo público	243.8	262.4	280.1	296.8	312.3	328.1	344.3	360.7	377.3	397.0	419.9	446.3
FBCF	529.6	538.5	557.8	611.9	699.3	759.7	812.7	827.8	875.3	903.1	927.0	946.8
Variação de existências	84.0	117.8	130.4	122.0	92.5	77.2	76.1	89.3	116.7	128.0	123.1	102.0
Exportações de bens e serviços	447.8	463.8	476.0	483.2	496.4	525.7	539.5	551.6	569.4	595.6	673.1	711.3
Bens	285.1	292.7	294.1	296.9	302.7	318.3	329.2	341.1	360.3	385.5	450.3	477.7
Serviços	162.7	171.1	181.9	186.3	193.7	207.4	210.3	210.5	209.0	210.1	222.8	233.6
Importações de bens e serviços	627.9	682.6	729.3	773.0	815.9	930.9	942.2	953.3	1020.9	1097.2	1150.3	1141.4
Bens	518.5	566.9	599.8	635.2	666.4	769.5	780.8	785.8	856.0	921.1	973.7	962.4
Serviços	109.4	115.7	129.4	137.8	149.5	161.4	161.4	167.5	165.0	176.2	176.7	179.0
PIB	1816.7	1921.7	2001.3	2086.1	2207.8	2257.1	2420.4	2550.6	2666.7	2764.5	2898.0	3042.0
<b>Preços do ano anterior (milhões de euros)</b>												
Consumo privado (de residentes)	1003.5	1026.8	1043.1	1051.5	1271.3	1282.9	1288.6	1295.9	1576.1	1590.5	1593.7	1591.3
Consumo público	214.1	218.8	222.9	226.6	282.0	285.3	288.0	290.2	342.6	345.3	348.6	352.8
FBCF	461.6	437.8	444.4	465.3	615.9	635.4	665.7	672.4	800.1	785.0	777.4	764.7
Variação de existências	35.7	56.8	68.6	71.1	64.3	65.7	75.4	93.4	119.7	125.2	110.1	74.2
Exportações de bens e serviços	385.7	387.7	385.6	376.1	454.6	460.4	459.2	458.2	520.3	526.6	549.6	577.6
Bens	244.7	242.8	238.4	230.3	278.7	280.0	284.0	288.8	332.4	344.4	369.0	393.0
Serviços	141.0	145.0	147.2	145.7	175.9	180.5	175.2	169.4	187.9	182.2	180.7	184.6
Importações de bens e serviços	546.4	559.5	578.1	583.7	724.8	732.6	754.0	771.7	966.8	970.5	954.4	948.1
Bens	451.3	462.3	473.6	478.1	595.0	601.2	625.1	640.4	815.1	818.6	810.6	805.0
Serviços	95.1	97.2	104.6	105.6	129.8	131.5	128.9	131.3	151.7	151.9	143.8	143.1
PIB	1554.4	1568.4	1586.6	1606.9	1963.2	1997.1	2023.1	2038.4	2392.0	2402.1	2425.1	2412.5
<b>Dados encadeados em volume (ano base 2000)</b>												
Consumo privado (de residentes)	8639.4	8839.7	8980.0	9052.2	9042.3	9125.1	9165.8	9217.3	9313.6	9398.9	9417.9	9403.7
Consumo público	2528.7	2583.6	2632.6	2675.9	2713.4	2745.2	2771.5	2792.1	2807.2	2828.5	2856.1	2890.1
FBCF	3295.5	3125.4	3172.7	3321.6	3554.2	3667.0	3842.1	3880.5	3857.5	3784.9	3748.4	3687.0
Exportações de bens e serviços	2115.5	2126.5	2114.7	2062.5	2045.7	2072.1	2066.5	2062.1	2030.5	2055.1	2144.9	2253.9
Bens	1157.1	1147.9	1127.1	1089.2	1077.9	1083.0	1098.6	1117.2	1126.8	1167.4	1250.7	1332.1
Serviços	1090.6	1121.3	1138.6	1127.0	1122.1	1151.0	1117.3	1080.5	1022.0	991.2	982.7	1004.0
Importações de bens e serviços	2199.9	2252.7	2327.6	2349.9	2352.5	2378.1	2447.3	2504.9	2570.2	2580.1	2537.2	2520.5
Bens	1710.7	1752.2	1795.0	1812.0	1812.8	1831.6	1904.4	1951.2	2036.0	2044.8	2024.7	2010.8
Serviços	527.9	539.8	580.5	586.2	588.9	596.7	585.0	595.9	561.1	561.9	532.0	529.5
PIB	15473.9	15614.0	15794.2	15996.6	15774.1	16046.6	16255.2	16377.9	16339.1	16408.0	16565.2	16479.0
<b>Deflador (2000=1)</b>												
Consumo privado (de residentes)	0.1319	0.1382	0.1432	0.1486	0.1574	0.1641	0.1735	0.1817	0.1878	0.1956	0.2023	0.2102
Consumo público	0.0964	0.1016	0.1064	0.1109	0.1151	0.1195	0.1242	0.1292	0.1344	0.1403	0.1470	0.1544
FBCF	0.1607	0.1723	0.1758	0.1842	0.1967	0.2072	0.2115	0.2133	0.2269	0.2386	0.2473	0.2568
Exportações de bens e serviços	0.2117	0.2181	0.2251	0.2343	0.2426	0.2537	0.2611	0.2675	0.2804	0.2898	0.3138	0.3156
Bens	0.2464	0.2550	0.2610	0.2725	0.2808	0.2939	0.2996	0.3053	0.3198	0.3302	0.3600	0.3586
Serviços	0.1492	0.1526	0.1598	0.1653	0.1726	0.1802	0.1882	0.1948	0.2045	0.2120	0.2268	0.2327
Importações de bens e serviços	0.2854	0.3030	0.3133	0.3289	0.3468	0.3915	0.3850	0.3806	0.3972	0.4253	0.4534	0.4528
Bens	0.3031	0.3236	0.3342	0.3505	0.3676	0.4201	0.4100	0.4027	0.4204	0.4504	0.4809	0.4786
Serviços	0.2072	0.2143	0.2230	0.2351	0.2538	0.2705	0.2758	0.2811	0.2940	0.3135	0.3321	0.3380
PIB	0.1174	0.1231	0.1267	0.1304	0.1400	0.1407	0.1489	0.1557	0.1632	0.1685	0.1749	0.1846

## PRINCIPAIS COMPONENTES DA DESPESA

	1983				1984				1985			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Consumo privado (de residentes)	2125.0	2238.8	2403.6	2580.1	2688.7	2850.6	3039.8	3106.7	3248.9	3367.6	3454.5	3616.2
Consumo público	476.3	505.4	533.1	559.1	583.1	611.7	645.5	684.7	730.1	775.6	821.3	867.2
FBCF	1026.6	1092.3	1175.8	1169.5	1098.1	1192.7	1236.5	1328.3	1336.1	1362.6	1416.7	1494.1
Variação de existências	64.8	35.1	12.8	-2.1	-9.5	-12.0	-9.8	-2.7	9.3	16.8	20.0	18.8
Exportações de bens e serviços	790.2	874.3	999.4	1102.0	1208.2	1320.8	1446.6	1548.7	1693.3	1758.6	1777.0	1835.1
Bens	530.2	597.9	686.9	761.8	840.2	917.3	1011.7	1080.7	1170.9	1227.0	1237.4	1266.4
Serviços	260.1	276.4	312.6	340.2	368.0	403.5	434.9	468.1	522.4	531.6	539.5	568.7
Importações de bens e serviços	1173.0	1222.1	1360.9	1474.9	1533.5	1615.9	1752.9	1818.9	1916.6	1942.3	1905.5	2003.2
Bens	979.8	1024.3	1143.4	1247.8	1284.6	1355.9	1470.4	1522.4	1601.3	1610.8	1583.5	1661.7
Serviços	193.1	197.8	217.5	227.1	248.9	260.0	282.6	296.5	315.2	331.5	322.0	341.5
PIB	3310.1	3523.8	3763.7	3933.8	4035.1	4347.9	4605.6	4846.9	5101.1	5338.8	5584.0	5828.1
<b>Preços do ano anterior (milhões de euros)</b>												
Consumo privado (de residentes)	1868.3	1860.0	1853.7	1837.8	2306.8	2301.5	2309.7	2307.5	2903.7	2915.8	2925.4	2968.4
Consumo público	422.3	426.1	427.9	427.7	517.9	517.7	520.0	524.7	645.5	654.5	663.7	673.3
FBCF	915.6	923.2	911.4	836.8	974.2	1006.1	987.5	997.3	1199.2	1188.7	1206.4	1224.0
Variação de existências	17.7	-21.0	-41.9	-44.9	-30.1	-21.0	-17.5	-19.7	-27.6	-25.6	-13.6	8.4
Exportações de bens e serviços	719.2	740.1	766.9	794.6	1021.8	1067.9	1105.5	1138.6	1507.6	1514.4	1507.1	1526.8
Bens	490.3	509.3	528.1	549.9	703.7	732.5	761.8	783.8	1042.7	1059.9	1055.1	1064.8
Serviços	228.9	230.8	238.7	244.7	318.0	335.5	343.7	354.8	464.9	454.4	452.0	462.0
Importações de bens e serviços	1078.6	1039.2	1026.2	986.7	1260.4	1267.4	1304.4	1305.9	1728.1	1753.8	1743.9	1810.9
Bens	911.8	878.1	863.8	829.6	1046.9	1053.5	1081.2	1082.5	1446.7	1468.2	1472.2	1528.2
Serviços	166.8	161.1	162.4	157.0	213.5	213.8	223.3	223.5	281.3	285.6	271.7	282.7
PIB	2864.7	2889.2	2891.8	2865.3	3530.1	3604.9	3600.7	3642.4	4500.3	4494.1	4545.1	4590.0
<b>Dados encadeados em volume (ano base 2000)</b>												
Consumo privado (de residentes)	9388.7	9346.7	9315.0	9235.2	9201.3	9180.1	9212.8	9204.3	9143.7	9182.0	9212.1	9347.6
Consumo público	2930.3	2956.6	2969.2	2967.9	2952.8	2951.7	2964.5	2991.3	3032.1	3074.2	3117.6	3162.4
FBCF	3780.2	3811.5	3762.5	3454.6	3231.7	3337.4	3275.6	3308.3	3248.6	3220.1	3268.0	3315.8
Exportações de bens e serviços	2393.7	2463.1	2552.2	2644.5	2727.6	2850.9	2951.2	3039.5	3157.2	3171.4	3156.2	3197.4
Bens	1428.6	1483.9	1538.8	1602.2	1653.2	1720.8	1789.8	1841.4	1897.3	1928.7	1919.8	1937.5
Serviços	1045.8	1054.5	1090.7	1118.0	1152.3	1215.5	1245.2	1285.5	1359.9	1329.4	1322.3	1351.4
Importações de bens e serviços	2496.7	2405.5	2375.3	2283.9	2303.9	2316.6	2384.3	2387.1	2414.7	2450.6	2436.9	2530.4
Bens	1993.0	1919.3	1888.1	1813.4	1813.5	1824.9	1872.8	1875.1	1897.0	1925.1	1930.4	2003.8
Serviços	523.0	505.2	509.1	492.4	518.7	519.5	542.4	542.8	549.0	557.4	530.3	551.7
PIB	16574.3	16716.5	16731.3	16578.1	16179.3	16521.8	16502.5	16693.9	16627.4	16604.3	16793.1	16958.8
<b>Deflator (2000=1)</b>												
Consumo privado (de residentes)	0.2263	0.2395	0.2580	0.2794	0.2922	0.3105	0.3299	0.3375	0.3553	0.3668	0.3750	0.3869
Consumo público	0.1626	0.1709	0.1795	0.1884	0.1975	0.2073	0.2177	0.2289	0.2408	0.2523	0.2634	0.2742
FBCF	0.2716	0.2866	0.3125	0.3385	0.3398	0.3574	0.3775	0.4015	0.4113	0.4231	0.4335	0.4506
Exportações de bens e serviços	0.3301	0.3550	0.3916	0.4167	0.4430	0.4633	0.4902	0.5095	0.5363	0.5545	0.5630	0.5739
Bens	0.3711	0.4029	0.4464	0.4755	0.5082	0.5330	0.5653	0.5869	0.6171	0.6362	0.6446	0.6536
Serviços	0.2487	0.2622	0.2866	0.3043	0.3194	0.3320	0.3493	0.3641	0.3841	0.3999	0.4080	0.4208
Importações de bens e serviços	0.4698	0.5080	0.5729	0.6458	0.6656	0.6975	0.7352	0.7620	0.7937	0.7926	0.7819	0.7916
Bens	0.4917	0.5337	0.6056	0.6881	0.7083	0.7430	0.7851	0.8119	0.8441	0.8367	0.8203	0.8293
Serviços	0.3693	0.3915	0.4273	0.4612	0.4800	0.5006	0.5210	0.5463	0.5742	0.5947	0.6072	0.6190
PIB	0.1997	0.2108	0.2250	0.2373	0.2494	0.2632	0.2791	0.2903	0.3068	0.3215	0.3325	0.3437

PRINCIPAIS COMPONENTES DA DESPESA

	1986				1987				1988			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Consumo privado (de residentes)	3816.3	4062.7	4198.0	4400.2	4515.0	4757.8	4882.5	5083.6	5463.7	5748.0	6044.3	6400.7
Consumo público	913.2	955.6	994.1	1028.4	1058.2	1097.4	1146.4	1206.0	1277.0	1350.4	1426.3	1504.6
FBCF	1469.7	1596.1	1666.8	1821.3	1932.7	2101.2	2190.3	2383.3	2526.6	2706.4	2863.8	2972.8
Variação de existências	13.2	18.8	35.8	64.1	103.7	134.4	156.2	169.1	173.1	163.0	138.8	100.6
Exportações de bens e serviços	1862.5	1943.6	2037.8	2166.5	2256.5	2415.7	2511.7	2630.4	2739.0	2776.7	2973.7	3160.3
Bens	1266.2	1330.0	1379.6	1467.6	1527.1	1610.9	1681.6	1766.3	1849.0	1910.8	2040.7	2150.5
Serviços	596.3	613.6	658.2	698.9	729.3	804.8	830.0	864.1	889.9	865.9	933.0	1009.8
Importações de bens e serviços	1989.3	2018.6	2074.4	2335.3	2493.3	2706.7	2950.2	3159.6	3419.8	3524.0	3845.2	3926.8
Bens	1671.1	1667.6	1728.2	1946.1	2095.0	2268.8	2494.7	2668.2	2893.5	2984.2	3265.7	3299.7
Serviços	318.2	351.0	346.2	389.2	398.2	437.9	455.5	491.4	526.3	539.8	579.5	627.1
PIB	6085.4	6558.2	6858.0	7145.2	7372.9	7799.9	7937.0	8312.9	8759.6	9220.6	9601.6	10212.2
<b>Preços do ano anterior (milhões de euros)</b>												
Consumo privado (de residentes)	3520.6	3638.7	3682.9	3783.2	4295.3	4429.8	4447.8	4519.3	5128.8	5237.7	5309.4	5446.7
Consumo público	827.4	837.5	845.9	852.4	991.8	1001.9	1016.6	1035.8	1180.6	1206.9	1233.3	1259.5
FBCF	1395.4	1439.3	1490.9	1554.6	1838.0	1945.6	2018.5	2111.2	2381.5	2493.5	2525.4	2598.8
Variação de existências	40.3	71.8	102.9	133.6	164.0	181.3	185.7	177.0	155.2	135.4	117.5	101.5
Exportações de bens e serviços	1810.7	1856.4	1931.1	1999.1	2166.2	2252.3	2277.5	2298.7	2527.4	2551.6	2680.1	2823.5
Bens	1249.4	1290.4	1333.4	1378.0	1471.7	1500.7	1519.4	1531.4	1699.5	1759.9	1847.2	1947.6
Serviços	561.3	565.9	597.7	621.1	694.5	751.5	758.1	767.3	828.0	791.7	832.9	875.9
Importações de bens e serviços	2075.4	2220.2	2348.1	2557.4	2451.0	2600.1	2736.0	2882.2	3247.7	3393.5	3512.3	3600.6
Bens	1767.3	1889.4	2023.8	2199.9	2070.9	2192.2	2319.0	2435.0	2743.8	2883.0	2973.6	3032.1
Serviços	308.1	330.8	324.3	357.5	380.2	407.9	416.9	447.2	503.9	510.5	538.6	568.6
PIB	5519.0	5623.5	5705.6	5765.6	7004.2	7210.8	7210.0	7259.8	8125.8	8231.7	8353.4	8629.4
<b>Dados encadeados em volume (ano base 2000)</b>												
Consumo privado (de residentes)	9487.7	9806.0	9925.1	10195.3	10274.4	10596.3	10639.2	10810.3	11281.8	11521.5	11679.1	11981.2
Consumo público	3208.5	3247.8	3280.1	3305.6	3324.2	3358.1	3407.2	3471.6	3551.3	3630.7	3709.8	3788.7
FBCF	3246.9	3349.1	3469.2	3617.4	3837.2	4062.0	4214.0	4407.6	4570.9	4785.8	4847.1	4987.9
Exportações de bens e serviços	3250.9	3332.8	3467.1	3589.1	3688.6	3835.1	3878.1	3914.2	3944.3	3982.0	4182.5	4406.4
Bens	1958.4	2022.7	2090.1	2160.0	2225.5	2269.3	2297.6	2315.8	2350.3	2433.8	2554.6	2693.5
Serviços	1392.3	1403.7	1482.6	1540.5	1574.4	1703.7	1718.5	1739.4	1727.6	1651.9	1737.9	1827.6
Importações de bens e serviços	2627.2	2810.5	2972.4	3237.3	3391.4	3597.7	3785.7	3988.0	4239.3	4429.6	4584.7	4700.0
Bens	2122.7	2269.4	2430.9	2642.4	2795.0	2958.7	3130.0	3286.5	3505.2	3683.0	3798.8	3873.4
Serviços	514.7	552.6	541.7	597.1	597.1	640.7	654.8	702.3	733.3	742.9	783.9	827.5
PIB	16917.5	17237.9	17489.7	17673.4	18220.6	18758.2	18755.9	18885.5	19296.6	19548.0	19837.0	20492.4
<b>Deflator (2000=1)</b>												
Consumo privado (de residentes)	0.4022	0.4143	0.4230	0.4316	0.4394	0.4490	0.4589	0.4703	0.4843	0.4989	0.5175	0.5342
Consumo público	0.2846	0.2942	0.3031	0.3111	0.3183	0.3268	0.3365	0.3474	0.3596	0.3719	0.3845	0.3971
FBCF	0.4526	0.4766	0.4804	0.5035	0.5037	0.5173	0.5198	0.5407	0.5528	0.5655	0.5908	0.5960
Exportações de bens e serviços	0.5729	0.5832	0.5877	0.6036	0.6117	0.6299	0.6476	0.6720	0.6944	0.6973	0.7110	0.7172
Bens	0.6465	0.6575	0.6601	0.6794	0.6862	0.7099	0.7319	0.7627	0.7867	0.7851	0.7988	0.7984
Serviços	0.4283	0.4371	0.4440	0.4537	0.4633	0.4724	0.4830	0.4968	0.5151	0.5242	0.5369	0.5525
Importações de bens e serviços	0.7572	0.7182	0.6979	0.7214	0.7352	0.7523	0.7793	0.7923	0.8067	0.7956	0.8387	0.8355
Bens	0.7872	0.7348	0.7109	0.7465	0.7496	0.7668	0.7970	0.8119	0.8255	0.8103	0.8597	0.8519
Serviços	0.6183	0.6351	0.6391	0.6518	0.6669	0.6834	0.6956	0.6997	0.7177	0.7266	0.7393	0.7578
PIB	0.3597	0.3805	0.3921	0.4043	0.4046	0.4158	0.4232	0.4402	0.4539	0.4717	0.4840	0.4983

## PRINCIPAIS COMPONENTES DA DESPESA

	1989				1990				1991			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Consumo privado (de residentes)	6512.1	6694.7	6974.9	7178.5	7571.5	7973.4	8383.5	8780.8	9242.4	9699.7	10106.2	10405.7
Consumo público	1585.6	1666.4	1746.7	1826.3	1904.7	2004.2	2126.9	2274.8	2450.5	2604.4	2733.5	2835.1
FBCF	3021.9	3101.9	3216.1	3347.7	3450.6	3584.3	3701.3	3808.8	3850.6	3938.4	4120.2	4247.0
Variação de existências	48.2	43.0	84.9	173.9	310.0	367.9	347.6	249.0	72.1	-45.6	-104.2	-103.8
Exportações de bens e serviços	3411.0	3533.8	3748.5	3990.3	4182.5	4327.4	4348.9	4438.7	4347.6	4456.1	4502.7	4524.5
Bens	2343.2	2459.8	2589.3	2742.4	2867.5	2943.7	2971.7	2950.6	2918.2	2911.0	2980.6	3029.2
Serviços	1067.8	1074.0	1159.1	1247.9	1315.0	1383.7	1377.2	1488.0	1429.4	1545.1	1522.1	1495.3
Importações de bens e serviços	4086.1	4184.0	4421.9	4604.4	5032.4	4952.3	5249.4	5474.2	5448.5	5511.0	5757.5	5763.2
Bens	3492.3	3508.3	3708.2	3888.8	4225.5	4144.1	4359.4	4606.1	4585.5	4589.9	4730.2	4760.9
Serviços	593.9	675.6	713.8	715.5	806.9	808.2	890.0	868.0	863.1	921.1	1027.3	1002.3
PIB	10492.7	10855.7	11349.1	11912.2	12386.7	13304.9	13658.8	14077.9	14514.7	15142.1	15600.9	16145.3
<b>Preços do ano anterior (milhões de euros)</b>												
Consumo privado (de residentes)	6047.2	6093.0	6190.3	6279.1	7156.1	7327.8	7510.8	7655.1	8661.5	8889.8	9085.3	9187.6
Consumo público	1464.2	1489.5	1510.3	1526.6	1752.6	1779.8	1820.7	1875.4	2234.7	2291.1	2325.3	2337.2
FBCF	2813.7	2842.3	2836.5	2908.5	3260.0	3345.8	3384.2	3463.6	3682.2	3717.5	3809.4	3887.0
Variação de existências	87.4	103.5	149.9	226.5	333.3	381.4	370.8	301.5	173.5	89.1	48.5	51.6
Exportações de bens e serviços	3246.0	3305.8	3468.1	3635.9	4042.4	4141.5	4117.0	4160.8	4242.2	4353.0	4361.4	4404.0
Bens	2244.1	2322.1	2428.0	2534.3	2793.3	2856.7	2871.5	2856.8	2903.3	2932.0	2988.1	3065.2
Serviços	1001.9	983.8	1040.1	1101.6	1249.2	1284.8	1245.5	1304.0	1339.0	1421.0	1373.2	1338.8
Importações de bens e serviços	3815.1	3922.3	4055.0	4202.2	4832.1	4972.7	5163.7	5212.2	5363.5	5521.5	5747.1	5870.5
Bens	3252.5	3297.3	3407.4	3561.9	4055.6	4204.9	4332.8	4411.7	4529.4	4641.4	4768.9	4915.8
Serviços	562.5	625.0	647.6	640.3	776.5	767.8	830.9	800.4	834.1	880.1	978.1	954.6
PIB	9843.3	9911.8	10100.1	10374.3	11712.4	12003.6	12039.9	12244.3	13630.6	13819.0	13882.8	13997.0
<b>Dados encadeados em volume (ano base 2000)</b>												
Consumo privado (de residentes)	11877.1	11967.1	12158.3	12332.6	12642.2	12945.4	13268.9	13523.7	13870.4	14236.1	14549.2	14713.0
Consumo público	3867.3	3934.1	3989.0	4032.0	4063.2	4126.2	4221.0	4347.7	4506.2	4619.9	4688.9	4713.0
FBCF	4878.1	4927.8	4917.6	5042.5	5078.8	5212.5	5272.3	5396.0	5306.1	5357.0	5489.4	5601.2
Exportações de bens e serviços	4601.6	4686.5	4916.6	5154.4	5329.6	5460.2	5427.9	5485.7	5322.8	5461.8	5472.3	5525.8
Bens	2831.5	2929.9	3063.5	3197.7	3313.6	3388.8	3406.4	3388.9	3339.8	3372.9	3437.4	3526.1
Serviços	1881.2	1847.2	1953.0	2068.5	2128.2	2188.9	2121.9	2221.7	2084.2	2211.8	2137.5	2083.9
Importações de bens e serviços	4654.5	4785.3	4947.1	5126.8	5451.5	5610.2	5825.6	5880.3	5896.8	6070.6	6318.6	6454.2
Bens	3884.4	3937.9	4069.3	4253.9	4485.6	4650.8	4792.3	4879.6	4914.3	5035.8	5174.2	5333.5
Serviços	764.2	849.1	879.8	869.9	967.6	956.8	1035.3	997.4	978.5	1032.5	1147.5	1119.9
PIB	20620.7	20764.2	21158.5	21732.9	22126.9	22677.1	22745.7	23131.8	23134.6	23454.4	23562.7	23756.5
<b>Deflator (2000=1)</b>												
Consumo privado (de residentes)	0.5483	0.5594	0.5737	0.5821	0.5989	0.6159	0.6318	0.6493	0.6663	0.6813	0.6946	0.7072
Consumo público	0.4100	0.4236	0.4379	0.4529	0.4688	0.4857	0.5039	0.5232	0.5438	0.5637	0.5830	0.6015
FBCF	0.6195	0.6295	0.6540	0.6639	0.6794	0.6876	0.7020	0.7059	0.7257	0.7352	0.7506	0.7582
Exportações de bens e serviços	0.7413	0.7540	0.7624	0.7741	0.7848	0.7925	0.8012	0.8091	0.8168	0.8159	0.8228	0.8188
Bens	0.8276	0.8396	0.8452	0.8576	0.8654	0.8686	0.8724	0.8707	0.8737	0.8631	0.8671	0.8591
Serviços	0.5676	0.5814	0.5935	0.6033	0.6179	0.6322	0.6490	0.6698	0.6858	0.6985	0.7121	0.7176
Importações de bens e serviços	0.8779	0.8743	0.8938	0.8981	0.9231	0.8827	0.9011	0.9309	0.9240	0.9078	0.9112	0.8929
Bens	0.8990	0.8909	0.9112	0.9142	0.9420	0.8911	0.9097	0.9440	0.9331	0.9115	0.9142	0.8926
Serviços	0.7771	0.7958	0.8113	0.8226	0.8339	0.8447	0.8596	0.8703	0.8820	0.8921	0.8953	0.8950
PIB	0.5088	0.5228	0.5364	0.5481	0.5598	0.5867	0.6005	0.6086	0.6274	0.6456	0.6621	0.6796

PRINCIPAIS COMPONENTES DA DESPESA

	1992				1993				1994			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Consumo privado (de residentes)	10685.5	11139.9	11343.7	11601.6	11782.6	11888.8	12187.3	12437.5	12583.1	12890.0	13074.0	13353.3
Consumo público	2906.5	2976.8	3046.5	3115.8	3185.0	3248.6	3306.5	3359.0	3405.8	3461.4	3526.1	3600.0
FBCF	4499.0	4570.7	4618.2	4534.0	4328.2	4407.1	4176.9	4202.6	4291.1	4398.2	4378.0	4832.0
Variação de existências	-44.3	-20.8	-33.5	-82.2	-167.0	-193.4	-161.4	-70.9	78.1	181.4	239.1	251.1
Exportações de bens e serviços	4626.7	4624.1	4523.6	4428.3	4407.7	4411.7	4735.9	4857.4	4890.1	5164.1	5324.1	5595.2
Bens	3131.3	3162.7	3093.2	3058.5	3047.4	3100.7	3268.3	3404.0	3524.0	3762.1	3970.8	4203.7
Serviços	1495.4	1461.3	1430.5	1369.7	1360.3	1311.0	1467.6	1453.4	1366.1	1402.0	1353.3	1391.5
Importações de bens e serviços	5930.4	5934.0	5975.3	5866.0	5924.1	5807.1	5982.2	6269.3	6310.1	6501.2	6786.4	7207.0
Bens	4933.5	4954.4	4923.2	4858.8	4715.3	4681.8	4808.5	4994.3	5237.9	5419.3	5712.9	5942.3
Serviços	996.8	979.5	1052.2	1007.2	1208.8	1125.2	1173.7	1274.9	1072.2	1081.9	1073.6	1264.7
PIB	16743.1	17356.7	17523.2	17731.5	17612.4	17955.7	18263.0	18516.4	18938.0	19593.9	19754.8	20424.7
<b>Preços do ano anterior (milhões de euros)</b>												
Consumo privado (de residentes)	10224.5	10391.5	10445.7	10586.4	11429.5	11400.6	11479.5	11488.6	12037.4	12163.3	12178.5	12274.7
Consumo público	2690.5	2682.3	2677.9	2677.1	3009.3	3017.1	3029.3	3045.8	3319.6	3341.3	3361.9	3381.5
FBCF	4379.8	4430.7	4427.3	4294.0	4262.4	4264.4	4006.3	3939.0	4168.5	4259.8	4243.9	4619.4
Variação de existências	98.4	121.6	121.3	97.5	50.0	23.8	18.7	34.7	72.0	100.3	119.6	130.1
Exportações de bens e serviços	4613.8	4604.9	4560.3	4477.7	4417.4	4375.1	4565.8	4639.5	4753.3	4921.3	5064.4	5238.2
Bens	3148.5	3202.8	3193.5	3167.9	3085.4	3096.3	3164.9	3279.2	3442.2	3591.9	3786.3	3940.1
Serviços	1465.3	1402.0	1366.8	1309.8	1332.0	1278.8	1400.9	1360.3	1311.1	1329.4	1278.1	1298.1
Importações de bens e serviços	6084.3	6231.9	6378.0	6308.3	6070.0	5879.9	5877.4	6062.5	6117.2	6308.9	6620.4	6983.3
Bens	5077.3	5225.9	5291.7	5245.7	4834.8	4735.5	4734.3	4832.8	5077.3	5263.7	5571.6	5739.9
Serviços	1007.0	1006.0	1086.3	1062.6	1235.2	1144.4	1143.1	1229.7	1039.9	1045.2	1048.8	1243.4
PIB	15922.6	15999.1	15854.5	15824.4	17098.8	17201.2	17222.2	17855.2	18233.6	18477.0	18348.0	18660.6
<b>Dados encadeados em volume (ano base 2000)</b>												
Consumo privado (de residentes)	14867.0	15109.9	15188.7	15393.4	15460.2	15421.0	15527.8	15540.1	15440.3	15601.7	15621.2	15744.7
Consumo público	4692.3	4678.1	4670.3	4669.1	4674.2	4686.3	4705.2	4730.9	4763.5	4794.6	4824.2	4852.3
FBCF	5897.2	5965.7	5961.1	5781.6	5521.8	5524.4	5190.0	5102.8	5197.3	5311.1	5291.3	5759.5
Exportações de bens e serviços	5636.4	5625.5	5571.0	5470.1	5412.5	5360.6	5594.3	5684.6	5692.8	5894.0	6065.4	6273.5
Bens	3637.1	3699.9	3689.1	3659.5	3640.7	3653.6	3734.5	3869.4	4000.1	4174.0	4399.9	4578.6
Serviços	2082.9	1993.0	1942.9	1861.8	1823.4	1750.5	1917.7	1862.1	1724.0	1748.1	1680.8	1707.0
Importações de bens e serviços	6696.0	6858.4	7019.1	6942.5	7045.6	6825.0	6822.1	7036.9	7072.9	7294.6	7654.8	8074.4
Bens	5564.5	5727.4	5799.5	5749.1	5614.1	5498.8	5497.4	5611.8	5876.5	6092.3	6448.7	6643.4
Serviços	1129.7	1128.5	1218.6	1192.0	1429.0	1323.9	1322.4	1422.6	1195.4	1201.5	1205.6	1429.4
PIB	24351.6	24468.6	24247.5	24201.4	23980.9	24124.5	24154.0	23961.9	24250.4	24574.2	24402.6	24818.3
<b>Deflator (2000=1)</b>												
Consumo privado (de residentes)	0.7187	0.7373	0.7468	0.7537	0.7621	0.7709	0.7849	0.8003	0.8150	0.8262	0.8369	0.8481
Consumo público	0.6194	0.6363	0.6523	0.6673	0.6814	0.6932	0.7027	0.7100	0.7150	0.7219	0.7309	0.7419
FBCF	0.7629	0.7662	0.7747	0.7842	0.7839	0.7978	0.8048	0.8236	0.8256	0.8281	0.8274	0.8390
Exportações de bens e serviços	0.8209	0.8220	0.8120	0.8095	0.8144	0.8230	0.8466	0.8545	0.8590	0.8762	0.8778	0.8919
Bens	0.8609	0.8548	0.8385	0.8358	0.8371	0.8487	0.8752	0.8797	0.8810	0.9013	0.9025	0.9181
Serviços	0.7180	0.7332	0.7363	0.7357	0.7460	0.7489	0.7653	0.7805	0.7924	0.8020	0.8052	0.8152
Importações de bens e serviços	0.8857	0.8652	0.8513	0.8449	0.8408	0.8509	0.8769	0.8909	0.8922	0.8912	0.8866	0.8926
Bens	0.8866	0.8650	0.8489	0.8451	0.8399	0.8514	0.8747	0.8900	0.8913	0.8895	0.8859	0.8945
Serviços	0.8824	0.8680	0.8634	0.8450	0.8459	0.8499	0.8875	0.8962	0.8969	0.9004	0.8904	0.8848
PIB	0.6876	0.7093	0.7227	0.7327	0.7344	0.7443	0.7561	0.7727	0.7809	0.7973	0.8095	0.8230



## PRINCIPAIS COMPONENTES DA DESPESA

	1995				1996				1997			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Consumo privado (de residentes)	13610.8	13930.4	13885.7	14052.3	14415.5	14584.7	14913.9	15079.1	15394.0	15473.8	15885.8	16103.0
Consumo público	3683.3	3764.1	3842.4	3917.6	3989.1	4063.7	4142.0	4224.6	4311.7	4394.4	4472.6	4546.3
FBCF	4694.6	4807.9	4777.4	4878.8	4885.3	5028.5	5346.2	5581.0	5908.3	6070.8	6314.2	6398.6
Variação de existências	222.1	194.7	175.3	143.2	140.1	130.0	128.4	147.6	117.9	127.2	113.7	119.1
Exportações de bens e serviços	5983.9	5935.7	6042.8	6394.1	6397.6	6406.0	6305.6	6396.7	6491.0	6958.5	7078.4	7453.4
Bens	4472.1	4404.0	4487.9	4831.2	4885.9	4920.2	4818.2	4858.8	4942.7	5271.6	5357.6	5657.5
Serviços	1511.9	1531.7	1554.9	1562.9	1511.7	1485.8	1487.4	1537.9	1548.3	1686.8	1720.7	1796.0
Importações de bens e serviços	7429.7	7516.8	7267.6	7583.8	7715.2	7808.8	7979.3	8294.3	8403.0	8717.7	9187.2	9526.4
Bens	6200.7	6289.2	6056.0	6293.0	6490.8	6526.1	6689.8	6953.9	7106.4	7359.1	7756.6	7983.3
Serviços	1229.0	1227.7	1211.7	1290.9	1224.5	1282.7	1289.5	1340.4	1296.6	1358.6	1430.6	1543.2
PIB	20765.1	21116.0	21455.9	21802.1	22112.4	22404.1	22856.8	23134.6	23819.9	24306.9	24677.5	25093.9
<b>Preços do ano anterior (milhões de euros)</b>												
Consumo privado (de residentes)	13122.2	13303.9	13186.6	13245.0	14158.8	14214.0	14447.9	14505.1	15075.3	15120.7	15403.4	15504.9
Consumo público	3549.4	3569.7	3591.1	3613.4	3861.2	3888.6	3918.8	3951.7	4190.7	4223.9	4252.7	4277.3
FBCF	4596.6	4687.0	4621.5	4646.1	4763.8	4921.0	5183.0	5370.2	5748.9	5904.1	6037.0	6126.8
Variação de existências	131.6	136.1	143.8	154.5	176.4	158.2	133.0	122.2	70.8	67.8	58.4	62.9
Exportações de bens e serviços	5797.7	5664.3	5811.9	6166.1	6353.3	6481.8	6477.2	6468.8	6441.6	6788.6	6781.0	7067.0
Bens	4336.8	4181.7	4278.7	4646.9	4865.4	5028.2	5045.8	5001.4	4918.2	5163.6	5144.5	5403.5
Serviços	1460.8	1482.6	1533.3	1519.3	1488.0	1453.6	1431.4	1467.4	1523.4	1625.0	1636.5	1663.5
Importações de bens e serviços	7331.8	7421.2	7187.9	7417.2	7605.5	7641.3	7908.4	8169.3	8326.7	8575.9	8827.1	9179.9
Bens	6086.5	6184.7	5996.3	6128.8	6371.5	6373.8	6680.9	6899.5	7044.3	7269.0	7473.2	7736.8
Serviços	1245.3	1236.5	1191.6	1288.3	1234.0	1267.5	1287.6	1289.9	1306.9	1425.2	1476.6	1573.8
PIB	19865.7	19939.9	20167.0	20407.9	21707.9	22022.3	22251.5	22248.6	23200.8	23529.2	23705.5	23858.9
<b>Dados encadeados em volume (ano base 2000)</b>												
Consumo privado (de residentes)	15778.9	15997.3	15856.3	15926.5	16220.8	16284.1	16552.0	16617.5	16782.6	16833.1	17147.9	17260.8
Consumo público	4878.9	4906.9	4936.2	4966.9	4999.0	5034.5	5073.6	5116.2	5161.6	5202.5	5238.0	5268.2
FBCF	5536.5	5645.4	5566.5	5596.1	5555.9	5739.3	6044.9	6263.3	6510.9	6686.7	6837.2	6938.9
Exportações de bens e serviços	6613.8	6461.6	6630.0	7034.1	6974.9	7116.0	7110.9	7101.7	7148.2	7533.3	7524.8	7842.1
Bens	4811.5	4639.4	4746.9	5155.5	5175.0	5348.3	5367.0	5319.7	5354.2	5621.3	5600.5	5882.5
Serviços	1817.7	1844.8	1907.9	1890.4	1801.8	1760.2	1733.3	1776.9	1788.8	1908.2	1921.7	1953.3
Importações de bens e serviços	8232.2	8332.6	8070.6	8328.1	8413.5	8453.1	8748.6	9037.2	9074.2	9345.8	9619.6	10004.1
Bens	6836.2	6946.5	6734.9	6883.8	7028.9	7031.4	7370.1	7611.2	7673.4	7918.2	8140.6	8427.8
Serviços	1394.9	1385.0	1334.7	1443.1	1382.9	1420.5	1375.7	1423.1	1398.5	1425.2	1476.6	1573.8
PIB	24745.4	24837.8	25120.7	25420.8	25528.8	25898.6	26168.1	26164.7	26597.8	26974.4	27176.4	27352.3
<b>Deflator (2000=1)</b>												
Consumo privado (de residentes)	0.8626	0.8708	0.8757	0.8823	0.8887	0.8956	0.9010	0.9074	0.9173	0.9192	0.9264	0.9329
Consumo público	0.7549	0.7671	0.7784	0.7887	0.7980	0.8072	0.8164	0.8257	0.8353	0.8447	0.8539	0.8630
FBCF	0.8479	0.8516	0.8582	0.8718	0.8793	0.8762	0.8844	0.8911	0.9074	0.9079	0.9235	0.9221
Exportações de bens e serviços	0.9048	0.9186	0.9114	0.9090	0.9172	0.9002	0.8867	0.9007	0.9081	0.9237	0.9407	0.9504
Bens	0.9295	0.9493	0.9454	0.9371	0.9441	0.9200	0.8977	0.9134	0.9232	0.9378	0.9566	0.9618
Serviços	0.8317	0.8302	0.8150	0.8267	0.8390	0.8441	0.8581	0.8655	0.8655	0.8840	0.8954	0.9194
Importações de bens e serviços	0.9025	0.9021	0.9005	0.9106	0.9170	0.9238	0.9121	0.9178	0.9260	0.9328	0.9551	0.9523
Bens	0.9070	0.9054	0.8992	0.9142	0.9234	0.9281	0.9077	0.9136	0.9261	0.9294	0.9528	0.9473
Serviços	0.8810	0.8864	0.9078	0.8945	0.8854	0.9030	0.9373	0.9419	0.9272	0.9533	0.9689	0.9805
PIB	0.8391	0.8502	0.8541	0.8576	0.8662	0.8651	0.8735	0.8842	0.8956	0.9011	0.9080	0.9174

PRINCIPAIS COMPONENTES DA DESPESA

	1998				1999				2000			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Consumo privado (de residentes)	16422.3	16732.0	17060.6	17487.7	17835.8	18054.2	18339.9	18590.2	19163.0	19303.8	19725.8	19907.6
Consumo público	4615.6	4703.8	4811.0	4937.8	5085.2	5236.0	5389.9	5546.4	5704.9	5848.7	5977.7	6092.4
FBCF	6868.1	6972.0	7070.8	7333.3	7401.6	7499.9	7775.4	7939.9	8339.3	8103.6	8330.6	8329.8
Variação de existências	195.2	205.6	230.6	253.9	281.7	295.8	284.8	263.4	222.9	192.8	173.9	167.9
Exportações de bens e serviços	7571.2	7803.4	7872.6	7595.9	7710.2	7809.3	8031.2	8321.8	8821.1	8733.0	9196.1	9636.6
Bens	5614.2	5791.3	5725.9	5602.6	5642.0	5724.2	5915.6	6063.7	6508.8	6382.5	6827.4	7055.8
Serviços	1957.0	2012.1	2146.8	1993.3	2068.2	2085.1	2115.6	2258.2	2312.3	2350.5	2368.8	2580.8
Importações de bens e serviços	9872.0	10155.2	10117.5	10198.5	10362.5	10552.6	11119.3	11465.7	12457.0	11945.4	12409.0	12889.8
Bens	8234.4	8603.7	8596.9	8577.5	8798.1	8980.8	9507.8	9793.5	10680.1	10110.6	10615.3	10993.7
Serviços	1637.6	1551.4	1520.7	1621.0	1564.4	1571.8	1611.4	1672.2	1776.9	1834.8	1793.6	1896.1
PIB	25800.4	26261.7	26928.1	27410.2	27952.1	28342.5	28701.8	29196.2	29794.2	30236.4	30995.2	31244.3
<b>Preços do ano anterior (milhões de euros)</b>												
Consumo privado (de residentes)	16181.6	16414.1	16625.3	16940.1	17617.1	17712.5	17871.7	18013.3	18804.4	18759.4	18956.0	18993.4
Consumo público	4495.8	4534.0	4589.2	4661.3	4952.5	5029.3	5091.8	5140.0	5440.2	5479.1	5521.7	5568.0
FBCF	6773.8	6822.7	6891.6	7097.0	7379.0	7399.9	7572.0	7632.5	8105.6	7814.8	7961.5	7800.5
Variação de existências	209.7	242.0	292.1	336.5	308.2	323.3	308.5	280.4	213.7	182.8	164.9	160.7
Exportações de bens e serviços	7447.9	7568.9	7769.6	7564.7	7768.0	7836.7	8015.0	8144.1	8622.5	8318.3	8640.9	8969.2
Bens	5564.1	5675.2	5761.8	5700.6	5729.6	5779.1	5933.3	5988.8	6345.5	6048.7	6366.0	6493.0
Serviços	1883.8	1893.7	2007.8	1864.1	2038.4	2057.6	2081.7	2155.2	2277.0	2269.6	2274.9	2476.2
Importações de bens e serviços	9939.2	10199.3	10293.5	10482.5	10677.9	10759.9	11081.7	11306.7	11821.7	11199.7	11304.2	11492.1
Bens	8323.1	8646.6	8775.1	8819.6	9072.8	9140.6	9444.4	9615.4	10122.6	9472.3	9638.1	9751.1
Serviços	1616.1	1552.6	1518.4	1662.9	1605.2	1619.2	1637.4	1691.3	1627.3	1727.3	1666.1	1741.0
PIB	25169.6	25382.3	25874.4	26117.2	27346.7	27541.9	27777.4	27903.5	29364.7	29354.6	29940.8	29999.7
<b>Dados encadeados em volume (ano base 2000)</b>												
Consumo privado (de residentes)	17512.0	17763.6	17992.2	18332.9	18631.4	18732.3	18900.7	19050.4	19446.2	19402.3	19606.0	19645.7
Consumo público	5293.6	5338.6	5403.6	5488.5	5590.3	5677.1	5747.6	5802.0	5841.0	5881.8	5926.3	5974.6
FBCF	7399.8	7453.2	7528.5	7752.9	7872.8	7895.1	8078.7	8143.3	8471.2	8167.4	8317.1	8147.6
Exportações de bens e serviços	7998.1	8128.1	8343.6	8123.6	8208.7	8281.4	8469.8	8606.2	9081.9	8759.5	9101.3	9444.0
Bens	5886.2	6003.7	6095.4	6030.6	6052.6	6105.0	6267.8	6326.5	6727.8	6413.1	6749.5	6884.1
Serviços	2112.7	2123.8	2251.7	2090.6	2156.4	2176.7	2202.3	2280.0	2354.1	2346.4	2351.9	2559.9
Importações de bens e serviços	10551.9	10828.1	10928.1	11128.8	11496.8	11585.0	11931.5	12173.8	12824.9	12147.9	12262.7	12465.7
Bens	8861.7	9206.2	9342.9	9390.4	9816.6	9890.0	10218.7	10403.8	11009.5	10302.3	10482.5	10605.5
Serviços	1686.5	1620.2	1584.5	1735.3	1680.2	1694.9	1713.9	1770.3	1815.4	1845.6	1780.2	1860.2
PIB	27792.8	28027.6	28571.0	28839.0	29102.2	29309.8	29560.4	29694.6	30239.5	30254.8	30861.0	30914.9
<b>Deflator (2000=1)</b>												
Consumo privado (de residentes)	0.9378	0.9419	0.9482	0.9539	0.9573	0.9638	0.9703	0.9758	0.9854	0.9949	1.0061	1.0133
Consumo público	0.8719	0.8811	0.8903	0.8997	0.9096	0.9223	0.9378	0.9560	0.9767	0.9944	1.0087	1.0197
FBCF	0.9281	0.9354	0.9392	0.9459	0.9402	0.9499	0.9624	0.9750	0.9844	0.9922	1.0016	1.0224
Exportações de bens e serviços	0.9466	0.9601	0.9436	0.9351	0.9393	0.9430	0.9482	0.9670	0.9713	0.9970	1.0104	1.0204
Bens	0.9538	0.9646	0.9394	0.9290	0.9322	0.9376	0.9438	0.9585	0.9675	0.9952	1.0115	1.0249
Serviços	0.9263	0.9474	0.9534	0.9535	0.9591	0.9579	0.9606	0.9904	0.9822	1.0017	1.0072	1.0081
Importações de bens e serviços	0.9356	0.9379	0.9258	0.9164	0.9013	0.9109	0.9319	0.9418	0.9713	0.9833	1.0119	1.0340
Bens	0.9292	0.9346	0.9201	0.9134	0.8962	0.9081	0.9304	0.9413	0.9701	0.9814	1.0127	1.0366
Serviços	0.9710	0.9575	0.9597	0.9341	0.9311	0.9273	0.9402	0.9445	0.9788	0.9942	1.0075	1.0193
PIB	0.9283	0.9370	0.9425	0.9505	0.9605	0.9670	0.9710	0.9832	0.9853	0.9994	1.0043	1.0107

## PRINCIPAIS COMPONENTES DA DESPESA

	2001				2002				2003			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Consumo privado (de residentes)	20163.9	20441.4	20518.4	20673.2	21080.3	21256.7	21539.6	21508.5	21689.2	21781.9	22068.1	22282.5
Consumo público	6193.1	6300.0	6412.4	6530.3	6654.6	6757.4	6837.2	6894.4	6931.8	6987.6	7060.4	7149.1
FBCF	8182.1	8524.4	8686.1	8825.7	8601.8	8667.9	8401.5	8170.1	8018.2	7900.3	7940.8	7875.0
Variação de existências	236.3	207.4	307.4	62.0	101.3	75.3	127.0	15.4	-4.2	-22.7	-5.9	13.9
Exportações de bens e serviços	9432.1	9427.7	9114.9	9385.7	9227.8	9582.6	9550.8	9518.2	9758.3	9505.0	9739.0	9787.6
Bens	7022.0	6930.1	6651.5	6779.2	6666.3	7018.0	6941.7	6982.4	7218.9	6998.8	7109.2	7187.5
Serviços	2410.1	2497.6	2463.4	2606.6	2561.5	2564.7	2609.1	2535.8	2539.4	2506.2	2629.7	2600.1
Importações de bens e serviços	12682.9	12796.9	12592.0	12244.3	12225.5	12341.7	12412.5	12155.2	12161.5	11554.2	12094.3	12063.8
Bens	10853.9	10900.5	10769.5	10402.4	10396.1	10459.7	10602.1	10327.7	10411.1	9819.4	10328.5	10269.2
Serviços	1829.0	1896.3	1822.6	1841.9	1829.4	1882.0	1810.4	1827.6	1750.4	1734.8	1765.8	1794.6
PIB	31524.7	32104.1	32447.1	33232.6	33440.4	33998.3	34043.5	33951.4	34231.8	34597.9	34708.0	35044.4
<b>Preços do ano anterior (milhões de euros)</b>												
Consumo privado (de residentes)	19675.7	19816.0	19800.7	19841.4	20730.4	20741.6	20816.7	20596.4	21186.3	21205.0	21373.8	21439.2
Consumo público	6026.6	6078.1	6129.1	6179.6	6490.4	6525.6	6544.1	6545.8	6780.3	6778.7	6796.9	6834.9
FBCF	8027.5	8367.4	8473.0	8561.6	8508.8	8502.2	8150.0	7864.9	7894.4	7822.6	7872.5	7748.8
Variação de existências	242.0	216.4	326.9	67.1	106.6	80.7	138.4	17.1	-4.4	-23.5	-5.2	10.4
Exportações de bens e serviços	9342.7	9239.8	9093.4	9372.1	9320.4	9565.2	9504.0	9511.0	9797.5	9623.0	9931.0	9992.8
Bens	6953.1	6761.5	6647.0	6820.0	6780.2	7060.5	6977.5	7058.2	7325.4	7173.3	7362.1	7462.0
Serviços	2389.7	2478.3	2446.4	2552.0	2540.2	2504.7	2526.4	2452.8	2472.1	2449.8	2568.9	2530.8
Importações de bens e serviços	12457.2	12564.5	12595.6	12524.6	12471.2	12538.3	12635.9	12324.8	12057.2	11859.4	12370.2	12425.1
Bens	10678.9	10712.0	10836.8	10727.1	10659.5	10691.9	10883.4	10558.7	10323.2	10135.6	10633.0	10640.7
Serviços	1778.2	1852.6	1758.8	1797.5	1811.7	1846.4	1752.6	1766.1	1734.0	1723.8	1734.0	1784.4
PIB	30857.4	31153.2	31227.5	31497.1	32685.4	32877.0	32517.3	32210.3	33596.9	33546.5	33598.8	33601.1
<b>Dados encadeados em volume (ano base 2000)</b>												
Consumo privado (de residentes)	19675.7	19816.0	19800.7	19841.4	20055.5	20066.3	20139.0	19925.8	19896.4	19914.0	20072.5	20134.0
Consumo público	6026.6	6078.1	6129.1	6179.6	6229.5	6263.3	6281.1	6282.7	6259.0	6257.5	6274.3	6309.4
FBCF	8027.5	8367.4	8473.0	8561.6	8312.7	8306.2	7962.1	7683.6	7526.6	7458.2	7505.7	7387.8
Exportações de bens e serviços	9342.7	9239.8	9093.4	9372.1	9242.4	9485.2	9424.5	9431.4	9721.0	9547.9	9853.5	9914.8
Bens	6953.1	6761.5	6647.0	6820.0	6730.3	7008.6	6926.2	7006.3	7342.2	7189.7	7379.0	7479.1
Serviços	2389.7	2478.3	2446.4	2552.0	2511.9	2476.8	2498.3	2425.5	2385.8	2364.2	2479.2	2442.4
Importações de bens e serviços	12457.2	12564.5	12595.6	12524.6	12428.0	12494.9	12592.2	12282.1	12219.7	12019.3	12537.0	12592.6
Bens	10678.9	10712.0	10836.8	10727.1	10666.6	10699.1	10890.6	10565.7	10579.3	10387.0	10896.7	10904.7
Serviços	1778.2	1852.6	1758.8	1797.5	1762.0	1795.7	1704.5	1717.6	1646.8	1637.1	1649.9	1694.6
PIB	30857.4	31153.2	31227.5	31497.1	31529.5	31714.3	31367.2	31071.2	31177.8	31131.1	31179.6	31181.8
<b>Deflator (2000=1)</b>												
Consumo privado (de residentes)	1.0248	1.0316	1.0362	1.0419	1.0511	1.0593	1.0695	1.0794	1.0901	1.0938	1.0994	1.1067
Consumo público	1.0276	1.0365	1.0462	1.0568	1.0682	1.0789	1.0885	1.0974	1.1075	1.1167	1.1253	1.1331
FBCF	1.0193	1.0188	1.0251	1.0308	1.0348	1.0435	1.0552	1.0633	1.0653	1.0593	1.0580	1.0660
Exportações de bens e serviços	1.0096	1.0203	1.0024	1.0015	0.9984	1.0103	1.0134	1.0092	1.0038	0.9955	0.9884	0.9872
Bens	1.0099	1.0249	1.0007	0.9940	0.9905	1.0013	1.0022	0.9966	0.9832	0.9734	0.9634	0.9610
Serviços	1.0085	1.0078	1.0070	1.0214	1.0197	1.0355	1.0444	1.0455	1.0644	1.0600	1.0607	1.0646
Importações de bens e serviços	1.0181	1.0185	0.9997	0.9776	0.9837	0.9877	0.9857	0.9897	0.9952	0.9613	0.9647	0.9580
Bens	1.0164	1.0176	0.9938	0.9697	0.9746	0.9776	0.9735	0.9775	0.9841	0.9454	0.9479	0.9417
Serviços	1.0286	1.0236	1.0363	1.0247	1.0382	1.0480	1.0622	1.0640	1.0629	1.0597	1.0703	1.0590
PIB	1.0216	1.0305	1.0391	1.0551	1.0606	1.0720	1.0853	1.0927	1.0980	1.1114	1.1132	1.1239

PRINCIPAIS COMPONENTES DA DESPESA

	2004				2005				2006			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Consumo privado (de residentes)	22661.7	22963.1	23291.4	23498.6	23780.6	24146.2	24217.3	24498.6	24853.4	25146.7	25359.4	25488.1
Consumo público	7253.6	7368.0	7492.8	7628.1	7774.3	7878.6	7940.3	7959.3	7935.9	7936.8	7961.5	8009.9
FBCF	8042.9	8221.8	8258.2	8233.5	8177.3	8275.3	8248.5	8263.4	8346.2	8422.8	8177.3	8219.0
Variação de existências	71.5	71.7	116.9	171.8	245.0	-44.4	49.1	-41.5	194.5	-192.7	250.3	67.0
Exportações de bens e serviços	10106.5	10397.1	10215.7	10310.0	10254.7	10546.4	10783.6	10902.5	11526.2	11905.9	12306.3	12472.8
Bens	7387.2	7505.7	7492.0	7524.4	7464.4	7683.7	7877.7	7882.0	8349.7	8660.0	8921.9	8983.4
Serviços	2719.3	2891.5	2723.6	2785.6	2790.3	2862.7	2905.9	3020.5	3176.5	3245.9	3384.4	3489.4
Importações de bens e serviços	12524.6	12928.0	13237.5	13433.7	13511.2	13671.1	14014.7	14077.3	15167.2	14831.1	15316.2	14912.3
Bens	10724.4	11077.3	11323.1	11436.8	11577.8	11642.5	11975.5	11917.8	12942.3	12602.9	13103.7	12609.3
Serviços	1800.2	1850.7	1914.4	1996.8	1933.4	2028.6	2039.2	2159.5	2224.9	2228.2	2212.5	2303.0
PIB	35611.7	36093.8	36137.6	36408.4	36720.7	37131.1	37224.1	37505.0	37688.9	38388.3	38738.7	39344.6
<b>Preços do ano anterior (milhões de euros)</b>												
Consumo privado (de residentes)	22316.2	22458.4	22646.3	22742.8	23495.8	23712.1	23511.8	23621.0	24338.9	24417.9	24478.1	24498.9
Consumo público	7132.1	7187.6	7238.8	7285.6	7556.3	7584.9	7598.4	7596.6	7882.9	7869.1	7859.4	7853.9
FBCF	7972.0	8035.7	7979.5	7832.9	8011.8	8070.2	7866.2	7797.1	8217.9	8233.8	7972.3	7879.4
Variação de existências	41.1	36.1	50.6	62.6	167.6	-29.5	31.0	-25.6	166.3	-162.3	202.4	53.8
Exportações de bens e serviços	10165.8	10314.1	10071.7	10088.8	10180.8	10514.3	10493.6	10515.1	11263.9	11525.5	11670.7	11885.4
Bens	7479.9	7487.7	7406.1	7374.2	7384.7	7653.8	7644.7	7573.1	8163.1	8386.1	8411.1	8498.7
Serviços	2685.8	2826.5	2665.5	2714.6	2796.1	2860.5	2848.9	2942.0	3100.8	3139.4	3259.7	3386.6
Importações de bens e serviços	12509.5	12751.2	12915.1	13053.3	13342.2	13441.3	13282.2	13226.6	14514.6	14266.4	14492.2	14331.1
Bens	10710.2	10897.8	11007.8	11036.0	11416.5	11416.4	11297.3	11116.7	12352.0	12118.3	12380.3	12068.3
Serviços	1799.3	1853.4	1907.3	2017.3	1925.6	2025.0	1984.9	2109.9	2162.5	2148.2	2111.9	2262.8
PIB	35117.7	35280.7	35071.7	34959.3	36070.2	36410.6	36218.8	36277.7	37355.3	37617.5	37690.8	37840.2
<b>Dados encadeados em volume (ano base 2000)</b>												
Consumo privado (de residentes)	20333.0	20462.5	20633.6	20721.6	20886.2	21078.4	20900.4	20997.5	21120.3	21188.9	21241.1	21259.1
Consumo público	6364.1	6413.7	6459.3	6501.1	6539.0	6563.7	6575.4	6573.9	6558.7	6547.2	6539.1	6534.5
FBCF	7505.7	7565.6	7512.7	7374.7	7327.5	7380.9	7194.4	7131.2	7238.0	7252.0	7021.7	6939.9
Exportações de bens e serviços	10230.6	10379.9	10135.9	10153.1	10148.6	10481.0	10460.4	10481.9	11021.3	11277.2	11419.3	11629.3
Bens	7709.6	7717.6	7633.6	7600.6	7570.4	7846.2	7836.9	7763.5	8192.0	8415.7	8440.8	8528.8
Serviços	2528.0	2660.4	2508.9	2555.1	2577.9	2637.3	2626.6	2712.5	2826.3	2861.5	2971.1	3086.8
Importações de bens e serviços	12900.1	13149.3	13318.3	13460.8	13522.6	13623.1	13461.8	13405.5	14183.3	13940.9	14161.5	14004.1
Bens	11218.9	11415.5	11530.7	11560.2	11714.7	11714.5	11592.3	11407.0	12172.4	11942.0	12200.2	11892.8
Serviços	1692.8	1743.7	1794.4	1897.8	1815.3	1908.9	1871.1	1989.0	2009.8	1996.4	1962.8	2102.9
PIB	31592.4	31739.0	31551.0	31449.9	31589.4	31887.5	31719.6	31771.2	31921.5	32145.6	32208.2	32335.9
<b>Deflador (2000=1)</b>												
Consumo privado (de residentes)	1.1145	1.1222	1.1288	1.1340	1.1386	1.1455	1.1587	1.1667	1.1768	1.1868	1.1939	1.1989
Consumo público	1.1398	1.1488	1.1600	1.1734	1.1889	1.2003	1.2076	1.2107	1.2100	1.2122	1.2175	1.2258
FBCF	1.0716	1.0867	1.0992	1.1165	1.1160	1.1212	1.1465	1.1588	1.1531	1.1614	1.1646	1.1843
Exportações de bens e serviços	0.9879	1.0017	1.0079	1.0154	1.0105	1.0062	1.0309	1.0401	1.0458	1.0557	1.0777	1.0725
Bens	0.9582	0.9725	0.9815	0.9900	0.9860	0.9793	1.0052	1.0153	1.0192	1.0290	1.0570	1.0533
Serviços	1.0757	1.0869	1.0856	1.0902	1.0824	1.0854	1.1063	1.1136	1.1239	1.1343	1.1391	1.1304
Importações de bens e serviços	0.9709	0.9832	0.9939	0.9980	0.9992	1.0035	1.0411	1.0501	1.0694	1.0639	1.0815	1.0649
Bens	0.9559	0.9704	0.9820	0.9893	0.9883	0.9938	1.0331	1.0448	1.0633	1.0553	1.0741	1.0602
Serviços	1.0634	1.0614	1.0669	1.0522	1.0651	1.0627	1.0898	1.0857	1.1070	1.1161	1.1272	1.0951
PIB	1.1272	1.1372	1.1454	1.1577	1.1624	1.1644	1.1735	1.1805	1.1807	1.1942	1.2028	1.2167

## CONSUMO PRIVADO (DE RESIDENTES)

	1977				1978				1979			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Consumo privado	575.2	612.5	648.2	672.2	704.6	732.3	777.1	827.7	855.3	903.5	968.5	1059.4
Duradouros	65.6	72.9	73.6	72.9	78.3	80.4	86.6	87.7	95.9	98.3	110.2	125.0
Não duradouros	509.7	539.6	574.6	599.3	626.3	651.8	690.5	739.9	759.4	805.2	858.3	934.4
<b>Preços do ano anterior (milhões de euros)</b>												
Consumo privado					651.5	650.3	658.6	667.1	781.9	791.5	804.9	819.6
Duradouros					72.5	71.9	74.9	73.8	91.1	88.7	93.1	97.1
Não duradouros					579.0	578.4	583.7	593.3	690.8	702.8	711.7	722.5
<b>Dados encadeados em volume (ano base 2000)</b>												
Consumo privado					7688.1	7673.6	7772.1	7872.3	7970.7	8068.5	8204.9	8355.3
Duradouros					760.1	754.1	785.3	773.8	840.4	818.4	859.4	895.8
Não duradouros					6961.4	6953.5	7018.1	7133.4	7158.4	7282.6	7375.3	7487.2
<b>Deflator (2000=1)</b>												
Consumo privado					0.0916	0.0954	0.1000	0.1051	0.1073	0.1120	0.1180	0.1268
Duradouros					0.1031	0.1067	0.1103	0.1134	0.1141	0.1201	0.1283	0.1396
Não duradouros					0.0900	0.0937	0.0984	0.1037	0.1061	0.1106	0.1164	0.1248

## FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO

	1977				1978				1979			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Formação bruta de capital fixo	263.7	296.8	304.6	312.7	302.0	322.8	344.6	378.0	429.5	481.8	525.3	531.2
Máquinas e aparelhos	52.0	68.2	73.6	80.1	78.3	85.8	88.5	85.4	89.2	99.6	112.4	118.2
Material de transporte	36.8	40.7	41.4	43.6	42.5	45.1	43.1	46.1	44.7	49.0	49.0	53.0
Construção	142.6	148.1	148.4	146.3	140.3	149.0	169.7	204.5	251.8	285.2	311.2	305.7
Outros	32.3	39.9	41.2	42.6	40.8	42.9	43.3	42.0	43.7	48.0	52.6	54.3
<b>Preços do ano anterior (milhões de euros)</b>												
Formação bruta de capital fixo					274.5	278.6	280.2	287.7	371.2	393.7	407.2	387.3
Máquinas e aparelhos					70.9	74.9	73.6	67.7	79.6	85.8	91.3	88.7
Material de transporte					35.9	35.3	30.9	30.2	36.3	37.6	35.7	36.7
Construção					131.9	132.8	142.4	159.7	218.7	231.5	239.4	222.8
Outros					35.7	35.5	33.4	30.0	36.7	38.8	40.7	39.1
<b>Dados encadeados em volume (ano base 2000)</b>												
Formação bruta de capital fixo					2972.0	3016.3	3034.3	3115.0	3343.8	3546.2	3668.5	3488.9
Máquinas e aparelhos					485.5	512.7	503.8	463.5	462.6	498.7	531.2	515.9
Material de transporte					294.7	289.8	253.0	247.7	222.5	231.0	219.3	225.4
Construção					1880.5	1893.3	2029.9	2277.0	2663.8	2819.7	2915.9	2713.0
Outros					450.0	447.6	420.8	378.7	367.9	389.0	408.8	392.4
<b>Deflator (2000=1)</b>												
Formação bruta de capital fixo					0.1016	0.1070	0.1136	0.1214	0.1284	0.1359	0.1432	0.1523
Máquinas e aparelhos					0.1613	0.1673	0.1756	0.1843	0.1928	0.1997	0.2117	0.2291
Material de transporte					0.1443	0.1558	0.1703	0.1859	0.2011	0.2122	0.2234	0.2353
Construção					0.0746	0.0787	0.0836	0.0898	0.0945	0.1012	0.1067	0.1127
Outros					0.0908	0.0958	0.1030	0.1110	0.1188	0.1234	0.1286	0.1383

**CONSUMO PRIVADO (DE RESIDENTES)**

	1980				1981				1982			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Consumo privado	1139.2	1221.9	1286.1	1345.3	1423.2	1497.4	1590.0	1674.6	1749.0	1838.1	1905.2	1977.0
Duradouros	145.1	155.7	174.1	179.4	187.5	195.7	198.1	209.3	205.5	224.0	221.0	227.8
Não duradouros	994.2	1066.2	1112.0	1165.9	1235.8	1301.7	1392.0	1465.3	1543.5	1614.1	1684.2	1749.2
<b>Preços do ano anterior (milhões de euros)</b>												
Consumo privado	1003.5	1026.8	1043.1	1051.5	1271.3	1282.9	1288.6	1295.9	1576.1	1590.5	1593.7	1591.3
Duradouros	120.0	122.1	128.4	127.2	164.7	164.8	158.3	160.2	189.4	198.2	189.1	188.7
Não duradouros	883.5	904.7	914.6	924.3	1106.6	1118.2	1130.3	1135.7	1386.7	1392.3	1404.7	1402.6
<b>Dados encadeados em volume (ano base 2000)</b>												
Consumo privado	8639.4	8839.7	8980.0	9052.2	9042.3	9125.1	9165.8	9217.3	9313.6	9398.9	9417.9	9403.7
Duradouros	954.0	970.4	1021.3	1011.4	996.1	996.5	957.5	969.0	938.9	982.6	937.3	935.5
Não duradouros	7711.9	7896.9	7983.3	8067.4	8075.4	8159.9	8248.7	8287.7	8423.9	8458.0	8533.1	8520.7
<b>Deflator (2000=1)</b>												
Consumo privado	0.1319	0.1382	0.1432	0.1486	0.1574	0.1641	0.1735	0.1817	0.1878	0.1956	0.2023	0.2102
Duradouros	0.1521	0.1604	0.1705	0.1774	0.1882	0.1964	0.2069	0.2160	0.2189	0.2280	0.2358	0.2435
Não duradouros	0.1289	0.1350	0.1393	0.1445	0.1530	0.1595	0.1687	0.1768	0.1832	0.1908	0.1974	0.2053

**FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO**

	1980				1981				1982			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Formação bruta de capital fixo	529.6	538.5	557.8	611.9	699.3	759.7	812.7	827.8	875.3	903.1	927.0	946.8
Máquinas e aparelhos	133.4	144.3	154.3	166.5	183.6	191.7	212.0	211.3	224.5	236.6	240.6	237.9
Material de transporte	53.8	58.1	64.1	69.9	87.8	92.7	98.0	98.5	94.1	95.5	95.3	96.2
Construção	283.7	272.1	272.3	300.5	342.1	382.2	402.7	420.4	457.8	466.1	486.4	505.9
Outros	58.8	64.1	67.1	75.0	85.7	93.1	100.0	97.5	98.9	104.9	104.8	106.8
<b>Preços do ano anterior (milhões de euros)</b>												
Formação bruta de capital fixo	461.6	437.8	444.4	465.3	615.9	635.4	665.7	672.4	800.1	785.0	777.4	764.7
Máquinas e aparelhos	114.3	114.1	122.1	128.7	168.6	168.7	184.7	185.4	203.1	200.5	197.7	192.0
Material de transporte	48.2	48.9	53.0	54.8	76.4	76.4	79.9	82.3	91.0	90.0	88.6	87.8
Construção	246.0	222.0	212.7	221.7	296.0	315.1	319.5	323.9	412.8	403.7	401.2	396.7
Outros	53.1	52.8	56.6	60.1	74.8	75.2	81.6	80.8	93.2	90.8	89.9	88.2
<b>Dados encadeados em volume (ano base 2000)</b>												
Formação bruta de capital fixo	3295.5	3125.4	3172.7	3321.6	3554.2	3667.0	3842.1	3880.5	3857.5	3784.9	3748.4	3687.0
Máquinas e aparelhos	547.4	546.3	584.6	616.2	646.3	646.9	708.3	710.8	689.7	680.7	671.4	652.0
Material de transporte	221.0	224.2	243.3	251.4	292.2	292.0	305.6	314.8	290.6	287.6	283.1	280.5
Construção	2368.8	2137.8	2048.5	2134.9	2279.4	2426.1	2459.7	2493.8	2577.0	2520.1	2504.4	2476.6
Outros	417.0	414.6	444.0	471.6	493.5	495.9	538.1	532.8	510.1	497.2	492.2	482.7
<b>Deflator (2000=1)</b>												
Formação bruta de capital fixo	0.1607	0.1723	0.1758	0.1842	0.1967	0.2072	0.2115	0.2133	0.2269	0.2386	0.2473	0.2568
Máquinas e aparelhos	0.2436	0.2641	0.2639	0.2702	0.2842	0.2964	0.2993	0.2973	0.3255	0.3475	0.3583	0.3649
Material de transporte	0.2433	0.2590	0.2636	0.2780	0.3006	0.3176	0.3207	0.3130	0.3238	0.3320	0.3365	0.3429
Construção	0.1198	0.1273	0.1329	0.1407	0.1501	0.1575	0.1637	0.1686	0.1776	0.1850	0.1942	0.2043
Outros	0.1409	0.1545	0.1511	0.1591	0.1737	0.1877	0.1859	0.1830	0.1939	0.2109	0.2130	0.2212

## CONSUMO PRIVADO (DE RESIDENTES)

	1983				1984				1985			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Consumo privado	2125.0	2238.8	2403.6	2580.1	2688.7	2850.6	3039.8	3106.7	3248.9	3367.6	3454.5	3616.2
Duradouros	259.2	265.4	278.3	287.4	282.6	299.7	329.5	334.5	352.3	362.6	374.8	393.1
Não duradouros	1865.8	1973.4	2125.3	2292.7	2406.0	2550.9	2710.3	2772.3	2896.7	3005.0	3079.8	3223.1
<b>Preços do ano anterior (milhões de euros)</b>												
Consumo privado	1868.3	1860.0	1853.7	1837.8	2306.8	2301.5	2309.7	2307.5	2903.7	2915.8	2925.4	2968.4
Duradouros	225.6	219.8	215.4	207.9	252.8	255.2	265.3	263.2	310.2	308.2	309.9	315.9
Não duradouros	1642.8	1640.2	1638.2	1629.9	2054.0	2046.3	2044.4	2044.4	2593.5	2607.6	2615.4	2652.5
<b>Dados encadeados em volume (ano base 2000)</b>												
Consumo privado	9388.7	9346.7	9315.0	9235.2	9201.3	9180.1	9212.8	9204.3	9143.7	9182.0	9212.1	9347.6
Duradouros	974.5	949.7	930.7	898.0	870.0	878.3	913.3	905.9	887.9	882.2	887.2	904.3
Não duradouros	8458.3	8444.9	8434.9	8392.2	8390.6	8359.0	8351.0	8351.0	8310.4	8355.8	8380.8	8499.6
<b>Deflator (2000=1)</b>												
Consumo privado	0.2263	0.2395	0.2580	0.2794	0.2922	0.3105	0.3299	0.3375	0.3553	0.3668	0.3750	0.3869
Duradouros	0.2660	0.2794	0.2990	0.3201	0.3249	0.3413	0.3608	0.3692	0.3968	0.4110	0.4224	0.4347
Não duradouros	0.2206	0.2337	0.2520	0.2732	0.2868	0.3052	0.3245	0.3320	0.3486	0.3596	0.3675	0.3792

## FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO

	1983				1984				1985			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Formação bruta de capital fixo	1026.6	1092.3	1175.8	1169.5	1098.1	1192.7	1236.5	1328.3	1336.1	1362.6	1416.7	1494.1
Máquinas e aparelhos	252.5	264.4	299.3	287.6	262.3	304.5	314.3	347.4	336.5	331.4	344.3	385.6
Material de transporte	111.3	113.7	119.8	118.3	99.2	97.5	98.9	105.2	106.7	104.7	114.8	123.1
Construção	545.7	588.9	616.3	634.5	633.1	675.4	710.1	744.8	765.8	795.8	819.0	823.9
Outros	117.1	125.2	140.4	129.2	103.5	115.3	113.2	130.8	127.1	130.7	138.6	161.4
<b>Preços do ano anterior (milhões de euros)</b>												
Formação bruta de capital fixo	915.6	923.2	911.4	836.8	974.2	1006.1	987.5	997.3	1199.2	1188.7	1206.4	1224.0
Máquinas e aparelhos	231.1	232.2	234.5	198.1	226.5	251.5	243.8	249.9	305.2	301.4	305.3	323.2
Material de transporte	103.1	100.7	96.1	85.4	87.8	83.7	80.7	80.6	98.2	96.5	103.6	105.6
Construção	476.4	484.7	476.6	470.3	570.8	575.6	574.1	574.2	679.3	672.3	675.7	665.1
Outros	105.2	105.6	104.2	82.9	89.2	95.3	88.8	92.7	116.5	118.5	121.8	130.2
<b>Dados encadeados em volume (ano base 2000)</b>												
Formação bruta de capital fixo	3780.2	3811.5	3762.5	3454.6	3231.7	3337.4	3275.6	3308.3	3248.6	3220.1	3268.0	3315.8
Máquinas e aparelhos	662.5	665.9	672.4	568.1	527.0	585.3	567.5	581.5	561.7	554.7	562.0	594.8
Material de transporte	308.8	301.7	288.0	256.0	218.8	208.6	201.3	200.9	203.3	199.9	214.4	218.7
Construção	2505.5	2549.1	2506.5	2473.4	2400.9	2421.4	2414.8	2415.2	2372.9	2348.3	2360.1	2323.1
Outros	501.8	504.0	497.1	395.7	330.9	353.5	329.4	344.0	341.8	347.7	357.3	381.9
<b>Deflator (2000=1)</b>												
Formação bruta de capital fixo	0.2716	0.2866	0.3125	0.3385	0.3398	0.3574	0.3775	0.4015	0.4113	0.4231	0.4335	0.4506
Máquinas e aparelhos	0.3811	0.3971	0.4452	0.5062	0.4978	0.5202	0.5538	0.5975	0.5990	0.5974	0.6125	0.6483
Material de transporte	0.3604	0.3769	0.4158	0.4620	0.4531	0.4675	0.4913	0.5238	0.5248	0.5237	0.5354	0.5631
Construção	0.2178	0.2310	0.2459	0.2565	0.2637	0.2789	0.2941	0.3084	0.3227	0.3389	0.3470	0.3547
Outros	0.2334	0.2485	0.2824	0.3264	0.3127	0.3262	0.3436	0.3804	0.3719	0.3759	0.3878	0.4226

CONSUMO PRIVADO (DE RESIDENTES)

	1986				1987				1988			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Consumo privado	3816.3	4062.7	4198.0	4400.2	4515.0	4757.8	4882.5	5083.6	5463.7	5748.0	6044.3	6400.7
Duradouros	375.2	426.9	455.3	487.3	542.6	602.3	597.2	630.0	745.8	846.6	890.7	988.1
Não duradouros	3441.1	3635.8	3742.7	3912.9	3972.4	4155.5	4285.3	4453.6	4717.9	4901.4	5153.5	5412.6
<b>Preços do ano anterior (milhões de euros)</b>												
Consumo privado	3520.6	3638.7	3682.9	3783.2	4295.3	4429.8	4447.8	4519.3	5128.8	5237.7	5309.4	5446.7
Duradouros	348.1	380.1	392.8	417.0	500.0	537.2	517.5	545.4	683.0	751.2	762.9	823.6
Não duradouros	3172.6	3258.7	3290.2	3366.2	3795.2	3892.6	3930.3	3974.0	4445.8	4486.6	4546.5	4623.2
<b>Dados encadeados em volume (ano base 2000)</b>												
Consumo privado	9487.7	9806.0	9925.1	10195.3	10274.4	10596.3	10639.2	10810.3	11281.8	11521.5	11679.1	11981.2
Duradouros	836.0	912.9	943.4	1001.6	1058.7	1137.4	1095.7	1154.6	1280.2	1408.0	1430.0	1543.7
Não duradouros	8720.5	8957.1	9043.8	9252.8	9267.3	9505.0	9597.1	9703.7	10035.3	10127.5	10262.7	10435.8
<b>Deflator (2000=1)</b>												
Consumo privado	0.4022	0.4143	0.4230	0.4316	0.4394	0.4490	0.4589	0.4703	0.4843	0.4989	0.5175	0.5342
Duradouros	0.4488	0.4676	0.4826	0.4865	0.5126	0.5295	0.5451	0.5456	0.5826	0.6013	0.6229	0.6401
Não duradouros	0.3946	0.4059	0.4138	0.4229	0.4286	0.4372	0.4465	0.4590	0.4701	0.4840	0.5022	0.5187

FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO

	1986				1987				1988			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Formação bruta de capital fixo	1469.7	1596.1	1666.8	1821.3	1932.7	2101.2	2190.3	2383.3	2526.6	2706.4	2863.8	2972.8
Máquinas e aparelhos	371.8	436.7	456.0	518.2	537.2	598.5	641.8	701.8	751.7	799.9	851.8	857.2
Material de transporte	135.3	153.2	179.9	198.2	230.9	254.8	234.7	274.3	283.6	303.1	313.4	340.8
Construção	807.4	817.9	832.3	874.5	927.5	977.9	1036.2	1094.0	1146.0	1235.7	1299.7	1369.5
Outros	155.2	188.2	198.6	230.4	237.2	270.0	277.7	313.2	345.2	367.7	398.8	405.4
<b>Preços do ano anterior (milhões de euros)</b>												
Formação bruta de capital fixo	1395.4	1439.3	1490.9	1554.6	1838.0	1945.6	2018.5	2111.2	2381.5	2493.5	2525.4	2598.8
Máquinas e aparelhos	355.5	394.3	412.6	445.9	519.0	570.6	619.0	635.5	710.2	737.3	742.3	752.6
Material de transporte	129.7	138.5	160.6	166.0	214.0	229.1	210.3	232.5	267.3	282.3	282.5	309.6
Construção	768.2	749.1	751.7	766.0	877.9	895.6	927.6	967.7	1085.4	1137.8	1159.4	1180.7
Outros	141.9	157.4	166.1	176.7	227.1	250.3	261.5	275.5	318.6	336.1	341.3	355.9
<b>Dados encadeados em volume (ano base 2000)</b>												
Formação bruta de capital fixo	3246.9	3349.1	3469.2	3617.4	3837.2	4062.0	4214.0	4407.6	4570.9	4785.8	4847.1	4987.9
Máquinas e aparelhos	578.2	641.3	671.1	725.2	761.6	837.3	908.4	932.6	985.4	1022.9	1029.9	1044.2
Material de transporte	241.4	257.9	298.8	308.9	355.3	380.4	349.3	386.1	395.3	417.5	417.8	457.9
Construção	2254.5	2198.3	2205.8	2247.9	2346.5	2394.0	2479.4	2586.6	2637.6	2764.9	2817.4	2869.1
Outros	363.5	403.1	425.4	452.7	483.5	533.0	556.7	586.5	626.7	661.1	671.2	700.0
<b>Deflator (2000=1)</b>												
Formação bruta de capital fixo	0.4526	0.4766	0.4804	0.5035	0.5037	0.5173	0.5198	0.5407	0.5528	0.5655	0.5908	0.5960
Máquinas e aparelhos	0.6430	0.6810	0.6794	0.7145	0.7053	0.7149	0.7065	0.7525	0.7629	0.7820	0.8271	0.8209
Material de transporte	0.5605	0.5943	0.6019	0.6416	0.6497	0.6699	0.6719	0.7105	0.7176	0.7261	0.7502	0.7443
Construção	0.3581	0.3721	0.3773	0.3890	0.3953	0.4085	0.4179	0.4230	0.4345	0.4469	0.4613	0.4773
Outros	0.4270	0.4669	0.4669	0.5089	0.4906	0.5065	0.4988	0.5340	0.5509	0.5562	0.5942	0.5791



## CONSUMO PRIVADO (DE RESIDENTES)

	1989				1990				1991			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Consumo privado	6512.1	6694.7	6974.9	7178.5	7571.5	7973.4	8383.5	8780.8	9242.4	9699.7	10106.2	10405.7
Duradouros	979.5	901.0	931.6	955.7	1018.3	1072.3	1141.2	1173.1	1241.5	1303.3	1384.3	1390.8
Não duradouros	5532.6	5793.6	6043.3	6222.7	6553.2	6901.0	7242.3	7607.8	8000.9	8396.4	8721.9	9014.8
<b>Preços do ano anterior (milhões de euros)</b>												
Consumo privado	6047.2	6093.0	6190.3	6279.1	7156.1	7327.8	7510.8	7655.1	8661.5	8889.8	9085.3	9187.6
Duradouros	937.3	860.3	872.4	878.9	989.9	1018.0	1066.3	1077.3	1189.5	1234.7	1302.6	1294.3
Não duradouros	5109.9	5232.7	5317.9	5400.2	6166.2	6309.8	6444.6	6577.8	7472.0	7655.1	7782.7	7893.3
<b>Dados encadeados em volume (ano base 2000)</b>												
Consumo privado	11877.1	11967.1	12158.3	12332.6	12642.2	12945.4	13268.9	13523.7	13870.4	14236.1	14549.2	14713.0
Duradouros	1528.8	1403.2	1423.1	1433.5	1520.8	1563.9	1638.1	1655.0	1722.3	1787.7	1886.0	1874.0
Não duradouros	10343.9	10592.5	10764.9	10931.6	11142.7	11402.2	11645.9	11886.6	12163.9	12462.1	12669.8	12849.8
<b>Deflator (2000=1)</b>												
Consumo privado	0.5483	0.5594	0.5737	0.5821	0.5989	0.6159	0.6318	0.6493	0.6663	0.6813	0.6946	0.7072
Duradouros	0.6407	0.6421	0.6546	0.6667	0.6696	0.6857	0.6967	0.7088	0.7209	0.7291	0.7340	0.7422
Não duradouros	0.5349	0.5470	0.5614	0.5692	0.5881	0.6052	0.6219	0.6400	0.6578	0.6738	0.6884	0.7016

## FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO

	1989				1990				1991			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Formação bruta de capital fixo	3021.9	3101.9	3216.1	3347.7	3450.6	3584.3	3701.3	3808.8	3850.6	3938.4	4120.2	4247.0
Máquinas e aparelhos	845.4	886.6	918.3	972.8	1024.8	1039.6	1109.3	1129.5	1165.2	1162.1	1173.1	1177.9
Material de transporte	319.9	306.8	331.7	362.2	348.2	370.6	349.2	382.2	351.9	384.4	397.1	404.8
Construção	1457.7	1500.6	1537.0	1557.3	1610.9	1697.4	1746.2	1771.0	1810.9	1854.4	1992.6	2108.0
Outros	398.9	407.7	429.0	455.3	466.6	476.7	496.6	526.1	522.6	537.5	557.4	556.3
<b>Preços do ano anterior (milhões de euros)</b>												
Formação bruta de capital fixo	2813.7	2842.3	2836.5	2908.5	3260.0	3345.8	3384.2	3463.6	3682.2	3717.5	3809.4	3887.0
Máquinas e aparelhos	793.6	827.2	842.8	900.9	1012.5	1040.1	1098.6	1145.1	1127.7	1132.4	1140.0	1143.7
Material de transporte	300.5	294.5	291.9	311.4	339.5	358.7	333.3	361.9	364.7	392.8	390.9	398.0
Construção	1347.3	1339.5	1322.3	1296.2	1468.2	1497.7	1492.9	1460.2	1669.2	1649.9	1729.1	1794.1
Outros	372.3	381.1	379.5	400.0	439.8	449.3	459.4	496.5	520.7	542.3	549.4	551.3
<b>Dados encadeados em volume (ano base 2000)</b>												
Formação bruta de capital fixo	4878.1	4927.8	4917.6	5042.5	5078.8	5212.5	5272.3	5396.0	5306.1	5357.0	5489.4	5601.2
Máquinas e aparelhos	993.6	1035.7	1055.2	1127.9	1177.1	1209.2	1277.2	1331.2	1308.9	1314.4	1323.2	1327.4
Material de transporte	408.9	400.7	397.1	423.6	419.2	442.8	411.5	446.8	432.6	465.9	463.7	472.1
Construção	2957.9	2940.8	2903.0	2845.7	2825.4	2882.1	2872.9	2809.9	2785.5	2753.4	2885.5	2994.0
Outros	652.5	667.9	665.2	701.1	698.8	713.9	729.9	788.9	776.3	808.6	819.2	821.9
<b>Deflator (2000=1)</b>												
Formação bruta de capital fixo	0.6195	0.6295	0.6540	0.6639	0.6794	0.6876	0.7020	0.7059	0.7257	0.7352	0.7506	0.7582
Máquinas e aparelhos	0.8509	0.8561	0.8703	0.8625	0.8707	0.8597	0.8686	0.8485	0.8902	0.8841	0.8866	0.8874
Material de transporte	0.7823	0.7657	0.8354	0.8549	0.8308	0.8369	0.8486	0.8554	0.8135	0.8249	0.8565	0.8575
Construção	0.4928	0.5103	0.5295	0.5472	0.5701	0.5890	0.6078	0.6303	0.6501	0.6735	0.6906	0.7041
Outros	0.6113	0.6104	0.6450	0.6495	0.6678	0.6677	0.6804	0.6670	0.6732	0.6647	0.6804	0.6768

CONSUMO PRIVADO (DE RESIDENTES)

	1992				1993				1994			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Consumo privado	10685.5	11139.9	11343.7	11601.6	11782.6	11888.8	12187.3	12437.5	12583.1	12890.0	13074.0	13353.3
Duradouros	1488.8	1585.1	1536.2	1639.3	1557.0	1513.8	1535.7	1523.6	1571.8	1616.9	1582.8	1692.3
Não duradouros	9196.7	9554.8	9807.5	9962.3	10225.5	10375.0	10651.7	10913.9	11011.2	11273.1	11491.2	11661.0
<b>Preços do ano anterior (milhões de euros)</b>												
Consumo privado	10224.5	10391.5	10445.7	10586.4	11429.5	11400.6	11479.5	11488.6	12037.4	12163.3	12178.5	12274.7
Duradouros	1461.6	1528.5	1460.7	1533.1	1495.6	1430.7	1422.8	1389.6	1501.5	1529.7	1478.1	1555.0
Não duradouros	8762.9	8863.0	8984.9	9053.3	9933.9	9969.9	10056.7	10099.0	10535.9	10633.6	10700.4	10719.7
<b>Dados encadeados em volume (ano base 2000)</b>												
Consumo privado	14867.0	15109.9	15188.7	15393.4	15460.2	15421.0	15527.8	15540.1	15440.3	15601.7	15621.2	15744.7
Duradouros	1997.4	2088.8	1996.1	2095.1	1957.0	1872.1	1861.7	1818.3	1839.3	1873.8	1810.6	1904.8
Não duradouros	12873.3	13020.4	13199.6	13300.0	13511.3	13560.2	13678.3	13735.8	13614.1	13740.3	13826.7	13851.6
<b>Deflator (2000=1)</b>												
Consumo privado	0.7187	0.7373	0.7468	0.7537	0.7621	0.7709	0.7849	0.8003	0.8150	0.8262	0.8369	0.8481
Duradouros	0.7454	0.7589	0.7696	0.7825	0.7956	0.8086	0.8249	0.8379	0.8546	0.8629	0.8742	0.8884
Não duradouros	0.7144	0.7338	0.7430	0.7490	0.7568	0.7651	0.7787	0.7946	0.8088	0.8204	0.8311	0.8419

FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO

	1992				1993				1994			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Formação bruta de capital fixo	4499.0	4570.7	4618.2	4534.0	4328.2	4407.1	4176.9	4202.6	4291.1	4398.2	4378.0	4832.0
Máquinas e aparelhos	1164.5	1158.6	1174.0	1151.7	1097.7	1180.4	1103.8	1110.4	1093.2	1048.2	1007.1	1061.0
Material de transporte	449.6	457.0	447.6	413.7	389.1	395.9	354.0	366.2	386.4	435.1	389.9	577.5
Construção	2289.4	2369.9	2396.5	2407.3	2323.5	2273.7	2202.9	2182.6	2234.2	2319.6	2411.1	2536.6
Outros	595.6	585.2	600.1	561.3	517.9	557.1	516.2	543.5	577.3	595.3	569.9	656.8
<b>Preços do ano anterior (milhões de euros)</b>												
Formação bruta de capital fixo	4379.8	4430.7	4427.3	4294.0	4262.4	4264.4	4006.3	3939.0	4168.5	4259.8	4243.9	4619.4
Máquinas e aparelhos	1185.4	1206.2	1235.6	1208.8	1131.7	1180.7	1112.2	1079.8	1043.3	1002.9	982.7	1012.4
Material de transporte	440.1	437.7	424.2	387.9	391.9	401.9	353.5	348.1	390.4	436.2	389.2	566.8
Construção	2178.5	2212.8	2194.1	2165.0	2223.7	2141.7	2039.6	2004.6	2168.8	2232.9	2298.8	2384.0
Outros	575.9	574.0	573.5	532.3	515.1	540.2	501.1	506.5	566.0	587.8	573.3	656.2
<b>Dados encadeados em volume (ano base 2000)</b>												
Formação bruta de capital fixo	5897.2	5965.7	5961.1	5781.6	5521.8	5524.4	5190.0	5102.8	5197.3	5311.1	5291.3	5759.5
Máquinas e aparelhos	1336.3	1359.7	1392.9	1362.7	1327.1	1384.5	1304.3	1266.2	1226.8	1179.2	1155.5	1190.4
Material de transporte	524.8	522.0	505.8	462.5	446.7	458.2	402.9	396.8	442.1	493.9	440.7	641.8
Construção	3203.0	3253.4	3225.9	3183.2	3023.3	2911.7	2772.9	2725.3	2760.5	2842.1	2925.9	3034.4
Outros	854.6	851.8	851.0	790.0	736.2	772.0	716.1	723.9	781.7	811.8	791.8	906.3
<b>Deflator (2000=1)</b>												
Formação bruta de capital fixo	0.7629	0.7662	0.7747	0.7842	0.7839	0.7978	0.8048	0.8236	0.8256	0.8281	0.8274	0.8390
Máquinas e aparelhos	0.8714	0.8521	0.8429	0.8452	0.8272	0.8525	0.8463	0.8769	0.8911	0.8889	0.8716	0.8913
Material de transporte	0.8567	0.8755	0.8848	0.8943	0.8711	0.8642	0.8787	0.9229	0.8741	0.8808	0.8847	0.8999
Construção	0.7148	0.7284	0.7429	0.7563	0.7685	0.7809	0.7944	0.8008	0.8094	0.8162	0.8240	0.8359
Outros	0.6969	0.6870	0.7051	0.7105	0.7035	0.7216	0.7208	0.7507	0.7385	0.7332	0.7198	0.7248

## CONSUMO PRIVADO (DE RESIDENTES)

	1995				1996				1997			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Consumo privado	13610.8	13930.4	13885.7	14052.3	14415.5	14584.7	14913.9	15079.1	15394.0	15473.8	15885.8	16103.0
Duradouros	1618.9	1744.0	1706.2	1632.2	1777.9	1772.4	1871.5	1879.1	1947.7	1942.8	2047.0	2053.3
Não duradouros	11991.9	12186.5	12179.5	12420.1	12637.6	12812.4	13042.4	13200.0	13446.4	13531.0	13838.8	14049.6
<b>Preços do ano anterior (milhões de euros)</b>												
Consumo privado	13122.2	13303.9	13186.6	13245.0	14158.8	14214.0	14447.9	14505.1	15075.3	15120.7	15403.4	15504.9
Duradouros	1569.6	1664.4	1616.3	1534.0	1752.3	1738.1	1829.3	1823.1	1915.5	1905.8	2005.1	2003.5
Não duradouros	11552.7	11639.5	11570.3	11711.1	12406.5	12475.9	12618.6	12681.9	13159.8	13214.9	13398.3	13501.4
<b>Dados encadeados em volume (ano base 2000)</b>												
Consumo privado	15778.9	15997.3	15856.3	15926.5	16220.8	16284.1	16552.0	16617.5	16782.6	16833.1	17147.9	17260.8
Duradouros	1803.8	1912.8	1857.6	1762.9	1918.6	1903.0	2002.9	1996.1	2051.8	2041.4	2147.8	2146.1
Não duradouros	13992.6	14097.8	14013.9	14184.4	14316.8	14396.9	14561.6	14634.7	14742.7	14804.4	15009.8	15125.4
<b>Deflator (2000=1)</b>												
Consumo privado	0.8626	0.8708	0.8757	0.8823	0.8887	0.8956	0.9010	0.9074	0.9173	0.9192	0.9264	0.9329
Duradouros	0.8975	0.9118	0.9185	0.9259	0.9267	0.9314	0.9344	0.9414	0.9492	0.9517	0.9530	0.9568
Não duradouros	0.8570	0.8644	0.8691	0.8756	0.8827	0.8899	0.8957	0.9020	0.9121	0.9140	0.9220	0.9289

## FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO

	1995				1996				1997			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Formação bruta de capital fixo	4694.6	4807.9	4777.4	4878.8	4885.3	5028.5	5346.2	5581.0	5908.3	6070.8	6314.2	6398.6
Máquinas e aparelhos	1103.8	1120.3	1116.4	1201.2	1202.6	1196.3	1238.2	1297.2	1367.2	1393.8	1449.5	1506.5
Material de transporte	382.8	450.7	431.9	457.8	462.8	485.0	539.7	541.1	600.2	646.1	688.0	724.9
Construção	2615.5	2643.6	2621.9	2605.7	2586.2	2704.5	2902.9	3057.8	3235.5	3301.6	3412.6	3372.7
Outros	592.5	593.3	607.1	614.1	633.7	642.7	665.3	684.9	705.3	729.3	764.1	794.5
<b>Preços do ano anterior (milhões de euros)</b>												
Formação bruta de capital fixo	4596.6	4687.0	4621.5	4646.1	4763.8	4921.0	5183.0	5370.2	5748.9	5904.1	6037.0	6126.8
Máquinas e aparelhos	1100.4	1112.3	1115.2	1168.1	1156.8	1146.4	1174.6	1223.3	1337.1	1368.7	1392.0	1471.7
Material de transporte	368.3	448.3	417.4	431.9	451.9	507.2	552.2	539.0	570.2	642.6	665.2	708.0
Construção	2538.9	2544.1	2511.6	2461.7	2528.7	2636.8	2819.3	2951.5	3158.5	3192.6	3265.2	3207.0
Outros	589.1	582.3	577.3	584.5	626.3	630.7	636.9	656.5	683.1	700.2	714.6	740.2
<b>Dados encadeados em volume (ano base 2000)</b>												
Formação bruta de capital fixo	5536.5	5645.4	5566.5	5596.1	5555.9	5739.3	6044.9	6263.3	6510.9	6686.7	6837.2	6938.9
Máquinas e aparelhos	1242.1	1255.6	1258.9	1318.6	1292.7	1281.1	1312.6	1367.0	1423.6	1457.2	1482.0	1566.9
Material de transporte	415.6	505.8	471.0	487.3	493.0	553.2	602.3	587.9	628.6	708.5	733.4	780.5
Construção	3089.7	3096.1	3056.5	2995.7	2951.0	3077.1	3290.1	3444.4	3582.8	3621.4	3703.7	3637.7
Outros	808.1	798.9	791.9	801.8	832.8	838.6	846.9	873.0	881.9	904.1	922.6	955.6
<b>Deflator (2000=1)</b>												
Formação bruta de capital fixo	0.8479	0.8516	0.8582	0.8718	0.8793	0.8762	0.8844	0.8911	0.9074	0.9079	0.9235	0.9221
Máquinas e aparelhos	0.8887	0.8922	0.8868	0.9109	0.9303	0.9339	0.9433	0.9490	0.9604	0.9565	0.9781	0.9615
Material de transporte	0.9211	0.8909	0.9170	0.9396	0.9387	0.8768	0.8960	0.9203	0.9548	0.9119	0.9382	0.9287
Construção	0.8465	0.8539	0.8578	0.8698	0.8764	0.8789	0.8823	0.8878	0.9031	0.9117	0.9214	0.9271
Outros	0.7332	0.7427	0.7666	0.7659	0.7610	0.7664	0.7856	0.7846	0.7998	0.8067	0.8282	0.8314

CONSUMO PRIVADO (DE RESIDENTES)

	1998				1999				2000			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Consumo privado	16422.3	16732.0	17060.6	17487.7	17835.8	18054.2	18339.9	18590.2	19163.0	19303.8	19725.8	19907.6
Duradouros	2196.4	2270.7	2401.9	2507.4	2645.1	2697.9	2671.8	2618.1	2871.8	2753.1	2791.1	2818.8
Não duradouros	14226.0	14461.3	14658.7	14980.3	15190.7	15356.2	15668.1	15972.2	16291.2	16550.7	16934.7	17088.8
<b>Preços do ano anterior (milhões de euros)</b>												
Consumo privado	16181.6	16414.1	16625.3	16940.1	17617.1	17712.5	17871.7	18013.3	18804.4	18759.4	18956.0	18993.4
Duradouros	2182.9	2239.1	2361.4	2462.8	2628.6	2658.8	2632.0	2569.5	2836.4	2709.7	2725.7	2731.7
Não duradouros	13998.6	14175.0	14263.9	14477.3	14988.4	15053.7	15239.8	15443.8	15968.0	16049.7	16230.3	16261.7
<b>Dados encadeados em volume (ano base 2000)</b>												
Consumo privado	17512.0	17763.6	17992.2	18332.9	18631.4	18732.3	18900.7	19050.4	19446.2	19402.3	19606.0	19645.7
Duradouros	2291.2	2350.1	2478.6	2585.0	2720.7	2752.0	2724.2	2659.5	2895.4	2767.1	2783.1	2789.2
Não duradouros	15227.5	15419.4	15516.0	15748.2	15909.7	15978.9	16176.4	16393.0	16550.8	16635.3	16822.9	16856.5
<b>Deflator (2000=1)</b>												
Consumo privado	0.9378	0.9419	0.9482	0.9539	0.9573	0.9638	0.9703	0.9758	0.9854	0.9949	1.0061	1.0133
Duradouros	0.9586	0.9662	0.9691	0.9700	0.9722	0.9804	0.9808	0.9844	0.9918	0.9950	1.0029	1.0106
Não duradouros	0.9342	0.9379	0.9447	0.9512	0.9548	0.9610	0.9686	0.9743	0.9843	0.9949	1.0066	1.0138

FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO

	1998				1999				2000			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Formação bruta de capital fixo	6868.1	6972.0	7070.8	7333.3	7401.6	7499.9	7775.4	7939.9	8339.3	8103.6	8330.6	8329.8
Máquinas e aparelhos	1602.1	1710.3	1705.3	1745.2	1743.9	1770.4	1855.0	1918.9	1952.9	1946.5	2012.6	2053.4
Material de transporte	746.8	769.8	789.9	871.2	837.3	835.0	909.1	914.7	961.2	893.9	909.0	940.0
Construção	3669.8	3604.5	3652.7	3763.6	3794.0	3821.7	3916.9	3992.7	4268.6	4143.5	4276.1	4224.7
Outros	849.3	887.5	922.8	953.3	1026.5	1072.7	1094.5	1113.6	1156.6	1119.7	1132.9	1111.7
<b>Preços do ano anterior (milhões de euros)</b>												
Formação bruta de capital fixo	6773.8	6822.7	6891.6	7097.0	7379.0	7399.9	7572.0	7632.5	8105.6	7814.8	7961.5	7800.5
Máquinas e aparelhos	1610.4	1681.9	1681.6	1726.3	1792.4	1809.9	1877.2	1934.3	1902.6	1884.0	1933.1	1900.8
Material de transporte	745.5	782.0	801.4	852.9	811.4	803.1	861.0	873.7	939.9	871.5	886.3	903.8
Construção	3605.4	3527.1	3563.3	3649.9	3792.9	3781.3	3830.0	3828.6	4150.4	3980.7	4066.9	3969.6
Outros	812.5	831.7	845.3	867.9	982.3	1005.5	1003.7	995.9	1112.7	1078.6	1075.2	1026.3
<b>Volume (ano base 2000)</b>												
Formação bruta de capital fixo	7399.8	7453.2	7528.5	7752.9	7872.8	7895.1	8078.7	8143.3	8471.2	8167.4	8317.1	8147.6
Máquinas e aparelhos	1670.3	1744.5	1744.1	1790.5	1841.8	1859.8	1928.9	1987.6	1988.7	1969.2	2020.7	1986.9
Material de transporte	799.3	838.4	859.2	914.5	871.0	862.2	924.3	938.0	966.6	896.3	911.5	929.6
Construção	3936.5	3850.9	3890.5	3985.0	4043.9	4031.6	4083.5	4082.0	4344.0	4165.9	4252.7	4150.4
Outros	994.6	1018.1	1034.9	1062.4	1117.4	1143.9	1141.9	1132.9	1171.8	1135.9	1132.3	1080.8
<b>Deflator (2000=1)</b>												
Formação bruta de capital fixo	0.9281	0.9354	0.9392	0.9459	0.9402	0.9499	0.9624	0.9750	0.9844	0.9922	1.0016	1.0224
Máquinas e aparelhos	0.9592	0.9804	0.9778	0.9747	0.9469	0.9519	0.9617	0.9655	0.9820	0.9885	0.9960	1.0335
Material de transporte	0.9344	0.9181	0.9194	0.9527	0.9612	0.9685	0.9835	0.9752	0.9943	0.9973	0.9972	1.0112
Construção	0.9323	0.9360	0.9389	0.9444	0.9382	0.9480	0.9592	0.9781	0.9827	0.9946	1.0055	1.0179
Outros	0.8539	0.8717	0.8917	0.8973	0.9186	0.9378	0.9585	0.9829	0.9870	0.9857	1.0005	1.0286

## CONSUMO PRIVADO (DE RESIDENTES)

	2001				2002				2003			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Consumo privado	20163.9	20441.4	20518.4	20673.2	21080.3	21256.7	21539.6	21508.5	21689.2	21781.9	22068.1	22282.5
Duradouros	2692.1	2737.7	2672.3	2607.3	2659.6	2703.4	2602.8	2469.6	2375.1	2382.4	2440.4	2464.5
Não duradouros	17471.8	17703.7	17846.0	18065.9	18420.7	18553.2	18936.8	19039.0	19314.2	19399.5	19627.7	19818.0
<b>Preços do ano anterior (milhões de euros)</b>												
Consumo privado	19675.7	19816.0	19800.7	19841.4	20730.4	20741.6	20816.7	20596.4	21186.3	21205.0	21373.8	21439.2
Duradouros	2640.4	2671.9	2595.0	2532.4	2628.6	2666.3	2543.3	2400.7	2341.8	2349.8	2404.1	2423.9
Não duradouros	17035.3	17144.1	17205.7	17309.0	18101.8	18075.3	18273.4	18195.7	18844.5	18855.2	18969.6	19015.3
<b>Dados encadeados em volume (ano base 2000)</b>												
Consumo privado	19675.7	19816.0	19800.7	19841.4	20055.5	20066.3	20139.0	19925.8	19896.4	19914.0	20072.5	20134.0
Duradouros	2640.4	2671.9	2595.0	2532.4	2562.4	2599.1	2479.2	2340.2	2239.8	2247.5	2299.4	2318.3
Não duradouros	17035.3	17144.1	17205.7	17309.0	17492.4	17466.8	17658.2	17583.2	17650.4	17660.4	17767.6	17810.4
<b>Deflator (2000=1)</b>												
Consumo privado	1.0248	1.0316	1.0362	1.0419	1.0511	1.0593	1.0695	1.0794	1.0901	1.0938	1.0994	1.1067
Duradouros	1.0196	1.0246	1.0298	1.0296	1.0379	1.0401	1.0499	1.0553	1.0604	1.0601	1.0613	1.0631
Não duradouros	1.0256	1.0326	1.0372	1.0437	1.0531	1.0622	1.0724	1.0828	1.0943	1.0985	1.1047	1.1127

## FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO

	2001				2002				2003			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Formação bruta de capital fixo	8182.1	8524.4	8686.1	8825.7	8601.8	8667.9	8401.5	8170.1	8018.2	7900.3	7940.8	7875.0
Máquinas e aparelhos	2092.4	2066.2	2022.4	2026.6	1944.1	1937.7	1882.3	1887.3	1807.3	1748.5	1805.7	1827.2
Material de transporte	814.6	870.0	838.2	815.9	753.2	733.2	728.6	673.4	637.6	668.9	663.6	655.9
Construção	4189.1	4466.4	4649.4	4750.8	4638.2	4691.6	4488.3	4316.0	4287.0	4222.5	4209.6	4121.2
Outros	1086.1	1121.8	1176.0	1232.4	1266.3	1305.4	1302.2	1293.5	1286.4	1260.4	1261.9	1270.7
<b>Preços do ano anterior (milhões de euros)</b>												
Formação bruta de capital fixo	8027.5	8367.4	8473.0	8561.6	8508.8	8502.2	8150.0	7864.9	7894.4	7822.6	7872.5	7748.8
Máquinas e aparelhos	2069.4	2079.1	2072.6	2108.5	1968.8	1960.7	1905.9	1897.8	1844.1	1815.9	1882.7	1903.1
Material de transporte	789.2	846.3	805.3	773.3	764.6	734.3	690.2	660.0	634.1	662.0	659.0	651.7
Construção	4122.2	4361.0	4472.2	4525.1	4538.1	4529.6	4295.5	4085.6	4167.7	4121.7	4116.5	3995.0
Outros	1046.7	1081.0	1122.9	1154.7	1237.4	1277.6	1258.4	1221.4	1248.5	1223.1	1214.3	1198.9
<b>Dados encadeados em volume (ano base 2000)</b>												
Formação bruta de capital fixo	8027.5	8367.4	8473.0	8561.6	8312.7	8306.2	7962.1	7683.6	7526.6	7458.2	7505.7	7387.8
Máquinas e aparelhos	2069.4	2079.1	2072.6	2108.5	1998.1	1989.9	1934.3	1926.1	1891.5	1862.6	1931.2	1952.1
Material de transporte	789.2	846.3	805.3	773.3	736.0	706.9	664.5	635.4	602.1	628.6	625.7	618.8
Construção	4122.2	4361.0	4472.2	4525.1	4393.5	4385.3	4158.7	3955.5	3882.5	3839.6	3834.7	3721.6
Outros	1046.7	1081.0	1122.9	1154.7	1180.8	1219.2	1200.8	1165.5	1151.6	1128.1	1120.0	1105.9
<b>Deflator (2000=1)</b>												
Formação bruta de capital fixo	1.0193	1.0188	1.0251	1.0308	1.0348	1.0435	1.0552	1.0633	1.0653	1.0593	1.0580	1.0660
Máquinas e aparelhos	1.0111	0.9938	0.9758	0.9611	0.9730	0.9738	0.9731	0.9799	0.9555	0.9387	0.9350	0.9360
Material de transporte	1.0322	1.0281	1.0409	1.0551	1.0234	1.0372	1.0966	1.0598	1.0589	1.0641	1.0605	1.0599
Construção	1.0162	1.0242	1.0396	1.0499	1.0557	1.0698	1.0793	1.0911	1.1042	1.0997	1.0977	1.1074
Outros	1.0377	1.0378	1.0473	1.0673	1.0724	1.0707	1.0845	1.1098	1.1170	1.1173	1.1267	1.1491

CONSUMO PRIVADO (DE RESIDENTES)

	2004				2005				2006			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Consumo privado	22661.7	22963.1	23291.4	23498.6	23780.6	24146.2	24217.3	24498.6	24853.4	25146.7	25359.4	25488.1
Duradouros	2431.4	2551.4	2575.6	2636.9	2648.3	2842.9	2613.6	2724.5	2727.6	2784.0	2708.3	2740.7
Não duradouros	20230.3	20411.8	20715.8	20861.6	21132.3	21303.3	21603.7	21774.1	22125.9	22362.6	22651.1	22747.4
<b>Preços do ano anterior (milhões de euros)</b>												
Consumo privado	22316.2	22458.4	22646.3	22742.8	23495.8	23712.1	23511.8	23621.0	24338.9	24417.9	24478.1	24498.9
Duradouros	2420.9	2530.0	2545.0	2590.8	2622.9	2809.5	2564.2	2651.0	2684.5	2723.9	2643.1	2671.7
Não duradouros	19895.4	19928.4	20101.3	20151.9	20873.0	20902.6	20947.6	20970.0	21654.3	21694.0	21835.0	21827.1
<b>Dados encadeados em volume (ano base 2000)</b>												
Consumo privado	20333.0	20462.5	20633.6	20721.6	20886.2	21078.4	20900.4	20997.5	21120.3	21188.9	21241.1	21259.1
Duradouros	2281.2	2384.1	2398.2	2441.4	2445.3	2619.3	2390.6	2471.5	2460.8	2496.8	2422.8	2449.0
Não duradouros	18044.7	18074.6	18231.4	18277.4	18438.0	18464.1	18503.9	18523.7	18655.6	18689.8	18811.2	18804.4
<b>Deflator (2000=1)</b>												
Consumo privado	1.1145	1.1222	1.1288	1.1340	1.1386	1.1455	1.1587	1.1667	1.1768	1.1868	1.1939	1.1989
Duradouros	1.0658	1.0702	1.0740	1.0801	1.0830	1.0854	1.0933	1.1024	1.1084	1.1150	1.1178	1.1191
Não duradouros	1.1211	1.1293	1.1363	1.1414	1.1461	1.1538	1.1675	1.1755	1.1860	1.1965	1.2041	1.2097

FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO

	2004				2005				2006			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Formação bruta de capital fixo	8042.9	8221.8	8258.2	8233.5	8177.3	8275.3	8248.5	8263.4	8346.2	8422.8	8177.3	8219.0
Máquinas e aparelhos	1858.1	1869.0	1903.5	1940.4	1918.9	1915.6	1941.8	1955.6	1897.4	1891.9	1898.7	2018.2
Material de transporte	653.0	637.3	618.1	692.4	595.5	578.0	646.6	648.9	678.1	886.4	743.9	664.4
Construção	4229.6	4385.2	4385.9	4244.4	4301.3	4409.1	4285.1	4253.5	4335.4	4218.6	4097.4	4069.2
Outros	1302.1	1330.3	1350.8	1356.3	1361.6	1372.6	1375.0	1405.4	1435.3	1425.9	1437.4	1467.2
<b>Preços do ano anterior (milhões de euros)</b>												
Formação bruta de capital fixo	7972.0	8035.7	7979.5	7832.9	8011.8	8070.2	7866.2	7797.1	8217.9	8233.8	7972.3	7879.4
Máquinas e aparelhos	1860.9	1856.3	1882.8	1894.5	1912.0	1930.8	1897.5	1919.8	1898.6	1899.9	1944.1	1978.5
Material de transporte	643.2	636.3	597.5	674.2	595.0	593.4	627.7	633.8	689.4	883.6	728.3	645.3
Construção	4187.9	4232.8	4190.7	3991.9	4209.5	4252.3	4070.8	3976.8	4241.3	4068.7	3921.2	3878.8
Outros	1280.0	1310.2	1308.4	1272.2	1295.4	1293.6	1270.3	1266.6	1388.7	1381.5	1378.6	1376.9
<b>Dados encadeados em volume (ano base 2000)</b>												
Formação bruta de capital fixo	7505.7	7565.6	7512.7	7374.7	7327.5	7380.9	7194.4	7131.2	7238.0	7252.0	7021.7	6939.9
Máquinas e aparelhos	1977.1	1972.2	2000.4	2012.8	2010.8	2030.6	1995.6	2019.0	1978.2	1979.5	2025.6	2061.5
Material de transporte	606.3	599.8	563.2	635.5	550.1	548.7	580.4	586.1	632.5	810.7	668.3	592.1
Construção	3799.5	3840.3	3802.0	3621.7	3677.0	3714.4	3555.8	3473.7	3545.9	3401.6	3278.3	3242.8
Outros	1135.4	1162.2	1160.6	1128.5	1112.8	1111.2	1091.2	1088.1	1108.8	1103.1	1100.8	1099.4
<b>Deflator (2000=1)</b>												
Formação bruta de capital fixo	1.0716	1.0867	1.0992	1.1165	1.1160	1.1212	1.1465	1.1588	1.1531	1.1614	1.1646	1.1843
Máquinas e aparelhos	0.9398	0.9477	0.9515	0.9641	0.9543	0.9433	0.9731	0.9686	0.9592	0.9558	0.9373	0.9790
Material de transporte	1.0771	1.0625	1.0974	1.0895	1.0825	1.0534	1.1140	1.1071	1.0720	1.0933	1.1132	1.1222
Construção	1.1132	1.1419	1.1536	1.1719	1.1698	1.1870	1.2051	1.2245	1.2227	1.2402	1.2499	1.2548
Outros	1.1468	1.1446	1.1638	1.2019	1.2236	1.2352	1.2601	1.2917	1.2945	1.2926	1.3057	1.3346

## RENDIMENTO DISPONÍVEL DOS PARTICULARES

	1977				1978				1979			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Remunerações do trabalho	599.1	604.2	622.1	638.9	678.5	702.9	736.2	762.9	787.8	823.0	869.4	920.5
Transferências internas	94.1	95.5	98.3	102.5	108.1	113.2	117.7	121.7	125.3	132.2	142.7	156.6
Transferências externas	49.4	53.8	52.9	53.1	61.3	79.9	88.7	111.4	130.7	134.7	156.4	150.1
Rendimentos de empresa e propriedade	155.4	162.3	176.4	198.9	212.2	235.1	255.5	273.0	286.6	304.9	325.5	349.0
Impostos directos	29.6	30.2	31.3	33.1	35.4	38.1	41.3	44.9	49.0	52.6	55.7	58.2
Contribuições para a Segurança Social	94.0	95.7	99.0	104.1	110.8	116.7	122.0	126.5	130.2	137.1	147.0	160.0
Rendimento disponível	774.4	789.9	819.3	856.3	914.0	976.2	1034.9	1097.6	1151.1	1205.2	1291.3	1358.0

## MERCADO DE TRABALHO

	1977				1978				1979			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Milhares de indivíduos</b>												
População activa	4073.5	4068.8	4102.6	4104.3	4176.8	4183.9	4241.9	4255.5	4283.2	4302.3	4336.0	4359.3
Emprego total	3877.1	3869.9	3897.0	3885.7	3959.2	3955.7	4009.0	4020.6	4047.1	4066.3	4099.7	4122.2
Desemprego	196.3	198.9	205.6	218.6	217.6	228.2	232.9	234.9	236.1	236.0	236.3	237.1
Emprego equivalente a tempo completo	3766.0	3758.9	3785.2	3773.6	3843.7	3842.6	3889.3	3909.9	3926.8	3951.7	3985.0	3999.5
Trabalhadores por conta de outrem	3106.3	3102.8	3135.4	3131.7	3209.4	3212.7	3257.3	3271.7	3279.0	3297.8	3329.7	3348.0
Outras formas de emprego	659.7	656.1	649.9	641.9	634.3	630.0	632.0	638.2	647.8	654.0	655.3	651.4
<b>Milhares de euros</b>												
Remuneração por trabalhador	0.193	0.195	0.198	0.204	0.211	0.219	0.226	0.233	0.240	0.250	0.261	0.275
<b>Em percentagem</b>												
Taxa de desemprego	4.8	4.9	5.0	5.3	5.2	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.4

**RENDIMENTO DISPONÍVEL DOS PARTICULARES**

	1980				1981				1982			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Remunerações do trabalho	988.4	1047.8	1111.0	1175.0	1227.7	1296.2	1361.1	1433.8	1519.5	1605.0	1688.8	1784.8
Transferências internas	174.0	190.9	207.3	223.1	238.4	254.1	270.1	286.4	303.1	321.8	342.6	365.4
Transferências externas	170.6	171.1	182.3	182.9	193.9	218.6	210.4	215.4	222.8	245.5	258.0	275.5
Rendimentos de empresa e propriedade	372.4	402.0	434.8	470.4	511.1	550.5	593.0	638.9	682.4	726.7	774.4	817.0
Impostos directos	60.3	63.9	69.1	75.8	84.2	92.2	99.9	107.3	114.3	121.9	130.1	138.9
Contribuições para a Segurança Social	176.0	190.5	203.3	214.5	224.1	237.0	253.4	273.2	296.4	319.8	343.3	367.0
Rendimento disponível	1469.1	1557.5	1663.1	1761.2	1863.0	1990.1	2081.3	2194.1	2317.1	2457.3	2590.3	2736.8

**MERCADO DE TRABALHO**

	1980				1981				1982			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Milhares de indivíduos</b>												
População activa	4382.8	4388.2	4398.2	4418.6	4399.8	4416.7	4408.9	4400.4	4436.8	4439.8	4414.8	4418.4
Emprego total	4150.6	4164.4	4171.9	4192.1	4162.8	4174.3	4167.0	4157.2	4201.0	4199.2	4186.2	4183.9
Desemprego	232.3	223.8	226.3	226.4	237.0	242.4	241.9	243.3	235.8	240.6	228.6	234.5
Emprego equivalente a tempo completo	4038.8	4040.9	4052.9	4063.8	4038.7	4050.3	4041.5	4046.3	4074.8	4082.7	4067.2	4058.0
Trabalhadores por conta de outrem	3397.0	3408.9	3428.5	3445.5	3425.3	3436.1	3423.3	3418.3	3431.7	3430.6	3414.2	3412.2
Outras formas de emprego	641.8	632.0	624.4	618.3	613.4	614.2	618.2	628.1	643.1	652.1	653.0	645.8
<b>Milhares de euros</b>												
Remuneração por trabalhador	0.291	0.307	0.324	0.341	0.358	0.377	0.398	0.419	0.443	0.468	0.495	0.523
<b>Em percentagem</b>												
Taxa de desemprego	5.3	5.1	5.1	5.1	5.4	5.5	5.5	5.5	5.3	5.4	5.2	5.3



## RENDIMENTO DISPONÍVEL DOS PARTICULARES

	1983				1984				1985			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Remunerações do trabalho	1860.4	1941.8	1999.7	2043.6	2087.4	2143.1	2222.9	2330.8	2445.8	2579.6	2701.5	2836.8
Transferências internas	390.2	412.7	433.0	450.9	466.6	489.3	519.1	555.9	599.8	635.0	661.5	679.3
Transferências externas	270.1	268.0	290.7	297.0	354.8	349.6	379.7	396.8	375.3	395.5	428.8	484.3
Rendimentos de empresa e propriedade	849.3	929.5	1034.4	1125.3	1221.8	1303.8	1373.7	1447.1	1486.0	1554.6	1643.2	1706.3
Impostos directos	148.2	157.9	167.8	178.1	188.7	202.5	219.4	239.6	262.9	276.6	280.8	275.3
Contribuições para a Segurança Social	390.9	412.3	431.2	447.7	461.8	479.4	500.4	525.0	553.1	582.5	613.3	645.4
Rendimento disponível	2830.9	2982.0	3158.7	3291.1	3480.1	3604.0	3775.5	3966.0	4090.9	4305.4	4540.9	4786.1

## MERCADO DE TRABALHO

	1983				1984				1985			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Milhares de indivíduos</b>												
População activa	4359.8	4372.1	4376.3	4386.2	4440.1	4453.3	4479.6	4494.5	4486.0	4487.7	4471.6	4472.5
Emprego total	4108.4	4106.6	4095.9	4093.6	4146.1	4154.2	4172.1	4179.8	4166.5	4168.3	4150.3	4145.4
Desemprego	251.4	265.5	280.4	292.6	294.0	299.1	307.5	314.8	319.5	319.4	321.2	327.2
Emprego equivalente a tempo completo	3993.8	3983.6	3972.1	3976.0	4017.8	4036.2	4048.4	4062.7	4045.2	4048.6	4029.0	4019.5
Trabalhadores por conta de outrem	3362.1	3361.4	3353.6	3355.1	3388.4	3397.5	3402.5	3410.2	3389.2	3392.7	3376.9	3376.2
Outras formas de emprego	631.7	622.2	618.5	620.9	629.4	638.8	645.9	652.4	656.0	655.8	652.1	643.3
<b>Milhares de euros</b>												
Remuneração por trabalhador	0.553	0.578	0.596	0.609	0.616	0.631	0.653	0.683	0.722	0.760	0.800	0.840
<b>Em percentagem</b>												
Taxa de desemprego	5.8	6.1	6.4	6.7	6.6	6.7	6.9	7.0	7.1	7.1	7.2	7.3

**RENDIMENTO DISPONÍVEL DOS PARTICULARES**

	1986				1987				1988			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Remunerações do trabalho	2956.2	3095.5	3234.2	3373.8	3512.9	3654.9	3795.7	3925.6	4067.3	4213.3	4409.3	4612.4
Transferências internas	688.4	709.5	742.5	787.5	844.4	891.6	929.1	956.8	974.9	1002.4	1039.4	1085.8
Transferências externas	461.8	462.9	461.4	473.1	538.9	554.5	574.4	587.6	597.6	607.1	616.1	625.7
Rendimentos de empresa e propriedade	1809.3	1903.7	1956.7	2032.8	2121.1	2181.8	2254.9	2316.3	2369.2	2453.8	2572.1	2732.4
Impostos directos	260.2	247.6	237.5	229.8	224.7	229.9	245.5	271.5	308.0	349.5	396.1	447.9
Contribuições para a Segurança Social	678.8	715.5	755.6	798.9	845.6	886.6	921.9	951.5	975.5	1008.3	1050.1	1100.8
Rendimento disponível	4976.7	5208.5	5401.7	5638.5	5947.0	6166.3	6386.7	6563.3	6725.5	6918.9	7190.7	7507.5

**MERCADO DE TRABALHO**

	1986				1987				1988			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Milhares de indivíduos</b>												
População activa	4438.0	4447.0	4460.7	4469.5	4500.5	4524.6	4547.4	4557.0	4568.6	4577.8	4605.2	4623.5
Emprego total	4104.0	4110.5	4130.1	4149.6	4191.3	4223.5	4255.4	4276.3	4296.4	4310.9	4345.4	4371.2
Desemprego	334.1	336.5	330.5	319.9	309.1	301.1	292.0	280.7	272.2	266.9	259.8	252.3
Emprego equivalente a tempo completo	3984.9	3988.0	4004.1	4030.7	4064.9	4102.0	4132.5	4147.9	4172.3	4180.6	4216.3	4243.1
Trabalhadores por conta de outrem	3353.3	3360.0	3370.1	3385.0	3402.6	3426.2	3451.5	3469.3	3500.8	3515.9	3554.6	3578.4
Outras formas de emprego	631.6	627.9	634.0	645.8	662.3	675.8	681.0	678.6	671.5	664.7	661.7	664.7
<b>Milhares de euros</b>												
Remuneração por trabalhador	0.882	0.921	0.960	0.997	1.032	1.067	1.100	1.132	1.162	1.198	1.240	1.289
<b>Em percentagem</b>												
Taxa de desemprego	7.5	7.6	7.4	7.2	6.9	6.7	6.4	6.2	6.0	5.8	5.6	5.5

## RENDIMENTO DISPONÍVEL DOS PARTICULARES

	1989				1990				1991			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Remunerações do trabalho	4886.7	5119.8	5375.5	5613.1	5837.1	6104.1	6351.9	6694.0	6956.8	7305.2	7591.8	7932.0
Transferências internas	1141.6	1199.6	1259.8	1322.2	1386.7	1460.9	1544.7	1638.2	1741.3	1850.7	1966.5	2088.6
Transferências externas	692.2	686.3	696.5	688.1	685.5	760.9	788.5	764.9	726.8	859.4	761.7	782.8
Rendimentos de empresa e propriedade	2927.4	3093.5	3226.8	3335.3	3413.2	3502.0	3621.6	3777.9	3955.4	4120.3	4261.2	4390.1
Impostos directos	504.7	549.4	581.9	602.3	610.5	627.2	652.5	686.3	728.6	783.5	851.2	931.6
Contribuições para a Segurança Social	1160.4	1219.6	1278.3	1336.5	1394.2	1456.5	1523.4	1594.8	1670.8	1758.5	1857.8	1968.8
Rendimento disponível	7982.7	8330.2	8698.3	9019.9	9317.9	9744.2	10130.9	10593.9	10981.0	11593.7	11872.2	12293.2

## MERCADO DE TRABALHO

	1989				1990				1991			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Milhares de indivíduos</b>												
População activa	4693.5	4715.4	4745.8	4754.6	4741.9	4759.3	4759.6	4809.7	4814.1	4830.1	4804.4	4795.9
Emprego total	4443.6	4464.9	4497.6	4509.8	4497.8	4515.9	4516.4	4568.1	4572.4	4598.3	4581.7	4582.4
Desemprego	249.9	250.5	248.1	244.7	244.0	243.4	243.1	241.6	241.6	231.8	222.7	213.5
Emprego equivalente a tempo completo	4310.6	4334.4	4366.3	4374.7	4367.0	4381.8	4379.9	4433.1	4429.7	4462.9	4447.0	4450.4
Trabalhadores por conta de outrem	3639.6	3659.5	3690.0	3700.8	3697.1	3711.3	3701.6	3739.8	3718.5	3739.8	3719.2	3721.6
Outras formas de emprego	670.9	674.9	676.3	673.9	669.9	670.5	678.3	693.3	711.2	723.1	727.8	728.8
<b>Milhares de euros</b>												
Remuneração por trabalhador	1.343	1.399	1.457	1.517	1.579	1.645	1.716	1.790	1.871	1.953	2.041	2.131
<b>Em percentagem</b>												
Taxa de desemprego	5.3	5.3	5.2	5.1	5.1	5.1	5.1	5.0	5.0	4.8	4.6	4.5

**RENDIMENTO DISPONÍVEL DOS PARTICULARES**

	1992				1993				1994			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Remunerações do trabalho	8332.1	8623.2	8884.5	9076.4	9151.0	9263.2	9256.3	9347.1	9313.0	9444.9	9608.3	9811.6
Transferências internas	2217.0	2324.1	2409.9	2474.3	2517.3	2562.2	2609.0	2657.5	2707.9	2766.6	2833.8	2909.2
Transferências externas	780.2	745.3	750.8	738.7	803.7	657.0	702.6	727.4	699.8	688.5	598.2	713.1
Rendimentos de empresa e propriedade	4483.7	4582.1	4648.4	4673.2	4707.9	4766.6	4804.4	4835.6	4927.3	5048.3	5201.8	5348.6
Impostos directos	1024.6	1089.6	1126.4	1135.1	1115.8	1106.0	1105.8	1115.3	1134.4	1151.8	1167.4	1181.3
Contribuições para a Segurança Social	2091.5	2200.0	2294.5	2374.9	2441.2	2483.3	2501.0	2494.4	2463.6	2479.6	2542.5	2652.3
Rendimento disponível	12696.9	12985.1	13272.6	13452.4	13622.9	13659.7	13765.4	13957.9	14050.0	14316.9	14532.1	14949.0

**MERCADO DE TRABALHO**

	1992				1993				1994			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Milhares de indivíduos</b>												
População activa	4802.3	4786.6	4805.4	4790.1	4781.7	4781.0	4764.8	4781.2	4790.7	4814.7	4851.8	4851.0
Emprego total	4614.9	4603.2	4619.1	4601.0	4573.2	4552.0	4519.4	4521.0	4517.1	4529.8	4557.9	4551.9
Desemprego	187.5	183.5	186.4	189.0	208.5	229.0	245.5	260.1	273.5	284.9	293.9	299.2
Emprego equivalente a tempo completo	4479.0	4470.1	4474.6	4466.1	4426.2	4421.4	4378.5	4398.3	4377.6	4403.9	4417.7	4418.1
Trabalhadores por conta de outrem	3747.6	3740.1	3739.4	3726.9	3681.8	3666.3	3611.0	3609.7	3566.0	3570.6	3566.1	3556.8
Outras formas de emprego	731.4	730.0	735.2	739.2	744.4	755.1	767.5	788.6	811.6	833.3	851.5	861.3
<b>Milhares de euros</b>												
Remuneração por trabalhador	2.223	2.306	2.376	2.435	2.485	2.527	2.563	2.589	2.612	2.645	2.694	2.759
<b>Em percentagem</b>												
Taxa de desemprego	3.9	3.8	3.9	3.9	4.4	4.8	5.2	5.4	5.7	5.9	6.1	6.2

## RENDIMENTO DISPONÍVEL DOS PARTICULARES

	1995				1996				1997			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Remunerações do trabalho	10081.8	10306.5	10519.6	10727.3	10937.6	11057.6	11265.3	11448.2	11659.5	11929.1	12160.4	12388.1
Transferências internas	2993.1	3075.0	3154.9	3232.8	3308.7	3376.7	3436.9	3489.2	3533.6	3590.9	3661.1	3744.1
Transferências externas	555.2	580.7	608.4	652.1	690.0	673.8	684.6	676.0	728.0	753.3	759.2	749.9
Rendimentos de empresa e propriedade	5504.2	5618.1	5714.6	5752.6	5781.2	5723.9	5730.2	5722.7	5760.8	5774.9	5846.5	5942.5
Impostos directos	1193.4	1214.3	1244.0	1282.5	1329.8	1364.9	1387.6	1398.1	1396.3	1399.7	1408.3	1422.0
Contribuições para a Segurança Social	2808.9	2931.1	3018.9	3072.4	3091.4	3128.3	3183.0	3255.5	3345.8	3431.3	3512.1	3588.1
Rendimento disponível	15132.0	15434.8	15734.5	16009.9	16296.2	16338.8	16546.5	16682.4	16939.8	17217.1	17506.9	17814.5

## MERCADO DE TRABALHO

	1995				1996				1997			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Milhares de indivíduos</b>												
População activa	4855.5	4854.0	4863.1	4895.5	4946.9	4935.9	4959.9	4955.4	4962.8	4992.8	5018.4	5026.2
Emprego total	4553.8	4550.8	4562.3	4584.4	4634.1	4615.2	4645.3	4646.1	4660.2	4700.9	4724.8	4745.9
Desemprego	301.7	303.2	300.8	311.1	312.8	320.6	314.6	309.3	302.6	291.9	293.6	280.3
Emprego equivalente a tempo completo	4418.1	4417.9	4425.4	4450.6	4489.3	4481.6	4505.4	4510.1	4522.5	4560.5	4585.6	4612.5
Trabalhadores por conta de outrem	3553.8	3547.5	3550.8	3565.2	3593.3	3584.0	3602.2	3607.3	3618.1	3649.6	3668.5	3686.7
Outras formas de emprego	864.4	870.4	874.6	885.4	895.9	897.7	903.1	902.8	904.4	910.8	917.2	925.8
<b>Milhares de euros</b>												
Remuneração por trabalhador	2.837	2.905	2.963	3.009	3.044	3.085	3.127	3.174	3.223	3.269	3.315	3.360
<b>Em percentagem</b>												
Taxa de desemprego	6.2	6.2	6.2	6.4	6.3	6.5	6.3	6.2	6.1	5.8	5.9	5.6

**RENDIMENTO DISPONÍVEL DOS PARTICULARES**

	1998				1999				2000			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Remunerações do trabalho	12669.1	12949.0	13131.5	13403.8	13640.9	13898.9	14197.7	14484.1	14851.7	15122.9	15399.6	15640.7
Transferências internas	3840.0	3931.3	4018.0	4100.0	4177.4	4269.0	4374.6	4494.3	4628.2	4756.2	4878.3	4994.6
Transferências externas	777.1	790.8	781.5	755.7	768.7	763.2	834.2	768.6	810.2	880.0	830.4	956.0
Rendimentos de empresa e propriedade	6045.4	6122.3	6202.5	6242.5	6275.5	6298.0	6336.4	6458.3	6560.7	6684.4	6786.3	6865.2
Impostos directos	1440.9	1462.3	1486.1	1512.4	1541.1	1576.8	1619.5	1669.1	1725.6	1774.1	1814.5	1846.8
Contribuições para a Segurança Social	3659.3	3719.7	3769.4	3808.2	3836.3	3891.3	3973.3	4082.3	4218.3	4332.4	4424.6	4494.9
Rendimento disponível	18231.4	18611.4	18878.1	19181.4	19485.2	19760.9	20150.0	20453.9	20906.9	21336.9	21655.6	22114.8

**MERCADO DE TRABALHO**

	1998				1999				2000			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Milhares de indivíduos</b>												
População activa	5073.1	5082.1	5079.4	5109.7	5127.8	5148.9	5159.9	5170.0	5200.9	5208.0	5253.3	5263.0
Emprego total	4794.1	4837.9	4837.3	4868.0	4895.8	4909.9	4938.7	4955.5	4987.3	5003.2	5044.2	5069.3
Desemprego	279.0	244.3	242.1	241.7	232.0	239.0	221.2	214.5	213.6	204.9	209.1	193.7
Emprego equivalente a tempo completo	4661.9	4707.5	4706.5	4736.9	4748.3	4763.3	4788.8	4807.2	4849.6	4869.6	4903.3	4933.4
Trabalhadores por conta de outrem	3723.1	3757.4	3758.6	3787.5	3803.8	3821.3	3845.8	3861.0	3895.0	3908.0	3930.5	3950.5
Outras formas de emprego	938.8	950.1	947.9	949.5	944.5	942.1	943.0	946.2	954.7	961.6	972.8	982.9
<b>Milhares de euros</b>												
Remuneração por trabalhador	3.403	3.446	3.494	3.539	3.586	3.637	3.692	3.751	3.813	3.870	3.918	3.959
<b>Em percentagem</b>												
Taxa de desemprego	5.5	4.8	4.8	4.7	4.5	4.6	4.3	4.1	4.1	3.9	4.0	3.7

## RENDIMENTO DISPONÍVEL DOS PARTICULARES

	2001				2002				2003			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Remunerações do trabalho	15783.0	15960.6	16183.8	16432.7	16733.6	16919.0	17021.2	16971.2	17167.0	17209.5	17318.8	17447.8
Transferências internas	5105.1	5226.0	5357.3	5499.0	5651.2	5772.6	5863.4	5923.4	5952.8	6024.6	6138.9	6295.7
Transferências externas	907.9	940.2	884.8	889.9	760.3	669.1	689.0	643.1	662.5	568.0	590.9	586.7
Rendimentos de empresa e propriedade	6972.4	7023.6	7070.6	7090.6	7057.4	7106.8	7211.9	7323.3	7501.9	7593.0	7672.7	7657.4
Impostos directos	1871.0	1892.8	1912.1	1929.1	1943.7	1948.1	1942.5	1926.7	1900.8	1887.3	1886.2	1897.5
Contribuições para a Segurança Social	4543.4	4598.8	4661.1	4730.3	4806.4	4871.1	4924.4	4966.3	4996.8	5043.3	5105.8	5184.4
Rendimento disponível	22354.1	22658.8	22923.3	23252.7	23452.3	23648.2	23918.6	23968.0	24386.5	24464.5	24729.2	24905.7

## MERCADO DE TRABALHO

	2001				2002				2003			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Milhares de indivíduos</b>												
População activa	5309.8	5318.8	5343.1	5369.9	5383.6	5419.7	5439.4	5428.8	5455.3	5460.1	5461.0	5464.6
Emprego total	5102.2	5106.6	5126.9	5152.2	5152.2	5163.6	5160.0	5112.2	5120.9	5116.8	5120.0	5118.3
Desemprego	207.6	212.2	216.2	217.6	231.4	256.2	279.4	316.6	334.4	343.3	341.0	346.4
Emprego equivalente a tempo completo	4941.9	4951.1	4967.0	4984.0	5004.1	5004.1	4991.1	4940.7	4948.6	4932.8	4926.2	4912.4
Trabalhadores por conta de outrem	3950.2	3958.4	3977.6	4001.8	4037.0	4046.3	4038.1	3994.6	3994.5	3978.6	3976.3	3974.5
Outras formas de emprego	991.6	992.7	989.4	982.2	967.0	957.9	953.0	946.1	954.1	954.2	949.9	937.8
<b>Milhares de euros</b>												
Remuneração por trabalhador	3.995	4.032	4.069	4.106	4.145	4.181	4.215	4.249	4.298	4.325	4.356	4.390
<b>Em percentagem</b>												
Taxa de desemprego	3.9	4.0	4.0	4.1	4.3	4.7	5.1	5.8	6.1	6.3	6.2	6.3

**RENDIMENTO DISPONÍVEL DOS PARTICULARES**

	2004				2005				2006			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Preços correntes (milhões de euros)</b>												
Remunerações do trabalho	17761.3	17932.8	18180.8	18415.2	18600.8	18785.2	19003.7	19112.8	19492.8	19604.5	19791.1	19804.9
Transferências internas	6494.9	6664.0	6803.0	6911.9	6990.6	7087.0	7201.2	7333.0	7482.6	7614.7	7729.4	7826.6
Transferências externas	592.7	631.5	623.7	584.0	556.3	600.4	497.0	494.3	647.6	619.5	591.6	638.2
Rendimentos de empresa e propriedade	7585.3	7531.9	7493.5	7504.9	7511.9	7539.4	7532.6	7548.6	7518.0	7522.2	7525.2	7552.4
Impostos directos	1921.2	1944.6	1967.8	1990.7	2013.4	2041.0	2073.5	2110.9	2153.2	2187.7	2214.5	2233.4
Contribuições para a Segurança Social	5278.9	5365.8	5444.9	5516.3	5580.0	5641.5	5700.9	5758.1	5813.2	5871.7	5933.6	5998.9
Rendimento disponível	25234.1	25449.9	25688.3	25909.0	26066.3	26329.5	26460.0	26619.8	27174.5	27301.5	27489.2	27589.7

**MERCADO DE TRABALHO**

	2004				2005				2006			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Milhares de indivíduos</b>												
População activa	5467.8	5480.2	5496.3	5511.1	5521.8	5538.1	5553.9	5566.3	5574.0	5591.9	5597.9	5588.1
Emprego total	5123.9	5119.8	5118.0	5133.7	5114.2	5124.0	5121.8	5134.4	5148.2	5169.7	5175.7	5148.3
Desemprego	343.9	360.4	378.4	377.3	407.6	414.1	432.1	431.9	425.8	422.2	422.2	439.7
Emprego equivalente a tempo completo	4936.5	4924.2	4933.7	4944.3	4931.3	4932.7	4942.9	4930.9	4975.0	4969.8	4982.8	4952.4
Trabalhadores por conta de outrem	4014.4	4017.1	4037.5	4052.2	4046.4	4053.6	4076.4	4079.1	4141.2	4148.7	4172.3	4152.5
Outras formas de emprego	922.1	907.1	896.3	892.1	884.9	879.0	866.4	851.8	833.9	821.0	810.5	799.8
<b>Milhares de euros</b>												
Remuneração por trabalhador	4.424	4.464	4.503	4.544	4.597	4.634	4.662	4.686	4.707	4.725	4.743	4.769
<b>Em percentagem</b>												
Taxa de desemprego	6.3	6.6	6.9	6.8	7.4	7.5	7.8	7.8	7.6	7.6	7.5	7.9





## CRONOLOGIA DAS PRINCIPAIS MEDIDAS FINANCEIRAS

Janeiro a Junho 2007

## Janeiro

- **4 de Janeiro (Aviso nº 1/2007, Banco de Portugal, DR. nº 5, 1ª Série)**  
Altera o aviso nº 1/93, de 8-6, prorrogando até 31 de Dezembro de 2007 os regimes transitórios aí previstos relacionados com a aplicação do rácio da solvabilidade.
- **10 de Janeiro (Carta-Circular nº 2/2007/DET)**  
Informa, na sequência de reclamações do público relativamente a práticas de recusa na realização de operações de troco de numerário, de que as instituições de crédito devem assegurar a realização de operações de troco e destroco de numerário ao balcão, facilidade que deverá igualmente ser assegurada a não clientes, dentro de montantes razoáveis.
- **17 de Janeiro (Instrução do Banco de Portugal nº 1/2007, distribuída com a Carta-Circular nº 4/2007/DSB, de 17-01)**  
Determina que seja utilizado o sistema BPnet para a prestação de informações por entidades sujeitas à supervisão do Banco de Portugal. Esta Instrução entra em vigor em 31 de Maio de 2007.
- **19 de Janeiro (Instrução do Banco de Portugal nº 2/2007, distribuída com a Carta-Circular nº 9/2007/DSB, de 19-01)**  
Determina o envio de elementos informativos sobre a evolução da carteira de crédito.
- **22 de Janeiro (Decreto-Lei nº 18/2007, Ministério da Economia e da Inovação, DR. nº 15, 1ª Série)**  
Estabelece a data valor de qualquer movimento de depósitos à ordem e transferências efectuadas em euros, determinando qual o seu efeito no prazo para a disponibilização de fundos ao beneficiário. O presente diploma entra em vigor no dia 15-3-2007. No final do primeiro ano da sua vigência, o Banco de Portugal elabora e divulga um relatório de avaliação do impacto da sua aplicação.

## Fevereiro

- **2 de Fevereiro (Aviso do Banco de Portugal nº 2/2007, DR nº 28, 1ª Série)**  
Altera o Aviso nº 11/2005, de 13-7, que regula as condições gerais de abertura de contas de depósito bancário.
- **6 de Fevereiro (Aviso do Banco de Portugal nº 3/2007, DR nº.30 1ª Série)**  
Uniformiza os procedimentos a adoptar pelas instituições de crédito relativamente ao cumprimento das disposições legais sobre disponibilização e datas-valor das operações efectuadas nas contas de depósitos à ordem, designadamente quanto às entregas para depósito e certificação, a que alude o DL nº 18/2007, de 22-1. O presente aviso entra em vigor em 15-3-2007.
- **8 de Fevereiro (Aviso nº 2/2007, Banco de Portugal, DR. nº 28, 1ª Série)**  
Altera o Aviso nº 11/2005, de 21-07, que regula as condições gerais de abertura de contas de depósito bancário. O presente Aviso entra em vigor 90 dias após a sua publicação.
- **12 de Fevereiro (Aviso nº 3/2007, Banco de Portugal, DR nº 30, 1ª Série)**  
Esclarece sobre as operações bancárias não previstas no Decreto-Lei nº 18/2007, de 22-01, bem como estabelece o tratamento das entregas para depósito sem certificação imediata dos valores depositados. O presente Aviso entra em vigor em 15 de Março de 2007.

- **20 de Fevereiro (Dec.-Lei n.º 39/2007, DR n.º.36 1ª Série)**

Procede à terceira alteração à Lei n.º 5/98, de 31-1, que aprova a Lei Orgânica do Banco de Portugal. Clarifica diversas questões relativas ao mandato dos membros do conselho de administração do Banco de Portugal, em consonância com a revisão do Estatuto do Gestor Público.
- **7 de Março (Decreto-Lei Ministério da Economia e da Inovação n.º 51/2007 de 7 de Março D. R.n.º47 1 Série)**

Regula as práticas comerciais das instituições de crédito e assegura a transparência da informação por estas prestada no âmbito da celebração de contratos de crédito para aquisição, construção e realização de obras em habitação própria permanente, secundária ou para arrendamento, bem como para aquisição de terrenos para construção de habitação própria. Determina que a comissão a cobrar pelo reembolso parcial ou total não pode exceder 0,5 % a aplicar sobre o capital a reembolsar, nos contratos celebrados no regime de taxa variável, e 2 % nos contratos celebrados no regime de taxa fixa. Procede igualmente à uniformização dos critérios utilizados na contagem do cálculo de juros, a qual deve ter por referência 365 dias. No final do 1º ano a contar da data de entrada em vigor do presente decreto-lei, o Banco de Portugal elabora e divulga um relatório de avaliação do impacte da aplicação do mesmo. O presente diploma entra em vigor 30 dias após a data da sua publicação.
- **15 de Março (Instrução do Banco de Portugal n.º 3/2007)**

Altera a Instrução n.º 26/2005 sobre prevenção da utilização do sistema financeiro para efeitos de branqueamento de capitais e de financiamento do terrorismo (BO 3/2007).
- **3 de Abril (Decreto-Lei n.º 103/2007, Ministério das Finanças e da Administração Pública, DR n.º 66, Série I)**

Transpõe para o ordenamento jurídico interno a Directiva n.º 2006/49/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, relativa à adequação dos fundos próprios das empresas de investimento e das instituições de crédito.
- **3 de Abril (Decreto-Lei n.º 104/2007, Ministério das Finanças e da Administração Pública, DR n.º 66, I Série)**

Procede à nona alteração ao Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras e transpõe para o ordenamento jurídico interno a Directiva n.º 48/2006/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, relativa ao acesso à actividade das instituições de crédito e ao seu exercício.
- **18 Abril (Aviso do Banco de Portugal n.º 4/2007 D.R N.º 82 2ª. Série)**

Altera, na sequência da publicação do DL n.º 104/2007, de 3-4, que procedeu à transposição para a ordem jurídica interna da Directiva n.º 2006/48/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14-6, o aviso n.º 12/92, que estabelece as principais regras sobre a composição dos fundos próprios das instituições de crédito e sociedades financeiras, para efeitos do cálculo dos rácios e limites prudenciais.
- **18 Abril 2007 (Aviso do Banco de Portugal n.º 5/2007 D.R. N.º 82. 2 Série)**

Regulamenta, na sequência da publicação dos DL n.ºs 104/2007 e 103/2007, ambos de 3-4, os quais procederam à transposição para a ordem jurídica interna, respectivamente, da Directiva n.º 2006/48/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14-6, e da Directiva n.º 2006/49/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14-6, o cálculo de requisitos de fundos próprios das instituições

## Março

## Abril

de crédito e empresas de investimento para cobertura de risco de crédito.

- **18 Abril 2007 (Aviso do Banco de Portugal nº 6/2007 D.R Nº 82, 2ª Série)**

Estabelece, na sequência da publicação dos DL nºs 104/2007 e 103/2007, ambos de 3-4, os quais procederam à transposição para a ordem jurídica interna, respectivamente, da Directiva nº 2006/48/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14-6, e da Directiva nº 2006/49/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14-6, os limites à concentração de riscos das instituições de crédito e sociedades financeiras, com sede em Portugal, referidas nas alíneas a) a g) e j) do nº 1 do artº 6 do regime geral aprovado pelo DL nº 298/92, de 31-12 e das sucursais em Portugal de instituições de crédito com sede em países que não sejam membros da União Europeia.
- **18 Abril 2007 (Aviso do Banco de Portugal nº 7/2007 D.R. Nº 82, 2ª Série)**

Estabelece, na sequência da publicação do DL nº 104/2007, de 3-4, que transpõe para a ordem jurídica interna a Directiva nº 2006/48/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14-6, as metodologias para cálculo dos requisitos de fundos próprios das instituições de crédito e das empresas de investimento para cobertura de riscos de crédito em operações de titularização.
- **18 Abril 2007 (Aviso do Banco de Portugal nº 8/2007 D.R Nº 82, 2ª Série)**

Estabelece, nos termos das alíneas a) e b) do nº 1 do artº 8 do DL nº 103/2007, de 3-4, que transpõe para a ordem jurídica interna a Directiva nº 2006/49/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14-6, os procedimentos para o cálculo dos requisitos de fundos próprios para cobertura dos riscos de mercado.
- **18 Abril 2007 (Aviso do Banco de Portugal nº 9/2007 D.R Nº 82, 2ª Série)**

Estabelece, nos termos da alínea d) do nº 1 do artº 7 do DL nº 104/2007, de 3-4, que transpõe para a ordem jurídica interna a Directiva nº 2006/48/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14-6, os procedimentos para o cálculo dos requisitos de fundos próprios para cobertura de risco operacional.
- **18 Abril (Aviso do Banco de Portugal nº 10/2007 D.R Nº 82, 2ª Série)**

Estabelece um quadro de referência para a divulgação de informação pelas instituições de crédito e empresas de investimento sobre riscos e respectivos métodos de avaliação, na sequência da transposição das Directivas nºs 2006/48/CE e 2006/49/CE, ambas do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14-6.
- **27 de Abril (Decisão da Comissão de (2007/327/CE) JOUE Nº 122-Série L)**

Decisão da Comissão relativa ao apuramento das contas dos organismos pagadores dos Estados-Membros referentes às despesas financiadas pelo Fundo Europeu de Orientação e Garantia Agrícola (FEOGA), Secção "Garantia", no que respeita ao exercício financeiro de 2006 (notificada com o número C(2007) 1901).
- **30 Abril (Portaria nº 499/2007 Presidência do Conselho de Ministros; Ministério das Finanças e da Administração Pública; Ministério da Justiça) D.R. Nº 83, 1ª Série**

Estabelece, ao abrigo do disposto no nº 1 do artº 4, no nº 2 do artº 6 e nos nºs 1 e 2 do artº 9 do DL nº 8/2007, de 17-1, as normas relativas ao envio da informação empresarial simplificada (IES) por transmissão electrónica de dados. Paralelamente, regulamenta a forma pela qual o Ministério das Finanças e da Administração Pública disponibiliza a informação que deva ser enviada ao Ministério da Justiça, ao Instituto Nacional de Estatística, e ao Banco de Portugal.

- **30 Abril (Instrução do banco de Portugal nº9/2007, BNPB nº5/2007)**

Permite a utilização de avaliações de crédito de ECAI (Agências de Notação Externa) para o cálculo do montante das posições ponderadas pelo risco e no caso de posições de titularização.
- **30 Abril (Instrução do banco de Portugal nº10/2007, BNPB nº5/2007)**

Indica, para efeitos do cálculo dos montantes das posições ponderadas pelo risco de crédito, quais as Agências de Notação Externa (ECAI) reconhecidas, bem como a que graus de qualidade de crédito estão associadas as notações das mesmas (mapeamento).
- **30 Abril (Instrução do banco de Portugal nº11/2007, BNPB nº5/2007)**

Indica que elementos deverão as instituições remeter ao Banco de Portugal para instruir o processo de candidatura para Utilização do Método das Notações Internas (Risco de Crédito) e dos Métodos Standard e de Medição Avançada (Risco Operacional).
- **30 Abril (Instrução do banco de Portugal nº12/2007, BNPB nº5/2007)**

Estabelece os procedimentos a adoptar (metodologias) no que toca ao processo de validação interna de Sistemas de Notação
- **30 Abril (Instrução do banco de Portugal nº13/2007, BNPB nº5/2007)**

Regulamenta o envolvimento e o apoio implícito em operações de titularização. Revoga a Instrução nº 1/2005, publicada no BO nº 3, de 15.03.2005, que, contudo, permanecerá em vigor até 31.12.2007, relativamente às instituições que se prevaleçam da faculdade concedida pelo nº 1 do artº 33 do DL nº 104/2007, de 3 de Abril.
- **30 Abril (Instrução do banco de Portugal nº14/2007, BNPB nº5/2007)**

Estabelece os índices, os pares de divisas correlacionadas e reconhece quais as empresas de investimento, Bolsas e Câmaras de Compensação para efeitos de adequação de fundos próprios. Revoga a Instrução nº 23/97, publicada no BNPB nº 4, de 15.04.97, que, contudo, permanecerá em vigor até 31.12.2007, relativamente às instituições que se prevaleçam da faculdade concedida pelo nº 1 do artº 23 do DL nº 103/2007, de 3 de Abril, ou pelo nº 1 do artº 33 do DL nº 104/2007, de 3 de Abril.
- **30 Abril (Instrução do banco de Portugal nº15/2007, BNPB nº5/2007)**

Estabelece que as instituições devem dispor de um processo de auto-avaliação da adequação do capital interno com vista a garantir que os riscos são avaliados e que o capital interno é adequado ao perfil de risco. Esta Instrução entrará em vigor em 1.1.2008 relativamente às instituições que se prevaleçam das faculdades referidas no n.º 5 do artigo 17.º, no n.º 4 do artigo 26.º ou no n.º 1 do artigo 33.º, todos do Decreto-Lei n.º 104/2007, de 3 de Abril.
- **30 Abril (Instrução do banco de Portugal nº17/2007, BNPB nº5/2007)**

Define concentração de risco e estabelece as formas de acompanhamento do mesmo por parte das instituições.
- **30 Abril (Instrução do banco de Portugal nº18/2007, BNPB nº5/2007)**

Define o enquadramento legal para a realização de testes de esforço e para a adopção de medidas correctivas. Esta Instrução entrará em vigor em 1.1.2008, relativamente às instituições abrangidas pelas derrogações previstas nos artigos 33.º e 34.º do DL nº 104/2007, de 3 de Abril e no artº 23.º do DL nº 103/2007, de 3 de Abril.

## Maio

- **8 de Maio Decreto-Lei nº 171/2007**  
Ministério da Economia e da Inovação D.R. Nº 88- 1ª. Série

Estabelece as regras a que deve obedecer o arredondamento da taxa de juro quando aplicado aos contratos de crédito e de financiamento celebrados por instituições de crédito e sociedades financeiras que não se encontrem abrangidos pelo disposto no DL nº 240/2006, de 22-12. O presente diploma aplica-se aos contratos de crédito e de financiamento que venham a ser celebrados após a sua entrada em vigor, bem como aos contratos em execução, qualquer que seja o valor da quantia mutuada e o fim a que o crédito se destina. Aos contratos que se encontrem em execução aplica-se a partir da refixação da taxa de juro, para efeitos de arredondamento, que deve ocorrer logo após o início da sua vigência. O presente decreto-lei entra em vigor 30 dias após a data da sua publicação.
- **9 de Maio (Decreto-Lei n.º 180/2007**  
Ministério das Finanças e da Administração Pública, D.R. 89-1ª.Série)

Altera o Decreto-Lei n.º 12/2006, de 20 de Janeiro, que regula a constituição e o funcionamento dos fundos de pensões e das entidades gestoras de fundos de pensões
- **10 de Maio (Decreto-Lei nº 184/2007**  
Ministério das Finanças e da Administração Pública D.R. Nº 90-1ª Série)

Regula a actividade de recirculação de moeda metálica de euros desenvolvida por todas as entidades que operem profissionalmente com numerário, acolhendo na ordem jurídica interna a Recomendação da Comissão Europeia de 27 de Maio de 2005, relativa à autenticação das moedas em euros e do tratamento das moedas em euros impróprias para circulação. O presente diploma aplica-se às instituições de crédito e demais entidades que operem profissionalmente com numerário, designadamente as empresas de transporte de valores. Estas entidades devem fornecer ao Banco de Portugal, com a periodicidade por este estabelecida, informação relativa à respectiva actividade de recirculação.
- **11 de Maio (Decreto-Lei nº 188/2007**  
Ministério das Finanças e da Administração Pública D.R. Nº 91 - 1 Série)

Procede à uniformização das normas relativas à publicação de elementos contabilísticos de entidades sujeitas à supervisão do Banco de Portugal e do Instituto de Seguros de Portugal.
- **14 de Maio (Decreto-Lei nº 191/2007**  
Ministério das Finanças e da Administração Pública D.R. Nº 92 -1ª Série)

Autoriza a cunhagem e a comercialização pela Imprensa Nacional - Casa da Moeda, S.A., de duas moedas em prata alusivas ao Ano Europeu da Igualdade de Oportunidades para Todos e ao Centenário do Escutismo Mundial, com o valor facial de 5 euros, e fixa em 537.500 euros e 800.000 euros os respectivos limites de emissão.
- **15 Maio (Instrução do Banco de Portugal nº19/2007, BNP 5/2007)**

Define as regras e condições de depósito e troca de notas danificadas por dispositivos anti-roubo a observar pelas IC's e pelos particulares.
- **15 Maio (Instrução do Banco de Portugal nº20/2007, BNP 6/2007)**

Define os locais, horários, regras e condições através dos quais podem ser efectuados depósitos e levantamentos de notas de euro no Banco de Portugal.
- **15 de Maio (Decreto-Lei nº 195/2007**  
Ministério das Finanças e da Administração Pública D.R. Nº 93 - 1ª Série)

Regula a actividade de recirculação das notas de euro, desenvolvida por todas as entidades que operem profissionalmente com numerário, de acordo com o estabelecido no Regulamento (CE) nº 1338/2001, do Conselho, de 28-7, que define medidas necessárias à protecção do euro contra a falsificação, e de tratamento das no-

- 17 Maio (Aviso do Banco de Portugal nº 11/2007 D.R.-Nº 99 - 2ª Série)**

Altera o Aviso nº 6/2003 que define os termos da publicação das contas das instituições sujeitas à supervisão do Banco de Portugal. O presente aviso entra em vigor na data da sua publicação, sendo aplicável à publicação das contas anuais relativas ao exercício de 2006.
- 18 Maio (Aviso do Banco de Portugal nº 12/2007 de D.R. Nº 101-2ª Série)**

Determina que as instituições de crédito devem permitir aos ordenantes das transferências a crédito efectuadas através de terminais automáticos a visualização do nome do beneficiário associado ao NIB ou ao número de conta em momento anterior à confirmação daquelas operações. O presente aviso entra em vigor 120 dias após a sua publicação.
- 21 Maio (Carta-Circular nº 19/2007/DPG)**

Solicita às instituições de crédito o reporte ao Banco de Portugal da informação relativa ao impacto da aplicação do DL nº 18/2007, de 22-1, que regulamenta a matéria relativa à data-valor dos depósitos à ordem e transferências efectuados em território nacional e o correspondente prazo de disponibilização de fundos ao beneficiário.
- 23 Maio (Carta-Circular nº 41/07/DSBDR)**

Transmite o entendimento do Banco de Portugal relativamente à interpretação do artº 8 do DL nº 51/2007, de 7-3, no que respeita às despesas ou comissões cobradas pelas instituições para efeitos de reembolso antecipado do crédito à habitação ou da transferência deste para outra instituição.
- 28 Maio (Aviso do Banco de Portugal nº 13/2007 D.R. Nº 107-2 Série)**

Introduz alterações no Aviso nº 3/2006, por forma a tornar o sistema de controlo interno mais efectivo e eficiente.
- 1 Junho (Regulamento (CE) nº 610/2007, JOUE, Nº 141 Série L)**

**Junho**

Insere, no anexo do Regulamento (CE) nº 1725/2003 a interpretação IFRIC 10 "Relato Financeiro Intercalar e Imparidade" do International Financial Reporting Interpretations Committee (IFRIC), constante do anexo do presente regulamento. As empresas devem aplicar a IFRIC 10, como estatuída neste anexo, o mais tardar a partir da data de início do seu exercício financeiro de 2007, salvo se o seu exercício tiver início em Novembro ou Dezembro, caso em que devem aplicar a IFRIC 10, o mais tardar, a partir da data de início do seu exercício financeiro de 2006. O presente regulamento entra em vigor no terceiro dia seguinte ao da sua publicação no JOUE.
- 1 Junho (Regulamento (CE) nº 611/2007, JOUE-Nº 141 Série L)**

Insere, no anexo do Regulamento (CE) nº 1725/2003 a interpretação IFRIC 11 "Relato Financeiro Intercalar e Imparidade" do International Financial Reporting Interpretations Committee (IFRIC), constante do anexo do presente regulamento. As empresas devem aplicar a IFRIC 11, como estatuída neste anexo, o mais tardar a partir da data de início do seu exercício financeiro de 2008, salvo se o seu exercício tiver início em Janeiro ou Fevereiro, caso em que devem aplicar a IFRIC 11, o mais tardar, a partir da data de ini-

cio do exercício financeiro de 2009. O presente regulamento entra em vigor no terceiro dia seguinte ao da sua publicação no JOUE.

- **5 Junho (Relatório e Contas de 2006 D.R. N.º 108 2ª Série)** Publica o relatório e contas da gerência de 2006 do Banco de Portugal.
- **6 Junho (Carta-Circular n.º 18/2007/DET)** Divulga o conjunto dos procedimentos a observar para a celebração de contrato com o Banco de Portugal, decorrente do novo enquadramento legal da actividade de recirculação de notas de euro constante do DL n.º 195/2007, de 15-5. Define o modelo do contrato, prevê planos de migração adaptáveis ao período de transição relativamente alargado previsto no referido diploma, e manifesta a total disponibilidade por parte do Banco de Portugal para a colaboração, formação e esclarecimento de quaisquer questões.