

NOTA INTRODUTÓRIA DO GOVERNADOR

PUBLICAÇÃO DE PROJECCÕES E A POLÍTICA ECONÓMICA PORTUGUESA

1. A partir do mês passado o *Boletim Mensal* do BCE iniciou a publicação de projecções para a área do euro referentes às principais variáveis económicas, incluindo a inflação. A publicação agora iniciada resulta do envolvimento de todos os Bancos Centrais nacionais, passará a acontecer duas vezes por ano, em Junho e Dezembro, e deverá abranger sempre um horizonte de dois anos.

Como é sabido, o Banco de Portugal publicava habitualmente previsões económicas em Março e Setembro referentes ao mesmo ano, embora sem incluir a inflação entre as variáveis apresentadas. A nova orientação adoptada a nível do Eurosistema implica, porém, uma alteração desse procedimento. Decidimos, assim, passar a divulgar no *Boletim Económico* imediatamente posterior ao *Boletim* do BCE as projecções para a economia portuguesa elaboradas pelo Banco de Portugal no contexto da preparação das projecções para a zona euro, incluindo agora também a inflação. No *Boletim* de Dezembro de cada ano serão apresentadas as projecções referentes ao ano seguinte e apenas no *Boletim* de Junho se incluirão as projecções relativas ao ano subsequente. A razão desta diferença relativamente ao adoptado para a área do euro, reside no facto de ser mais difícil fazer previsões para um horizonte mais distante e atingir uma aceitável fiabilidade quando se trata de uma pequena economia que é mais aberta e volátil do que o conjunto da zona euro. Em Junho haverá mais informação e aumentará a possibilidade de realizar projecções mais fiáveis para o ano de 2002.

2. A preocupação com a credibilidade das projecções radica nos próprios fundamentos justificativos da publicação, a partir de agora, das projecções económicas que o Eurosistema sempre realizou internamente. Na verdade, qualquer estratégia moderna de política monetária tem que contar

com o efeito das expectativas dos agentes económicos no processo de transmissão dos impulsos monetários à economia. Divulgar as projecções económicas, nomeadamente as relativas à inflação, é uma forma de tentar estabilizar as expectativas em torno dos valores considerados pelo próprio Eurosistema ao ponderar as suas decisões de política monetária. A transparência contribui, neste caso, para favorecer a credibilidade da política monetária. A maior credibilidade confere, por sua vez, maior flexibilidade à condução desta política, permitindo, por exemplo, responder melhor a choques recessivos sem comprometer a confiança na capacidade de controlar a inflação ou tornando possível variações mais abruptas das taxas de juro em caso de necessidade, sem introduzir demasiado ruído de informação aos agentes económicos.

As projecções divulgadas são um exercício de previsões condicionadas à hipótese de manutenção sem alterações da política monetária. Ou seja, são projecções que tratam como constantes durante todo o período, quer as taxas de juro quer a taxa de câmbio. Este procedimento é uma forma de manter o conteúdo de informação das taxas existentes que, necessariamente, são consideradas pelas autoridades como as mais adequadas à situação económica desse momento. Fazer previsões sobre o andamento futuro das taxas de juro seria, além do mais, uma forma de retirar flexibilidade às decisões de política que as condições efectivas de cada momento devem determinar. Os Bancos Centrais que divulgam projecções utilizam habitualmente este método, embora alguns o acompanhem de projecções com base nas taxas de juro futuras implícitas nas taxas dos mercados monetário e financeiro. A realização deste exercício tende a ser mais completa nos países que seguem uma estratégia de política monetária designada por «me-

tas de inflação», o que não é o caso do Eurosistema. Como é conhecido, o que adoptamos é uma estratégia híbrida e mais flexível que utiliza elementos de diferentes abordagens à concepção da política monetária. Esta flexibilidade permitiu que a política se tivesse ajustado convenientemente às necessidades da economia europeia. Após a redução das taxas de juro no início de 99, como resposta aos riscos recessivos então existentes, a subida de taxas que decidimos no Conselho de Governadores ao longo do ano passado travou o processo inflacionista sem comprometer o crescimento económico e a descida do desemprego. A criação do euro, ao permitir aplicar uma política monetária única, dotou os países europeus de um instrumento poderoso para desligar em grande medida a sua própria conjuntura económica daquilo que acontece noutras partes do mundo. Esta capacidade de autonomia, que só uma política monetária única proporciona, está bem visível na evolução recente em que se encontra particularmente vincada a diferença entre as conjunturas americana e europeia. A Europa dispõe agora de melhores condições para resistir às consequências da desaceleração da economia dos EUA.

3. A menção da evolução mais recente leva-me a sublinhar a velocidade com que hoje em dia as projecções se desactualizam, pelo menos parcialmente. Na verdade, os valores divulgados em finais de Dezembro foram determinados com base em hipóteses estabelecidas em princípios de Novembro. Desde então, assistiu-se a uma recuperação da taxa de câmbio do euro, o preço do petróleo encontra-se agora mais baixo e as perspectivas de crescimento da economia do resto do mundo são mais pessimistas. As projecções publicadas assumiam uma taxa constante do euro-dólar de 0.85 e os valores recentes têm oscilado em torno de 0.94, enquanto o preço de petróleo então considerado era de 29 dólares que compara com a perspectiva de um valor médio este ano de cerca de 25. Por sua vez, as previsões de crescimento hoje mais consensuais para a economia americana situam-se cerca de um ponto percentual abaixo do que se antevia há três meses. Todos estes desenvolvimentos, segundo muitos analistas, terão efeito sobre o crescimento da área do euro podendo reduzi-lo em cerca de 0,25 pontos percentuais relativamente às projecções de Dezembro último, em que se aponta-

va para um intervalo centrado em 3,1%. Os efeitos sobre a inflação poderão ser também muito significativos, situando o seu valor médio abaixo de 2% em 2001, caso se verifiquem como mais verdadeiras as hipóteses que hoje os analistas formulam a propósito da taxa de câmbio do euro ou do preço do petróleo.

Como referi atrás, as projecções que o Banco de Portugal divulga neste *Boletim Económico* são as que foram elaboradas no contexto da preparação das publicadas para a área do euro no *Boletim Mensal* do BCE de Dezembro. Não se tentou, assim, proceder a qualquer actualização pelo que os números devem ser lidos considerando o contexto em que foram preparados. A lógica subjacente às alterações referidas para a zona euro conduziria a concluir que, com as novas hipóteses, a inflação e o crescimento previstos para Portugal seriam ligeiramente inferiores aos apurados para a publicação feita em Dezembro. Os valores citados mostram que as diferenças seriam muito pequenas e que, dadas as incertezas que necessariamente rodeiam as previsões de variáveis como o investimento ou os salários, por exemplo, os intervalos de previsão apresentados neste *Boletim* certamente as acomodariam.

4. O **cenário de crescimento** apresentado reflecte uma ligeira desaceleração que está conforme a um ajustamento suave da economia portuguesa no sentido de uma moderação do crescimento da despesa interna que tem sido sustentada num endividamento crescente. A economia não pode continuar indefinidamente com níveis de despesa muito acima do que produz. Um endividamento dos agentes económicos associado a um nível de procura interna superior ao PIB conduz a um défice com o exterior. No entanto, para um país sem moeda própria como é agora o nosso caso, os limites do défice externo resultam essencialmente da agregação da capacidade de endividamento de cada um dos seus agentes, incluindo os bancos. Estes têm intermediado entre os agentes domésticos e o exterior endividando-se junto dos mercados interbancários da zona euro para financiar a expansão do crédito. Os mercados financeiros e os bancos estrangeiros têm proporcionado estes recursos porque avaliam de forma positiva a solidez dos bancos portugueses.

Um processo deste tipo tem naturalmente limites e a partir de certo momento inicia-se um pro-

cesso natural de moderação do aumento da despesa. O que é importante para um país inserido numa união monetária é precisamente a existência de mecanismos auto-correctores de um desequilíbrio externo excessivo, e o nosso atingiu quase 10% do PIB no ano passado. Na verdade, ou os agentes começam a moderar despesas e a aumentar os seus níveis de poupança ou os bancos apertam os seus critérios de avaliação do risco e reduzem em consequência a oferta de crédito. Quanto mais tarde começar este processo de desaceleração, mais abrupta poderá ser a paragem e maiores os riscos de uma verdadeira recessão. Por isso mesmo é desejável que a economia continue um processo de desaceleração que já é, aliás, visível no consumo e na produção industrial.

Isso em geral implica uma ligeira quebra do crescimento da economia, também parcialmente bloqueado pela situação de pleno emprego em que nos encontramos. Como referi em Julho passado: «A economia portuguesa está numa situação de pleno emprego, enquanto que a Zona do Euro tem ainda margem para crescer antes de atingir o produto potencial, dado o maior desemprego existente. Para crescer a taxas mais elevadas, Portugal necessitava de um salto de produtividade, difícil de conseguir no curto prazo, ou de recorrer à importação de mão-de-obra em maior escala.»

Não é, assim, de estranhar que outros países europeus, como a Espanha ou a Grécia, esta última agora sujeita ao efeito de uma redução das taxas de juro, apresentem crescimento mais forte que Portugal. Precisamos de aumentos de produtividade que implicam transformações estruturais do lado da oferta com melhoria da qualidade dos factores produtivos e da eficácia da sua utilização. Esse é um processo de médio e longo prazo que depende de algumas políticas públicas, criadoras de novas economias externas de produção, mas que está acima de tudo dependente de mais iniciativa empresarial.

A predominância das políticas de oferta constitui *uma das regras* que tem de respeitar uma economia inserida numa união monetária. Desprovida de instrumentos fundamentais de controlo da procura global e da instabilidade conjuntural, a política económica tem de concentrar-se noutros aspectos. A relevância das infra-estruturas, da qualidade do capital humano, dos incentivos à oferta de

trabalho, do clima favorável ao investimento produtivo e à modernização tecnológica, constituem os fundamentos da competitividade e da possibilidade de melhoria do nível de vida. Uma união monetária é um espaço de globalização das relações económicas que impõe inevitavelmente mais concorrência.

Daí decorre *uma segunda regra* a seguir por qualquer dos países da união: a aceitação da abertura ao exterior e à internacionalização das empresas dentro da lógica de um só mercado intensamente concorrencial e sujeito à disciplina de um mercado de capitais integrado. Estas e outras regras de funcionamento não foram ainda completamente compreendidas entre nós. Assistimos ainda a afloramentos de antigas formas de pensamento tributário do enquadramento em que ainda tínhamos moeda própria e controle de movimentos de capitais.

5. A ausência da interiorização plena do novo quadro de funcionamento da economia portuguesa encontra-se bastante presente nos comportamentos que têm a ver com a **inflação**. A projecção realizada no contexto do Eurosistema poderá hoje ser revista ligeiramente em baixa em virtude da evolução mais recente da taxa de câmbio do euro e do preço do petróleo. No entanto, a circunstância da inflação ter sido superior ao previsto nos últimos dois meses do ano e a incerteza quanto à política salarial aconselha prudência quanto à revisão do valor previsto para 2001.

O facto do aumento dos preços dos combustíveis ter sido realizado em finais de Março do ano passado conduz a que a inflação medida nos primeiros meses deste ano sofra uma aceleração pontual, provavelmente com valores acima de 4%, em consequência da base de comparação dos primeiros meses de 2000 ser anterior aos aumentos dos combustíveis. Conforme se indica adiante no texto sobre as perspectivas de evolução da economia, a inflação média projectada para este ano estará compreendida entre 2,9% e 3,3%, apresentando, porém, um padrão intra anual com uma forte desaceleração ao longo do ano. Estima-se, assim, que no final de 2001 a inflação se possa situar ligeiramente abaixo de 2,5%. O risco associado à inflação bastante mais elevada do início do ano resulta do facto de ser nesse período que decorrem habitualmente as principais negociações salariais e estas

poderem ser erradamente influenciadas pelos níveis mais recentes da inflação verificada.

Aliás, e mais fundamentalmente, a progressão dos salários médios em Portugal não pode continuar a ignorar o que se passa nos restantes países da zona euro. Essa é *outra regra* de funcionamento numa união monetária que não podemos ignorar: sem moeda própria e, portanto, sem a possibilidade de desvalorizações, a progressão dos salários acima das taxas de crescimento verificadas no resto da união acaba a prazo por afectar essencialmente a competitividade e o desemprego. Ou seja, tem que se tomar como referência para as decisões que influenciam custos e preços, os valores médios da zona euro por forma a ter, nomeadamente, uma progressão de custos de trabalho por unidade produzida (CTUP) que não difira continuamente do seu aumento no resto da zona. Note-se que esta variável já entra em consideração com a evolução das produtividades relativas. Na verdade, um indicador usual da competitividade em relação aos nossos parceiros comerciais é um índice que resulta da correcção da taxa de câmbio nominal pelo rácio da evolução dos CTUP's em Portugal e nos restantes países. A variação do custo de trabalho por unidade produzida é dada pela diferença entre a taxa de crescimento dos salários *nominais* e a taxa de crescimento da produtividade medida em termos *reais*. Por outro lado, em relação aos outros países da área do euro a «taxa de câmbio» é agora igual a 1 (partilhamos a mesma moeda) e a sua variação igual a zero. Logo, para manter constante a taxa de câmbio real (medida pelos CTUP's relativos) é necessário que a diferença de crescimento dos salários *nominais* entre Portugal e a zona euro seja igual à diferença de crescimento das produtividades *reais*. Só desse modo os CTUP's crescem o mesmo e a competitividade se mantém (ver anexo 1). Não é, porém, o que tem acontecido nos últimos anos (ver Quadro 1).

Nos últimos cinco anos os custos unitários de trabalho em Portugal cresceram sempre acima do verificado nos restantes países que têm composto a zona euro (excluindo, portanto, a Grécia que só aderiu este ano). É uma evolução que não pode continuar indefinidamente. A competitividade nos preços pode aguentar-se alguns anos através da compressão de margens de lucro e/ou do crescimento acima da média em algumas empresas pro-

Quadro I

CRESCIMENTO DOS CTUP'S

Em percentagem			
	1998	1999	2000
Portugal	4,2	4,0	3,9
Zona Euro	0,3	1,1	0,8
Espanha	2,3	2,3	2,4
Irlanda	3,4	2,3	2,4
Itália	-2,3	1,4	1,0

dutoras de bens transaccionáveis, mas ambas as soluções têm óbvios limites. Evidentemente que em última análise o que interessa é aquele indicador avaliado em relação a todos os nossos parceiros e concorrentes, mas a referência à área do euro para onde exportamos mais de 80% das nossas exportações e importamos mais de 70% do total, é o conjunto mais relevante.

Por outro lado, a evolução dos salários em Portugal, situando-se nos últimos anos acima da produtividade, tem reduzido as margens de rentabilidade empresarial. A longo prazo, os crescimentos salariais acabam sempre por se aproximar da progressão da produtividade, embora se possa assistir a períodos limitados de alteração da repartição funcional do rendimento. No entanto, a evolução dos últimos anos tem sido particularmente marcada (ver Quadro 2).

Quando por outro lado se procede à análise comparada de salários reais e produtividade não se pode ignorar o que se passa com os termos de troca. Com efeito, quando se verificam ganhos de termos de troca (evolução relativa de preços de exportação e importação) a manutenção da repartição funcional do rendimento implica que os salários reais tenham de crescer acima da produtividade. Do mesmo modo, quando existem perdas de termos de troca, como aconteceu em 1999 e 2000, para não afectar a rentabilidade de outros factores de produção os salários reais deveriam subir menos que a produtividade. A descida dos termos de troca significa (tudo o resto igual) uma redução do rendimento real da economia em que todos os agentes participam (ver anexo 2).

Quadro II

SALÁRIOS E PRODUTIVIDADE

Em percentagem

	1997	1998	1999	2000
Portugal				
Crescimento das remunerações nominais (total da economia)	5,8	6,0	5,3	5,7
Crescimento da produtividade	1,8	1,9	1,3	1,7
Área do euro				
Crescimento das remunerações nominais (total da economia)	2,1	1,4	1,9	2,4
Crescimento da produtividade	1,5	1,1	0,7	1,6

6. Todos os princípios básicos que acabo de recordar são válidos para a evolução das remunerações médias totais. Na prática verifica-se sempre um «desvio salarial» (*wage drift*) igual à diferença entre salários efectivamente recebidos e salários negociados. Este desvio de crescimento acima das tabelas negociadas justifica-se como consequência de promoções, de reestruturações de carreiras ou, mais simplesmente, de algumas empresas pagarem aumentos acima das tabelas. Há que contar, pois, com a diferença entre o que se negocia e o que acontece na realidade. Em Portugal essa diferença tem sido muito significativa (ver Quadro 3).

O quadro mostra com clareza a importância do fenómeno do «desvio salarial» no nosso país. Uma análise de um período mais longo revela que a dimensão daquele desvio varia fortemente com o ciclo económico. Em situação de pleno emprego como é aquela em que nos encontramos é de esperar que seja este ano tão elevado como nos últimos anos. Isso implica que se deve ter particular cuidado nos

aumentos salariais nas tabelas negociadas. Na zona euro os *salários efectivos totais* subiram apenas 2,4% em 2000 e para 2001 estima-se um valor de 2,75%. Tendo em conta esta realidade, bem como o que ocorreu nos últimos anos, resulta claro que as tabelas salariais médias deviam subir claramente menos do que 3% em 2001. Nesta perspectiva, os aumentos das tabelas salariais dos funcionários públicos em 3,71% que se poderão transformar em aumentos efectivos de mais de 6% como em anos anteriores, constituem um mau exemplo de difícil compatibilização com a situação das finanças públicas e que não deve ser seguido pelos restantes sectores da economia.

Na verdade, com um «desvio salarial» significativo, o aumento dos custos de pessoal vai criar dificuldades à execução orçamental, sendo certo que Portugal já se encontra na posição extraordinária para o seu nível de desenvolvimento de ser o país da área do euro com mais elevados custos de pessoal na Administração Pública em percen-

Quadro III

PORTUGAL

SALÁRIOS EFECTIVOS E NEGOCIADOS

Em percentagem

	1997	1998	1999	2000
Sector Empresarial:				
Crescimento dos salários efectivos.	5,3	5,1	4,8	5,0
Crescimento dos salários negociados . . .	3,6	3,1	3,3	3,5
«Desvio salarial»	1,7	2,0	1,5	1,5
Sector Público:				
Crescimento dos salários efectivos.	6,6	6,5	6,7	5,9
Crescimento dos salários negociados . . .	3,0	2,8	3,0	2,5
«Desvio salarial»	3,6	3,7	3,7	3,4

tagem do PIB. Por outro lado, verifica-se também que nos últimos anos o aumento dos vencimentos dos funcionários públicos foi superior aos dos restantes sectores da economia, sendo que a remuneração líquida média na função pública é mais elevada em cerca de um terço do que a que vigora no sector empresarial. Esta é uma realidade que apenas parcialmente é explicada pelo maior nível de qualificação escolar em média existente na Administração Pública.

Portugal precisa de uma reforma estrutural dos procedimentos de negociação salarial que obedeça aos seguintes princípios:

- 1) Ter como referencial relevante o aumento dos custos na área do euro e os diferenciais de produtividade real de que possamos beneficiar.
- 2) Introduzir salários negociados para dois anos (em vez de apenas um) para dar estabilidade e reduzir a incerteza e os custos da conflitualidade na economia. Isso acontece em vários países europeus e tenderá a generalizar-se agora que se pode confiar num regime de inflação estável em torno de 2% em toda a área do euro.
- 3) Os referenciais salariais gerais não deverão prejudicar a consideração de condições específicas sectoriais, regionais e empresariais, garantindo alguma margem de manobra negocial a nível microeconómico.

Estas orientações poderão parecer a alguns a expressão de um pensamento ortodoxo, mas correspondem, singelamente ao reconhecimento da realidade fundamental em que se move agora a economia portuguesa. Aos representantes dos trabalhadores que alimentam a ilusão de que é possível continuar a reproduzir indefinidamente a evolução dos últimos anos há que dizer que isso apenas contribuiria para fabricar desemprego futuro. O desemprego é a partir de agora a variável que ajusta e se persistir a evolução dos anos mais recentes as consequências sobre o desemprego serão também o reflexo do poder de oligopólio social dos que neste momento detêm um emprego.

A melhoria sustentável do nível de vida e a convergência para os níveis médios europeus só pode dar-se com base no crescimento da produ-

tividade real acima da dos nossos parceiros. Precisamos de uma política nacional consensual que reduza a nossa inflação de custos para valores próximos da média europeia por forma a contribuir para a competitividade das empresas portuguesas, a quem compete realizar um maior esforço de investimento e modernização tecnológica.

7. A progressão dos custos salariais dos últimos anos tem criado condições difíceis à política orçamental contribuindo para um aumento das despesas correntes do Estado. O aumento do consumo público estimulou a procura interna e contribuiu para uma política orçamental pró-cíclica a partir de 97. Apenas o orçamento para este ano, quando corrigido dos efeitos do ciclo económico, revela um impulso autónomo restritivo. O crescimento excessivo da despesa nos últimos anos retirou, porém, flexibilidade à política orçamental para fazer face a uma desaceleração do incremento das receitas fiscais nos próximos anos, o que impõe, como afirmou recentemente o Senhor Ministro das Finanças, a necessidade de reformas mais profundas para conter o crescimento da despesa. Merecem apoio os termos do mandato definido pelo Senhor Ministro para os trabalhos da Estrutura de Coordenação para a Reforma da Despesa Pública (ECORDEP) recentemente empossada. Espera-se que desses princípios e das medidas a propor pela ECORDEP beneficie a evolução das Finanças Públicas para além do que se pode hoje perspectivar.

Isso é essencial para que respeitemos mais uma das regras, a quarta que menciono, que os países de uma união monetária têm que adoptar. Com efeito, a política orçamental permanece como o único instrumento de que os países dispõem para fazerem alguma regulação da conjuntura económica. A política orçamental tem, assim, que se tornar mais flexível e, para que possa ter um efeito anti-cíclico significativo e absorver choques económicos adversos, tem que criar margem de manobra nos períodos de prosperidade. É isto que está subjacente aos princípios do Pacto de Estabilidade e Crescimento que, embora restritivos, encontram o seu sentido último na ideia de equilibrar o orçamento ao longo de um ciclo económico, permitindo défices maiores nas fases de recessão desde que compensados por excedentes em fases de forte crescimento económico.

8. As novas regras de funcionamento que referi como imperativas para os países que participam numa união monetária podem resumir-se do seguinte modo:

- a) Predominância das políticas de oferta. As que dependem de políticas públicas, como as referentes a infra-estruturas, formação de recursos humanos, incentivos à oferta de trabalho ou a um clima favorável de investimento, bem como as que decorrem do comportamento das empresas a quem se exige modernização tecnológica e aumento de produtividade.
- b) Aceitação da plena abertura ao exterior e à internacionalização das empresas, dentro da lógica de um só mercado em que as fronteiras se diluíram e onde vigora maior concorrência e a disciplina de um mercado de capitais integrado.
- c) Maior relevância da relação entre salários, competitividade e desemprego. Sem desvalorizações de moeda própria, os salários, mais do que a inflação local, determinam, a prazo, a competitividade e o desemprego.
- d) Necessidade de utilizar mais a política orçamental de forma anti-cíclica para absorver choques económicos adversos e fases recessivas, o que implica criar margem de manobra, e mesmo excedentes orçamentais, nas fases de prosperidade.

As duas últimas regras significam que, para ter sucesso, a participação numa união monetária implica essencialmente interiorizar novas normas de funcionamento em matéria de política salarial e orçamental. Trata-se de funcionar de acordo com um são princípio de realidade e retirar todas as consequências de pertencer a uma união monetária que não volta atrás. Fizemos uma opção de alcance histórico irreversível e há que assumi-la por inteiro. De outro modo não se conseguirão colher plenamente os enormes benefícios que retiramos da

nossa participação. Sem ela não estaríamos desde há alguns anos a beneficiar de um regime de taxas de juro baixas. A queda das taxas de juro durante a segunda metade da década implicou um aumento da riqueza e da capacidade de endividamento dos agentes económicos privados. Muitas famílias e empresas tornaram-se de súbito solventes para aceder ao crédito e, racionalmente, em face do novo regime de inflação e juros baixos, decidiram usá-lo para aumentar as suas despesas. As empresas aproveitaram para expandir e modernizar a sua capacidade produtiva e estima-se que o seu endividamento tenha crescido até 71,4% do PIB em 99. Por sua vez, estima-se que as famílias em 1990 tinham um endividamento de 18,5% em relação ao Rendimento Disponível e os encargos com juros representavam 4,8%. Em 1999, o rácio da dívida tinha subido para 76%, mas os encargos com juros eram apenas de 3,5% do Rendimento Disponível. Este aumento do endividamento tem a sua contrapartida no acesso a bens e serviços que melhoraram substancialmente a qualidade de vida. Ou seja, não foi apenas o aumento do rendimento real, mas também o acesso aos serviços de bens duradouros (habitação, automóveis etc.) que tornaram estes anos num período único na nossa história económica.

Esse processo tinha limites naturais associados à capacidade de endividamento de cada agente económico e vamos agora atravessar a fase de ajustamento e moderação do crescimento da despesa. Também nesta matéria vale o ditado popular segundo o qual o hábito não faz o monge. Não basta envergar as vestes enriquecedoras da união monetária é preciso também assumir as suas exigentes virtudes e regras de vida. Como assegura, porém, a sabedoria clássica, «todas as coisas excelentes são tão difíceis quanto raras».

23 de Janeiro de 2001

Vítor Constâncio

Anexo 1

CUSTOS UNITÁRIOS DO TRABALHO, SALÁRIOS E COMPETITIVIDADE

A definição de Custos de Trabalho por Unidade de Produzida (*CTUP*) é a seguinte:

$$CTUP^n = \frac{W^n \cdot L}{Y_q} = \frac{W^n}{(Y_q / L)} = \frac{W^n}{\pi^r}$$

em que *CTUP*ⁿ – Custos de trabalho por unidade produzida; *W*ⁿ – Salário nominal; *L* – Volume de emprego; *Y*_q – PIB real; π^r – produtividade real.

Em taxas de crescimento,

$$\dot{CTUP}^n = \dot{W}^n - \dot{\pi}^r$$

(variação do custo nominal por unidade produzida)

O que interessa comparar internacionalmente são os custos unitários nominais na mesma moeda.

$$CTUP\ relativo = \frac{CTUP_{es}}{CTUP_p} \cdot S$$

em que: *CTUP*_{es}, *CTUP*_p – *CTUP*'s no exterior e no país; *S* – Taxa de câmbio nominal.

Em taxas de crescimento, temos:

$$CTUP\ relativo = \left(\dot{W}_{es}^n - \dot{\pi}_{es}^r \right) + \dot{S} - \left(\dot{W}_p^n - \dot{\pi}_p^r \right)$$

em que,

$\dot{W}_{es}^n, \dot{W}_p^n$ – taxas de crescimento dos salários no exterior e no país:

$\dot{\pi}_{es}^r, \dot{\pi}_p^r$ – taxas de crescimento da produtividade real no exterior e no país

\dot{S} – taxa de variação da taxa de câmbio, que no caso da zona euro é igual a zero.

Para manter os *CTUP*'s relativos constantes, vem

$$\dot{W}_p^n - \dot{\pi}_p^r = \dot{W}_{es}^n - \dot{\pi}_{es}^r$$

o que implica,

$$\dot{W}_p^n - \dot{W}_{es}^n = \dot{\pi}_p^r - \dot{\pi}_{es}^r$$

Ou seja, para manter a competitividade, o diferencial de crescimento com o exterior dos salários nominais tem que ser igual ao diferencial de crescimento da produtividade real.

Anexo 2

EFEITO DOS TERMOS DE TROCA SOBRE A DISTRIBUIÇÃO FUNCIONAL

Consideremos as seguintes equações:

1) $\dot{P}_c = a\dot{P}_d + (1-a)\dot{P}_f$, em que \dot{P}_c representa a taxa de crescimento de um índice geral de preços no consumidor resultante de uma média ponderada da taxa de crescimento de um índice de preços domésticos \dot{P}_d (v.g. o deflator do PIB) e de um índice de preços de bens importados, \dot{P}_f .

2) $\dot{T} = \dot{P}_d - \dot{P}_f$, pelo que \dot{T} é a taxa de crescimento dos termos de troca, com os preços domésticos a servir de *proxy* dos preços de exportação.

De 2) vem 3) $\dot{P}_f = \dot{P}_d - \dot{T}$. Substituindo em 1), temos

$$\dot{P}_c = a\dot{P}_d + (1-a)\dot{P}_d - (1-a)\dot{T} = \dot{P}_d - (1-a)\dot{T}$$

$$4) \dot{P}_c - \dot{P}_d = -(1-a)\dot{T}$$

Portanto, se $\dot{T} > 0$ (ganho de termos de troca) vem $\dot{P}_c < \dot{P}_d$ e se $\dot{T} < 0$ (perda de termos de troca) vem $\dot{P}_c > \dot{P}_d$.

Analisemos agora as condições necessárias para que se mantenha a distribuição funcional do rendimento. Partimos da parte do trabalho no PIB,

$$\frac{W.L}{Y}$$

em que W é o salário nominal, L o volume de emprego e Y o PIB nominal.

Podemos escrever a mesma expressão mas com salários reais e PIB real, considerando que, quando os termos de troca podem variar, o índice geral de preços no consumidor pode variar de forma diferente de um deflator do PIB. Temos então:

$$\frac{w^r.P_c.L}{y^r.P_d} = \frac{w^r.P_c}{(y^r/L).P_d} = \frac{w^r.P_c}{\pi^r.P_d}$$

Em termos de taxas de crescimento, e para que o rácio que representa a parte do trabalho no PIB não se altere, vem:

$$\dot{w}_r - \dot{\pi}_r + (\dot{P}_c - \dot{P}_d) = 0$$

Da equação 4) temos que $\dot{P}_c - \dot{P}_d = -(1-a)\dot{T}$. Substituindo, vem

$$\dot{w}_r - \dot{\pi}_r - (1-a)\dot{T} = 0$$

ou seja,

$$\dot{w} = \dot{\pi}_r + (1-a)\dot{T}$$

Logo, quando se mantém inalterada a parte do trabalho no PIB resulta que:

- Se $\dot{T} > 0$ (ganho de termos de troca) os salários reais crescem mais do que a produtividade;
- Se $\dot{T} < 0$ (perda de termos de troca) os salários reais crescem menos do que a produtividade.

PERSPECTIVAS DA ECONOMIA PORTUGUESA PARA 2001

1. INTRODUÇÃO

Neste *Boletim Económico* são apresentadas projecções sobre crescimento, inflação e balança em Portugal para 2001 (ver Quadro 1), elaboradas no âmbito do exercício de previsão do Outono do Eurosistema (divulgado para o conjunto da área do euro no *Boletim Mensal* de Dezembro de 2000 do Banco Central Europeu - BCE).

As projecções económicas resultantes do exercício de previsão do Eurosistema são condicionadas por um conjunto relativamente completo de hipóteses referentes ao comportamento da economia mundial no horizonte considerado, abrangendo por exemplo a evolução da actividade, do comércio mundial e um conjunto de preços internacionais. Adicionalmente, assume-se como hipótese técnica que as taxas de juro de curto prazo e as taxas de câmbio bilaterais permanecem inalteradas durante todo o horizonte de projecção, aos níveis observados no momento da fixação das hipóteses (na generalidade dos casos, meados de Outubro). Em resultado, e ao contrário do que acontece com as previsões apresentadas pelas organizações internacionais — como a Comissão Europeia, a OCDE ou o FMI — este exercício não considera uma alteração de política monetária ao longo do horizonte de projecção, entendida como uma alteração das taxas de intervenção do Eurosistema.

A avaliação da evolução da economia portuguesa em 2000 — elemento de grande importância no corrente exercício de projecção macroeconómica — corresponde à apreciação divulgada recentemente pelo Banco de Portugal no *Boletim Económico* de Setembro (ver texto “A Economia Portuguesa em 2000” daquele *Boletim*). O Produto Interno Bruto (PIB) terá registado um crescimento próximo de 3 por cento, em termos reais, o que corresponde ao crescimento já observado em 1999. Ao

Quadro 1

PORTUGAL
PROJEÇÕES DO BANCO DE PORTUGAL
Taxas de variação em percentagem

	2000 ^(a)	2001
Consumo privado	[2¼ ; 3¼]	[2½ ; 3]
Consumo público	3.2	1.7
Formação Bruta de Capital Fixo ..	[5¼ ; 5¾]	[2½ ; 4½]
Procura interna	[3¼ ; 3¾]	[2½ ; 3]
Exportações	[8¼ ; 8¾]	[7½ ; 8½]
Procura global	[4¼ ; 4¾]	[3¾ ; 4¼]
Importações	[8 ; 8½]	[6¼ ; 7¼]
PIB	[2¼ ; 3¼]	[2½ ; 3]
Balança corrente + balança de capital (% PIB)	[-10 ; -9]	[-9½ ; -8½]
Índice Harmonizado de Preços no Consumidor	2.8	[2.9 ; 3.3]

(a) Estimativas/projecções divulgadas no *Boletim Económico* de Setembro de 2000, com excepção da taxa de variação média anual do IHPC.

longo de 2000 verificou-se uma significativa recomposição do padrão de crescimento, traduzida numa desaceleração do consumo privado e numa aceleração das exportações.

Para 2001, projecta-se uma tendência de desaceleração da economia portuguesa, embora de uma forma não muito acentuada, com a taxa de crescimento real do PIB a situar-se entre 2½ e 3 por cento. A desaceleração do crescimento reflectirá o progressivo abrandamento da procura interna (consumo privado, consumo público e formação bruta de capital fixo), que deverá mais do que compensar a moderação do contributo negativo da procura externa líquida. Em percentagem do PIB, o défice da balança de bens e serviços deverá estabilizar ou aumentar apenas ligeiramente. Contu-

do, o défice conjunto das balanças corrente e de capital, que traduz as necessidades de financiamento dos sectores residentes face ao exterior, deverá registar uma pequena redução, associada à recuperação das transferências de capital públicas para níveis semelhantes aos verificados em anos recentes, ultrapassada a quebra verificada em 2000, devida à transição para o III Quadro Comunitário de Apoio. No que se refere à inflação, projecta-se para 2001 uma variação média anual do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) no intervalo de 2.9 a 3.3 por cento.

2. HIPÓTESES SUBJACENTES ÀS PROJECCÕES PARA A ECONOMIA PORTUGUESA

As projecções para Portugal assentam no mesmo conjunto de hipóteses que foi utilizado nas projecções para área do euro publicadas pelo BCE. Estas hipóteses referem-se à evolução da economia mundial — actividade mundial, comércio internacional e preços internacionais — da taxa de câmbio e das taxas de juro de curto prazo. Note-se que a consistência do exercício de projecção macroeconómica do Eurosistema assegura que a previsão efectuada para cada uma das economias nacionais que constituem a área do euro foi considerada na elaboração da projecção para a economia portuguesa.

Em relação ao enquadramento externo da área do euro, as projecções do Eurosistema pressupõem que este se irá manter favorável nos próximos dois anos, em consonância com as previsões disponíveis das principais organizações internacionais. Em particular, é esperado que o crescimento da actividade económica fora da área do euro, depois de atingir 5 por cento em 2000, abrande ligeiramente para valores um pouco acima de 4 por cento em 2001. As projecções assumem que a economia norte-americana irá registar um abrandamento, após o crescimento muito elevado em 2000, e que a recuperação em curso no Japão irá prosseguir mas a um ritmo modesto. A maioria dos mercados emergentes deverá continuar a registar um crescimento robusto, com destaque para as economias asiáticas.

Após a aceleração registada em 2000, a actividade na área do euro, também de acordo com as projecções do Eurosistema, deverá continuar forte nos próximos dois anos, embora em ligeiro abran-

damento. O dinamismo da procura interna deverá manter-se relativamente sustentado no horizonte de projecção, mas o contributo da procura externa líquida, depois da notória melhoria em 2000, tornar-se-á menos significativo.

Neste contexto, tendo em conta a estrutura geográfica das exportações portuguesas, a procura externa dirigida à nossa economia deverá desacelerar progressivamente de um valor na ordem dos 10 por cento em 2000 para um valor em torno de 8 por cento em média anual em 2001.

No que respeita à evolução do preço internacional do petróleo, a hipótese considerada tem por base a trajectória implícita nos mercados de futuros para esta matéria-prima. Assim, admite-se que o preço do petróleo baixe ligeiramente ao longo de 2001, o que implica que, em média anual, fique aproximadamente ao mesmo nível de 2000. Para os preços das matérias-primas não energéticas, supôs-se que eles registarão um subida modesta em 2001.

As projecções para Portugal tiveram igualmente em conta a informação disponível sobre a evolução das contas referentes às administrações públicas, nomeadamente o Orçamento de Estado para 2001 e as informações provenientes do procedimento de défices excessivos de final de Agosto último. Mais concretamente, neste exercício de previsão assumiu-se como hipótese que o crescimento real do consumo público será em 2001 de 1.7 por cento.

Finalmente, dado o regime em vigor em Portugal de fixação dos preços dos combustíveis no consumidor, foi ainda necessário estabelecer uma hipótese sobre a evolução destes preços em 2001, o que naturalmente condiciona fortemente a projecção da taxa de inflação. Assumiu-se um aumento de cerca de 3 por cento no preço dos combustíveis no consumidor, já em Janeiro de 2001, admitindo-se que, posteriormente, estes preços se manteriam inalterados até ao fim do ano⁽¹⁾.

(1) Posteriormente à conclusão desta projecção, foi anunciada uma actualização dos preços da gasolina e do gasóleo, a ter lugar no início de Janeiro de 2001, num montante muito próximo do admitido neste exercício.

3. PERSPECTIVAS PARA A ECONOMIA PORTUGUESA EM 2001

3.1. Actividade económica

Em 2001, a economia portuguesa deverá registar uma desaceleração moderada (Quadro 1). Esta evolução reflecte a tendência, já observada em 2000, de desaceleração da procura interna, que não deverá ser inteiramente compensada pela melhoria projectada para a procura externa líquida. A previsão apresentada tem subjacente uma correcção gradual de alguns desequilíbrios que se acentuaram no passado recente, reflexo, sobretudo, da composição do crescimento da economia portuguesa.

A desaceleração projectada para a economia portuguesa resultará fundamentalmente de três factores: a desaceleração da procura externa e, em resultado, das exportações portuguesas; a desaceleração do consumo público, que contrasta com crescimentos muito elevados observados nos anos anteriores; e, finalmente, os efeitos do aumento significativo verificado ao longo de 2000 para a generalidade das taxas de juro, que são ampliados pelos elevados níveis de endividamento dos particulares e, também, das empresas não financeiras.

O consumo privado deverá desacelerar em 2001, registando um crescimento em linha com o do produto, à semelhança do observado em 2000, após a forte expansão deste agregado nos finais dos anos 90, claramente acima dos crescimentos do produto e do rendimento disponível das famílias. A considerável redução que se observou nas taxas de juro nos finais dos anos 90, a par com o expressivo crescimento do consumo público, conduziu a uma forte expansão do consumo privado, em paralelo com uma redução considerável na taxa de poupança das famílias. Apesar da moderação do crescimento do consumo privado, prevê-se a manutenção de uma taxa de variação do rendimento disponível real das famílias próxima de 3 por cento. Refira-se que a evolução projectada do rendimento disponível incorpora já as principais alterações do IRS contempladas no Orçamento de Estado para 2001. O elevado nível de endividamento já atingido pelas famílias (cerca de 85 por cento do rendimento disponível no final de 2000), a par da subida das taxas de juro (a taxa das operações principais de refinanciamento do Eurosiste-

ma subiu de 2.5 para 4.75 por cento entre Novembro de 1999 e Outubro de 2000), são factores que deverão induzir alguma recuperação dos níveis da taxa de poupança das famílias.

Estima-se que a formação bruta de capital fixo tenha mantido um dinamismo apreciável em 2000, relativamente generalizado a todas as suas componentes. Em 2001, prevê-se uma desaceleração deste agregado, ainda que mantendo um crescimento superior ao do produto (Quadro 1). Esta desaceleração será fundamentalmente determinada pela componente de investimento em construção, reflectindo uma queda do investimento das famílias em habitação. A subida das taxas de juro em 2000, o elevado nível de endividamento atingido e o crescimento extremamente acentuado do FBCF em habitação no passado recente, constituem factores explicativos para que se perspetive esta queda que é, de resto, também sugerida por indicadores com natureza prospectiva, como a emissão de licenças de construção de novos fogos para habitação. Pelo contrário, com a implementação do III Quadro Comunitário de Apoio, dever-se-á esperar, em 2001, alguma aceleração do investimento público. É nesse sentido que aponta o relatório do Orçamento do Estado para 2001, onde se prevê que ocorra um aumento significativo das transferências dos fundos estruturais. É no domínio do investimento empresarial que é maior a margem de incerteza. O forte crescimento do endividamento das empresas, bem como condições de acesso menos favoráveis aos mercados de capitais, traduzir-se-ão em restrições financeiras acrescidas, o que limitará a capacidade de investimento das empresas. Continuam, porém, a manter-se taxas de utilização da capacidade produtiva elevadas em alguns sectores da economia o que, conjugado com o crescimento significativo que se espera para as exportações em 2001, deverá constituir um apreciável incentivo ao investimento empresarial. A projecção para a evolução do conjunto da FBCF incorpora um pequeno abrandamento do investimento das empresas.

Em 2001, as exportações de bens e serviços deverão apresentar uma ligeira desaceleração, mantendo, no entanto, um crescimento elevado, em linha com a evolução projectada para a procura externa dirigida aos produtores portugueses. A desaceleração prevista para as importações de bens e serviços será mais acentuada, reflectindo o menor

crescimento da procura global. No que se refere à evolução dos preços relativos do comércio internacional, prevê-se um impacto neutro ou ligeiramente positivo da variação dos termos de troca sobre o défice de mercadorias no horizonte de previsão, após o forte impacto negativo observado em 2000 decorrente da subida do preço do petróleo. Conjuntamente, e contrariamente aos últimos anos em que se observaram fortes aumentos do défice da balança de bens e serviços portuguesa, os desenvolvimentos referidos deverão permitir manter ou aumentar apenas ligeiramente este défice em percentagem do PIB.

Prevê-se para 2001, contudo, uma pequena redução das necessidades de financiamento face ao exterior da economia portuguesa, isto é, do défice conjunto das balanças corrente e de capital. Tal resultará da recuperação das transferências de capital públicas para níveis semelhantes aos verificados em anos recentes, ultrapassada a redução verificada em 2000 com a transição para o III Quadro Comunitário de Apoio.

3.2. Inflação

A actual projecção aponta para uma taxa de inflação em 2001, medida pela variação anual do IHPC, situada no intervalo de 2.9 a 3.3 por cento, o que constitui um aumento em relação ao valor observado em 2000. Com base na informação do IHPC de Setembro, a projecção do Banco de Portugal para a variação média anual do IHPC em 2000 foi de 2.8 por cento⁽²⁾.

Apesar do previsível aumento da taxa de inflação anual em 2001, o actual cenário de previsão aponta para uma trajectória de desaceleração dos preços no consumidor ao longo de 2001, em particular a partir de Março. Embora se possa assistir a uma subida da inflação nos meses iniciais de 2001, face aos últimos meses de 2000, os preços no consumidor tenderão a desacelerar a partir do segundo trimestre. A projecção anual é consistente com uma variação homóloga durante o último trimestre de 2001 entre 2.3 e 2.9 por cento. A correcção dos efeitos associados ao aumento dos preços dos combustíveis no final de Março de 2000 e dos cres-

cimentos anormalmente elevados dos preços de alguns bens alimentares na segunda metade de 2000, bem como a progressiva dissipação dos efeitos da depreciação do euro justificarão este perfil descendente da variação homóloga de preços ao longo do ano de 2001.

A projecção de inflação para 2001 e o perfil que se observará ao longo do ano dependem crucialmente da hipótese considerada para o comportamento dos preços dos combustíveis no consumidor: um único ajustamento de cerca de 3 por cento, já em Janeiro de 2001. Por outro lado, a projecção também depende crucialmente da evolução prevista das remunerações por trabalhador. É de registar que, contrariamente ao que tem ocorrido em Portugal, na generalidade dos restantes países da área do euro se tem verificado uma variação relativamente moderada dos salários, que se espera que prossiga em 2001. Isto não obstante ter tido lugar nesses países uma maior repercussão do que em Portugal da subida do preço internacional do petróleo nos preços dos combustíveis no consumidor.

4. AVALIAÇÃO DE FACTORES DE RISCO E CONCLUSÃO

Conforme sublinhado na duas primeiras secções deste texto, as projecções apresentadas neste *Boletim* são condicionadas por um conjunto de hipóteses, entre as quais hipóteses sobre a evolução da actividade ao nível mundial e do preço do petróleo e hipóteses técnicas de taxas de juro e de câmbio constantes ao longo do período de projecção. Ora, existe um conjunto importante de riscos associados à sua possível não verificação, que podem determinar evoluções diferentes das projectadas.

No plano externo, o principal factor de risco será um crescimento da economia internacional menor do que o subjacente ao exercício de previsão, induzindo um menor dinamismo da economia portuguesa, via menor crescimento das exportações e seus reflexos sobre as outras componentes da despesa privada. Em particular, uma desaceleração mais acentuada da economia dos EUA constitui uma possibilidade não negligenciável que, quer pelo seu efeito directo na economia americana, quer pelo efeito indirecto através do abrandamento do crescimento económico na área do euro (onde se concentram os principais parceiros comerciais portugueses), teria um impacto negativo

(2) A taxa de variação média anual do IHPC situava-se, com base na informação referente ao mês de Novembro de 2000, em 2.6 por cento.

sobre o crescimento económico em Portugal e dificultaria a redução das necessidades de financiamento em relação ao exterior. Um cenário em que o maior abrandamento da economia mundial ocorresse em simultâneo com uma forte apreciação do euro tenderia a acentuar os efeitos moderadores do crescimento sobre as economias da área do euro, incluindo a economia portuguesa.

Um cenário ainda mais desfavorável corresponderia à não redução do preço internacional do petróleo que está incorporada neste exercício. A manutenção prolongada dos preços do petróleo em níveis muito elevados contribuiria para uma desaceleração ainda mais forte do crescimento económico à escala global e seria adicionalmente um factor potenciador de tensões inflacionistas. Porém, a avaliar pela redução do preço internacional do petróleo observada recentemente, a probabilidade de ocorrer uma evolução do preço do petróleo mais desfavorável do que previsto tem vindo a esbater-se, tornando-se mais prováveis, pelo contrário, reduções das cotações do petróleo para além das previstas no exercício.

A nível interno, existe algum risco de a procura interna aumentar acima do previsto, com o crescimento do consumo público a exceder o ritmo que foi assumido, à semelhança do ocorrido em anos recentes. Este factor, sobretudo se conjugado com uma desaceleração menos acentuada do investimento, traduzir-se-ia num adiamento da correcção do crescimento da procura interna e das necessidades de financiamento em relação ao exterior. Tal adiamento implicaria, no futuro, um ajustamento mais abrupto e mais substancial, traduzindo-se numa desaceleração mais acentuada do produto e num aumento da taxa de desemprego.

No que se refere aos riscos para a projecção da inflação, do lado favorável será de destacar a evolução recente da taxa de câmbio do euro, que se apreciou face ao dólar cerca de 10 por cento quando comparados o valor do final de 2000 com o valor considerado nas hipóteses do exercício de previsão. Esta apreciação, se mantida ou ampliada, melhora as perspectivas para a evolução dos preços nos países da área do euro e, naturalmente, em Portugal.

A redução observada no preço internacional do petróleo, constitui também um desenvolvimento favorável, embora o efeito directo sobre os preços dos combustíveis no consumidor em Portugal es-

Quadro 2

**CUSTOS DE TRABALHO POR UNIDADE
PRODUZIDA
TOTAL DA ECONOMIA**
Taxas de variação, em percentagem

	1998	1999	2000
Portugal	4.2	4.0	3.9
Bélgica	0.8	0.9	0.6
Alemanha	0.0	0.6	0.0
Grécia	6.4	0.6	1.6
Espanha	2.3	2.3	2.4
França	0.5	0.6	0.2
Irlanda	3.4	2.3	2.4
Itália	-2.3	1.4	1.0
Luxemburgo	0.3	0.7	2.7
Países Baixos	1.7	2.0	2.6
Áustria	0.4	0.5	-0.5
Finlândia	0.8	0.5	1.2
Área do euro	0.3	1.1	0.8

Fontes: Banco de Portugal e Comissão Europeia (Previsões Económicas do Outono-2000).

teja muito dependente da transmissão decorrente da política de fixação desses preços. Em qualquer caso, a redução do preço do petróleo não deixará de se traduzir numa diminuição das pressões inflacionistas sobre a economia portuguesa, quer por via de menores custos energéticos das empresas, quer através de menor inflação nos outros países (e, em consequência, de menor crescimento dos preços das importações).

Em sentido contrário, do lado desfavorável é de destacar que a inflação homóloga observada no último trimestre de 2000 foi superior em 0.1 p.p. ao que estava implicitamente assumido no exercício. Deste modo, apenas por efeito algébrico de base, tudo o resto constante, a inflação em 2001 deveria ser ligeiramente superior ao projectado, compensando em parte os efeitos favoráveis acima referidos.

O principal risco desfavorável para as projecções de inflação prende-se, contudo, com o comportamento dos salários. Num contexto de subida da inflação ao longo de 2000, e de perspectivas de moderação do crescimento da actividade, seria extremamente negativo para a economia portuguesa que os salários acelerassem em 2001. Neste aspecto, pelo seu efeito sinalizador, a actualização da tabela salarial da função pública em cerca de 3.7 por cento, mais 1.2 p.p. do que no ano anterior, constitui um desenvolvimento de risco.

Como referido na secção 3.2, apesar das recentes subidas de inflação nos nossos principais parceiros comerciais, os salários nesses países têm revelado um comportamento muito moderado, com crescimentos modestos dos custos unitários de trabalho (ver Quadro 2), que se espera venham a persistir ao longo do horizonte de projecção. Em Portugal, pelo contrário, as remunerações reais por trabalhador têm crescido claramente acima da produtividade, pelo que é essencial corrigir esta tendência já em 2001. Se tal acontecer, estará reunida

uma condição essencial para que não se deteriore a competitividade das empresas portuguesas. Neste caso, o inevitável e desejável ajustamento da economia portuguesa poderá ser conseguido sem grandes custos em termos de crescimento da actividade e sem subidas significativas da taxa de desemprego.

Redigido em Dezembro de 2000, com base num exercício de projecção utilizando informação até ao dia 10 de Novembro

A INFORMAÇÃO SOBRE EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO CONTIDA NOS PREÇOS DOS ACTIVOS FINANCEIROS*

*Fátima Silva***

*José Monteiro***

As técnicas de extracção de informação de expectativas sobre a evolução futura de variáveis relevantes para a política monetária, obtidas a partir de preços de activos financeiros, têm vindo a ser objecto de estudo e utilização pelos bancos centrais, desde há alguns anos a esta parte. Este artigo pretende constituir um resumo das técnicas disponíveis sobre extracção de expectativas de inflação, e da incerteza a elas associada, a partir da informação contida nos preços dos activos financeiros. É dada alguma atenção, nomeadamente, à estimação de funções de densidade de probabilidade das “expectativas de inflação implícitas”.

1. INTRODUÇÃO

Os preços dos activos financeiros reflectem expectativas de mercado por serem de carácter intrinsecamente prospectivo. Como é sabido, o preço actual de um activo financeiro é determinado pelo valor esperado actualizado do seu fluxo de reembolsos futuros. Assim, ao fixar o preço de um activo financeiro, os investidores deverão formar expectativas sobre os reembolsos futuros proporcionados pelo activo e determinar quais as taxas de desconto — incluindo o prémio de risco associado a esse investimento — a aplicar. Num mercado líquido e eficiente, o preço de um activo deve reflectir, em princípio, tanto a opinião do mercado, como as taxas de desconto que determinam esse preço. Por sua vez, as taxas de desconto utilizadas para a fixação do preço dos activos financeiros são motivadas por dois factores: a compensação pela transferência do consumo para uma data futura e

a compensação pelo risco associado à incerteza acerca do fluxo futuro dos reembolsos.

Os preços dos activos financeiros, uma vez que são continuamente actualizados, reflectem expectativas que são revistas continuamente, incorporando as informações mais recentes ao dispor do mercado. Para além de fornecerem informação sobre expectativas de mercado, os preços de certos activos financeiros, nomeadamente os produtos derivados, podem também revelar informação relevante quanto ao grau de incerteza atribuído pelo mercado aos desenvolvimentos futuros. Por exemplo, as opções sobre obrigações de dívida pública de longo prazo podem ser úteis para a obtenção de uma indicação do grau de incerteza associado à evolução futura das taxas de rendibilidade dessas obrigações. Assumindo determinadas hipóteses, estes activos podem também fornecer informação sobre a incerteza associada às expectativas de inflação neles implícitas.

Assim, os preços dos activos financeiros constituem uma ampla fonte de informação para os bancos centrais. A informação que transmitem é importante para a política monetária ao fornecer um meio de confirmação da avaliação do próprio ban-

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

** Departamento de Estudos Económicos.
Os autores agradecem os comentários de Bernardino Adão, Ferreira Machado e Maximiano Pinheiro.

co central sobre os riscos para a estabilidade dos preços, contribuindo assim para determinar as reacções de política monetária adequadas para compensar tais riscos. Além disso, a obtenção de expectativas de inflação nos mercados financeiros constitui, pelas razões acima apontadas, uma área estratégica fundamental para um banco central, na medida em que a expectativa de evolução futura de certas variáveis macro-económicas afecta a reacção dos agentes económicos às decisões de política monetária no presente.

O texto está organizado da seguinte forma: a secção 2 revê os métodos de extracção de indicadores de expectativas de inflação e a secção 3 aflo- ra os métodos de extracção de indicadores de incerteza existentes.

2. INDICADORES DE EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO

A relação entre as taxas de juro nominais implícitas nos preços de obrigações de cupão zero⁽¹⁾ de dívida pública, que diferem entre si apenas na maturidade do reembolso do capital investido, é conhecida como a estrutura temporal de taxas de juro (ou curva de rendimentos).

Uma taxa de juro nominal ou taxa de juro *spot* implícita numa obrigação de dívida pública pode ser decomposta em três elementos: (i) a taxa de juro real esperada, exigida pelos investidores pela detenção da obrigação até à sua data de vencimento; (ii) a compensação pela taxa de inflação esperada durante o período de vida da obrigação; e (iii) a compensação associada a vários prémios de risco envolvidos (nomeadamente, o prémio de risco de liquidez e o prémio de risco de inflação). Algebricamente, para um título de cupão zero que vence no momento $t+m$, esta relação, também designada por equação de Fisher, pode escrever-se:

$$i_{t,m} = r_{t,m} + E_t(\pi_{t,m}) + \lambda_{t,m}, \quad (2.1)$$

sendo $i_{t,m}$ a taxa de juro *spot* no momento t com maturidade m , $r_{t,m}$ a taxa de juro real esperada em t com maturidade m , $E_t(\pi_{t,m})$ a taxa de inflação média esperada em t para o período que medeia entre

t e $t+m$ e $\lambda_{t,m}$ uma medida dos prémios associados aos vários riscos envolvidos neste investimento para o mesmo período.

Deste modo alterações na estrutura temporal têm implícitas alterações em um ou vários destes elementos. Em concreto, a extracção de informação sobre expectativas inflacionistas a partir da curva de rendimentos é um exercício delicado dado os vários factores explicativos envolvidos. Além disso, o segmento de muito curto prazo da curva de rendimentos (até dois anos) é bastante sensível a alterações ou expectativas de alteração das taxas de intervenção do banco central, pelo que este factor explicativo adicional deve ser tomado em consideração, conjuntamente com os outros factores. A prática corrente de extracção de expectativas inflacionistas a partir das curvas de rendimento tem sido por isso de restringir a análise aos segmentos mais longos da curva de rendimentos (superior a dois anos), assumindo que, nestas maturidades, quer as taxas de juro reais, quer os prémios de risco envolvidos, são relativamente estáveis.

2.1 A abordagem de Mishkin

Se a estrutura temporal de taxas de juro possui informação acerca das expectativas de inflação, então deve haver uma forma de quantificar a relação entre as taxas de juro e as expectativas inflacionistas. Mishkin (1990a e b, 1991), propôs uma forma simples de estimar econometricamente a relação entre as taxas de juro e as expectativas inflacionistas. Nesta análise assume-se que os agentes económicos formam expectativas racionais. Mishkin parte da equação de Fischer sem prémio de risco:

$$E_t(\pi_{t,m}) = i_{t,m} - r_{t,m}, \quad (2.2)$$

Tem-se também que:

$$\pi_{t,m} = E_t(\pi_{t,m}) + e_{t,m}, \quad (2.3)$$

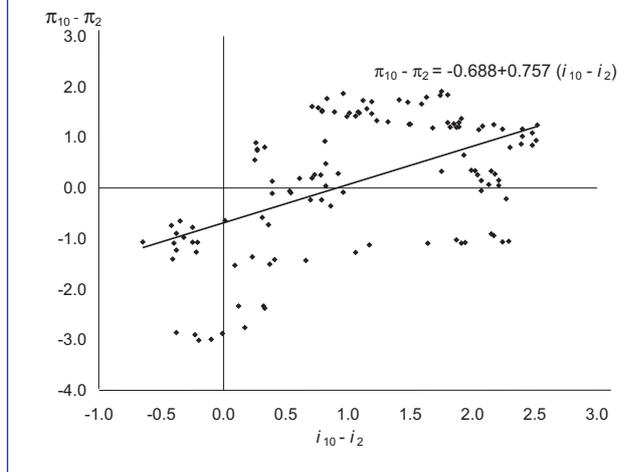
onde $e_{t,m}$ são os erros de previsão da taxa de inflação. Dado que se assumem expectativas racionais, tem-se $E_t(e_{t,m}) = 0$.

De (2.2) e (2.3) obtém-se, por substituição:

$$\pi_{t,m} = i_{t,m} - r_{t,m} + e_{t,m}. \quad (2.4)$$

(1) Uma obrigação de cupão zero é um activo que dá origem na maturidade a um único fluxo financeiro, previamente fixado.

Gráfico 2.1
A RELAÇÃO ENTRE O SPREAD DAS TAXAS
DE JURO E O DIFERENCIAL
DA TAXA DE INFLAÇÃO
10-2 anos



Considerando duas maturidades diferentes, m e n , pode analisar-se a informação contida na estrutura temporal de taxas de juro acerca da evolução futura da taxa de inflação. Da equação (2.4) aplicada a cada maturidade obtemos, fazendo a respectiva diferença:

$$\pi_{t,m} - \pi_{t,n} = i_{t,m} - i_{t,n} - (r_{t,m} - r_{t,n}) + e_{t,m} - e_{t,n}, \quad (2.5)$$

decompondo a taxa de juro real em média da amostra mais desvio relativamente á média, para as duas maturidades, m e n , obtém-se:

$$r_{t,m} = \bar{r}_m + u_{t,m}, \quad (2.6)$$

$$r_{t,n} = \bar{r}_n + u_{t,n}. \quad (2.7)$$

Assim, pode reescrever-se a equação (2.5) sob a forma de uma equação de previsão da variação da inflação:

$$\pi_{t,m} - \pi_{t,n} = \alpha + \beta(i_{t,m} - i_{t,n}) + \eta_{t,m}, \quad (2.8)$$

com $\alpha = \bar{r}_m - \bar{r}_n$ e $\eta_{t,m} = (e_{t,m} - e_{t,n}) - (u_{t,m} - u_{t,n})$. A equação (2.8) pode ser estimada de forma consistente pelo método dos mínimos quadrados ordinário (OLS), desde que se verifique a hipótese de expectativas racionais e uma estrutura temporal de

taxas de juro reais constante. Neste contexto podem testar-se a hipótese $\beta = 1$.

A aceitação da hipótese $\beta = 1$ indica que a variação do *spread* da taxa de juro nominal é um estimador não enviesado para a variação da taxa de inflação futura.

O gráfico 2.1 mostra a relação entre o diferencial de inflação 10 - 2 anos⁽²⁾ e o *spread* entre as taxas de juro a 10 - 2 anos para a Alemanha para o período Janeiro 1980 a Dezembro 1999 (dados mensais). A relação entre o *spread* de inflação e o *spread* de taxas de juro é positiva o que permite confirmar que a estrutura temporal de taxas de juro contém informação sobre a expectativa de inflação futura, ainda que enviesada⁽³⁾.

2.2 Cálculo de expectativas de inflação com obrigações indexadas

Um método mais robusto de extracção das expectativas de inflação a partir de activos financeiros surgiu com o início da emissão de obrigações indexadas em vários países. Define-se como obrigação indexada um activo cujo reembolso dos cupões e/ou capital encontram-se indexados a um índice de preços, proporcionando ao seu detentor um determinado fluxo certo em termos reais. Este tipo de obrigações distingue-se das obrigações convencionais, que garantem ao seu detentor um rendimento nominal previamente definido. No entanto, tal como nas obrigações convencionais, para países desenvolvidos, dado o risco de falência do estado ser negligenciável, o valor deste activo é na prática independente de questões de credibilidade do emitente.

Vários países emitiram obrigações indexadas à taxa de inflação⁽⁴⁾. Na área do euro apenas o Tesouro francês emite obrigações de dívida pública indexada. A primeira emissão de obrigações indexadas à inflação em França (*Obligation Assimilable*

(2) O diferencial de inflação $\pi_{10} - \pi_2$ foi calculado pela diferença entre a taxa de inflação média verificada nos dez anos subseqüentes e a taxa de inflação média nos dois anos subseqüentes. Por exemplo, para Dezembro de 1989 o diferencial de inflação corresponde há inflação média verificada entre Dezembro de 1989 e Dezembro de 1999 menos a inflação média verificada entre Dezembro de 1989 e Dezembro de 1991.

(3) Estimativa pontual de 0.757 com desvio-padrão de 0.12.

(4) Para uma análise mais detalhada ver Deacon e Derry (1998).

du Trésor Indexée (OATI)) registou-se em Setembro de 1998. Na actualidade, as obrigações indexadas vencem-se em 2009 e 2029, com um cupão anual de 3 e 3.4 por cento, respectivamente. O pagamento dos cupões e do reembolso das OATI está ligado ao Índice de Preços no Consumidor francês, excluindo o tabaco. O desfasamento da indexação é no máximo de 3 meses, podendo por isso ser considerado negligenciável.

Seja $PR_{t,m}$ o preço de uma OATI de maturidade m . Admite-se que essa obrigação indexada paga em termos reais um cupão fixo CR em cada momento $(t + s_j, j = 1, \dots, J)$ e com $s_j = m^{(5)}$. No vencimento, o detentor da obrigação será reembolsado no montante, também em termos reais, de MR . O pagamento no momento $(t + s_j)$, em termos reais, do cupão CR significa que o detentor da obrigação receberá $(1 + \pi_{t,t+s_j})^{s_j} CR$ onde $\pi_{t,t+s_j}$ é a taxa média anual de inflação no período t a $t + s_j$. De forma similar, um reembolso real de MR no vencimento da obrigação, significa que o detentor receberá nessa altura $(1 + \pi_{t,t+m})^m MR$. Define-se taxa de rendibilidade real, ou *Yield-To-Maturity Real* (YTMR), como a taxa que permite equalizar o preço de mercado da obrigação indexada ao valor actualizado dos *cash-flows* futuros, em termos reais, por ela gerados:

$$PR_{t,m} = \sum_{j=1}^J \frac{CR}{(1 + YTMR)^{s_j}} + \frac{MR}{(1 + YTMR)^m} \quad (2.9)$$

ou, de forma equivalente em termos de *cash-flows* nominais:

$$PR_{t,m} = \sum_{j=1}^J \frac{(1 + \pi_{t,t+s_j})^{s_j} CR}{(1 + \pi_{t,t+s_j})^{s_j} (1 + YTMR)^{s_j}} + \frac{(1 + \pi_{t,t+m})^m MR}{(1 + \pi_{t,t+m})^m (1 + YTMR)^m} \quad (1.10)$$

A valorização das OATI não necessita, assim, de nenhuma hipótese sobre a expectativa de inflação no prazo de vencimento da obrigação.

(5) Dado que se está a considerar o ano como unidade temporal, tem-se $s_j = s_{j-1} + 1 (j = 1, 2, \dots, J)$.

A não existência de outro tipo de instrumentos semelhante na área do euro originou que a expectativa de inflação obtida a partir das OATI seja, frequentemente, utilizada como *proxy* das expectativas de inflação no longo prazo para o conjunto da área do euro⁽⁶⁾.

2.2.1 Metodologias de cálculo da taxa de inflação implícita⁽⁷⁾ para a área do euro

A emissão simultânea de títulos indexados à inflação, proporcionando ao seu detentor um determinado rendimento real, e de títulos que garantem um determinado rendimento nominal, para a mesma maturidade, permitiu o desenvolvimento de metodologias de extracção de expectativas de inflação a partir dos preços destes instrumentos.

No caso francês, um método simples de extracção de expectativas de inflação a partir de obrigações indexadas consiste na aplicação directa da equação de Fisher sem prémio de risco. A expectativa de inflação média no período é, assim, calculada como a diferença entre a *Yield-To-Maturity* (YTM) nominal duma obrigação convencional e a YTM real implícita numa obrigação indexada, emitidas para o mesmo prazo e pelo mesmo emittente, neste caso o estado francês. Implicitamente assume-se que os investidores são neutrais ao risco, isto é, que é indiferente ao investidor deter na sua carteira obrigações indexadas ou obrigações convencionais. Isto implica que, na ausência de oportunidades de arbitragem, o rendimento nominal garantido por uma obrigação indexada será igual ao rendimento nominal auferido por uma obrigação convencional. Esta igualdade permite que a YTM nominal da obrigação indexada possa ser substituída pela YTM de uma obrigação convencional. Importa realçar que a expectativa de inflação assim obtida é uma expectativa da inflação média no período, compreendido entre o momento actual e a maturidade dos títulos considerados.

(6) Note-se que a taxa de inflação implícita nestas obrigações é calculada com base no IPC francês e não no Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), o qual é utilizado pelo Euro-sistema na definição de estabilidade de preços, mas a diferença não é relevante em termos práticos.

(7) O termo inflação implícita é a tradução da expressão inglesa de "*break-even inflation*". A inflação implícita constitui a medida das expectativas de inflação extraídas das obrigações indexadas.

Por exemplo, subtraindo à YTM nominal de uma obrigação convencional, com maturidade residual de 5 anos, a YTM real de uma obrigação indexada com o mesmo prazo residual, obter-se-ia uma expectativa de inflação média no período de 5 anos até ao vencimento de ambas as obrigações.

2.2.2 Limitações da utilização das obrigações indexadas

A diferença entre a YTM nominal e real pode revelar a alteração das expectativas inflacionistas dos investidores ao longo do tempo. Contudo, é um indicador enviesado do nível médio de inflação esperado num determinado período. Tal resulta basicamente de dois conjuntos de factores: por um lado, os dois tipos de obrigações (indexadas e convencionais) não têm o mesmo tipo de características, nomeadamente o prazo exacto para a maturidade, a estrutura de *cash-flows* e o grau de liquidez. Um segundo factor resulta da obrigação nominal ter associada um prémio de risco de inflação, em princípio, inexistente numa obrigação indexada.

No que diz respeito ao primeiro conjunto de factores, o problema resulta do facto de que a expectativa de inflação média num dado período, ao ser derivada de apenas dois títulos, ser muito sensível aos títulos considerados nesse cálculo. Por um lado, é difícil encontrar duas obrigações, uma indexada à inflação e outra nominal, com a mesma maturidade residual. Por outro lado, mesmo que as duas obrigações tenham a mesma maturidade residual, a estrutura de *cash-flows* a que dão origem pode ser diferenciada⁽⁸⁾. Uma alternativa seria calcular a expectativa de inflação média no período a partir de dois títulos com a mesma “duração”⁽⁹⁾. No entanto, segundo Deacon *et al.* (1994), esta alternativa originaria dificuldades, devido a

que a expectativa de inflação média obtida, desta forma, dissimula os prazos residuais dos títulos utilizados para o seu cálculo.

Para além destes factores, há ainda a salientar o facto de as obrigações indexadas apresentarem uma liquidez inferior às obrigações convencionais. Isto leva a que os investidores, para deterem obrigações indexadas na sua carteira, exijam um prémio de liquidez superior. Em resultado, a YTM real deverá encontrar-se sobrestimada e a expectativa de inflação implícita subestimada.

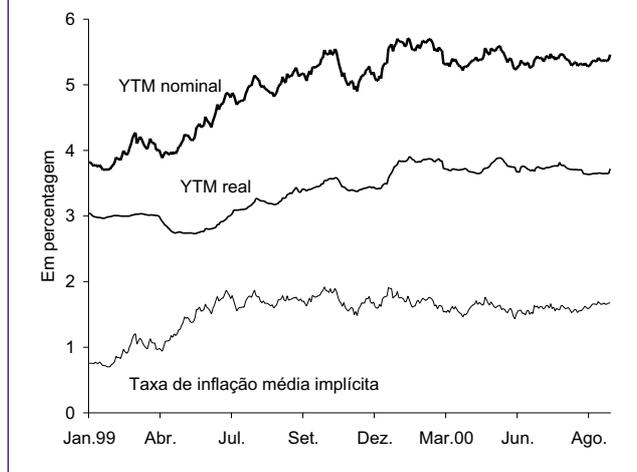
No que diz respeito ao segundo grupo de factores, o problema resulta do facto da obrigação convencional encontrar-se ainda sujeita ao risco de inflação. Desta forma, a equação de Fisher deveria incluir uma medida do prémio de risco de inflação. Conclui-se que as taxas de inflação implícitas, por efeito da não consideração do prémio de liquidez, poderão estar subestimadas, enquanto que, por efeito de não se considerar o prémio de inflação, poderão estar sobrestimadas.

A não consideração do prémio de inflação no cálculo da expectativa de inflação implícita é, provavelmente, a maior limitação da metodologia atrás descrita. Por exemplo, Remolona *et al.* (1998), combinando a informação da curva de rendimentos real e nominal estimam para o Reino Unido, no período entre Julho de 1982 e Julho de 1997, as expectativas de inflação, o prémio de risco de inflação, a taxa de juro real e o prémio de risco relacionado com factores reais. Neste trabalho, o factor de desconto real (*price kernel*) é uma função linear de um factor real, enquanto que o factor de desconto nominal é função linear de dois factores, um identificado com a inflação e o outro identificado com o factor real. Para aquele período, o prémio de risco médio da inflação para a maturidade de 2 anos foi de cerca de 100 p.b., tendo-se reduzido para 70 p.b. após a saída da libra do SME. Em suma, este trabalho mostrou que, para o caso inglês, a taxa de inflação implícita obtida pela aplicação directa da equação de Fisher sem prémio de risco sobreavalia as expectativas de inflação média para o período. Este tipo de estudos não pode ser aplicado ao caso francês uma vez que apenas fo-

(8) Por exemplo, considerando uma obrigação nominal com maturidade a 10 anos que paga um cupão semestral de 6.5 por cento e um reembolso de capital de 100 u.m., tal dará origem a um cupão semestral de 3.25 u.m. No caso de uma obrigação indexada com uma taxa de juro real de 4.25 por cento e admitindo uma taxa de inflação de 3 por cento, o cupão recebido varia entre 2.13 e 2.82 u.m. e um reembolso equivalente de 134 u.m. Em termos reais o valor dos cupões da obrigação indexada será constante (iguais a 2.13 u.m.), enquanto que a obrigação convencional dará origem a pagamentos que diminuirão pelo efeito de erosão provocado pela inflação.

(9) “Duração” de uma obrigação define-se como sendo o tempo médio que o investidor deve esperar para obter o reembolso do capital investido, em que a média é calculada ponderando os períodos pelos montantes a receber nesses períodos.

Gráfico 2.2
YTM NOMINAL, REAL E TAXA DE INFLAÇÃO IMPLÍCITA A 10 ANOS EM FRANÇA
Proxy para a área do euro



ram emitidos obrigações com maturidades de 10 e 30 anos.

2.2.3 Um indicador de expectativas de inflação para a área do euro

Dada a dificuldade de estimar adequadamente os prémios de risco de inflação e de liquidez, no que se segue vão estimar-se as expectativas de inflação média para a área do euro implícitas nos preços de obrigações de dívida pública indexadas e convencionais, partindo da hipótese de que o saldo destes prémios é relativamente baixo na área do euro. O interesse deste exercício para a política monetária é evidente uma vez que permite às autoridades monetárias, com uma frequência bastante elevada (diária), o cálculo de um indicador de expectativas dos agentes económicos para a taxa de inflação futura⁽¹⁰⁾.

O gráfico 2.2 mostra a evolução diária da YTM nominal⁽¹¹⁾ a 10 anos em França, assim como a evolução das suas duas componentes: a YTM real e a taxa de inflação implícita, para o período Janeiro 1999 a Agosto de 2000. Como já foi dito a exis-

(10) Recorde-se que uma forma alternativa de extracção de expectativas de inflação decorre dos *surveys* sobre preços no consumidor.

(11) As taxas de juro nominais e reais utilizadas a partir daqui correspondem às YTM implícitas nos preços das obrigações respectivas.

tência de títulos de dívida pública indexados apenas em França originou que a expectativa de inflação média obtida a partir das OATI seja, frequentemente, utilizada como *proxy* das expectativas de inflação no longo prazo para o conjunto da área do euro.

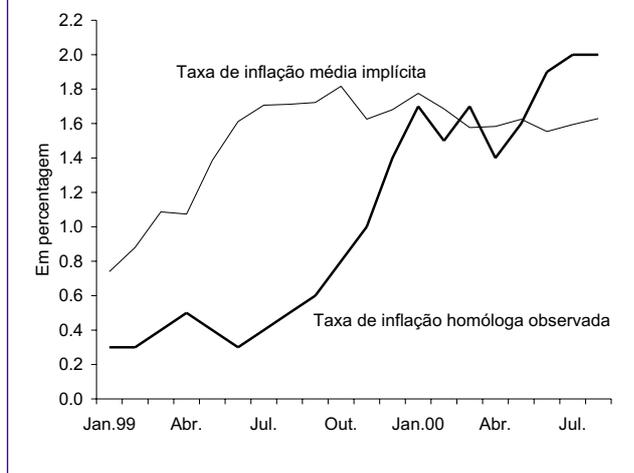
Considerando a globalidade do período, é notória a tendência crescente da YTM nominal na área do euro. Contudo, a contribuição de cada uma das componentes para esta tendência crescente não é simétrica. O crescimento da YTM nominal no primeiro semestre de 1999 ficou a dever-se, essencialmente, ao aumento da taxa de inflação esperada implícita, tendo a YTM real registado uma ligeira tendência descendente. No segundo semestre de 1999 registou-se o inverso. A YTM real iniciou uma tendência crescente até ao primeiro trimestre de 2000, enquanto a taxa de inflação implícita se manteve relativamente estável, ou mesmo com uma ligeira tendência decrescente. Nos últimos meses (sensivelmente desde o início de 2000), a YTM nominal não tem demonstrado uma tendência clara, isto porque nem a expectativa da taxa de juro real, nem a taxa de inflação implícita, têm registado variações significativas.

Apesar do curto período amostral disponível, a taxa de inflação implícita nos preços das obrigações indexadas, que representa uma expectativa média para um período de dez anos, parece comportar-se como um “indicador avançado” para a taxa de inflação homóloga corrente. O gráfico 2.3 compara a evolução, nos últimos dois anos, da taxa de inflação homóloga em França, com as expectativas de inflação implícitas nas obrigações indexadas francesas. Efectivamente, verifica-se que as últimas anteciparam, com uma relativa antecedência, a subida recente da taxa de inflação.

3. INDICADORES DE INCERTEZA

Os preços dos activos financeiros, como vimos na secção 2, fornecem informação sobre a trajectória futura esperada pelos investidores para determinadas variáveis macro-económicas, nomeadamente os níveis da actividade económica e da inflação. Em concreto, a análise ao longo do tempo da evolução das taxas de juro nominais evidencia como os agentes revêem as suas expectativas sobre os níveis futuros para aquelas variáveis. Contudo,

Gráfico 2.3
TAXA DE INFLAÇÃO OBSERVADA
E TAXA DE INFLAÇÃO IMPLÍCITA
Proxy para a área do euro



os preços dos activos financeiros apenas permitem inferir qual o valor médio esperado para o nível das variáveis macro-económicas e não fornecem indicações sobre o grau de incerteza que o mercado atribui a estas expectativas. Em termos matemáticos o grau de incerteza associado a uma variável aleatória é medido pelos momentos de ordem superior a um, nomeadamente o segundo, o terceiro e o quarto momentos⁽¹²⁾. Uma vez que as condições económicas se alteram ao longo do tempo de forma aleatória, é provável que a incerteza avaliada pelo mercado relativamente à inflação futura e à actividade económica também varie. Além disso, é de esperar que, em determinadas circunstâncias, os investidores atribuam a diferentes cenários probabilidades diferenciadas, o que pode fazer com que as distribuições de probabilidade implícitas para os vários preços futuros possam ser multimodais ou assimétricas. O cálculo de indicadores de incerteza torna-se, nestas circunstâncias, particularmente revelador do sentimento geral dos mercados.

Devido às suas características prospectivas relativamente ao preço do activo subjacente, os preços

(12) O segundo momento centrado de uma variável aleatória define o grau de dispersão das observações em torno da média, o terceiro momento define o grau de assimetria da distribuição das observações (também designado por *Skewness*) e o quarto momento define o grau de achatamento (também designado por *Kurtosis*).

dos derivados contêm intrinsecamente informações relacionadas com diversos aspectos de incerteza. Por exemplo, as opções sobre obrigações de dívida pública de longo prazo podem ser úteis para aferir o grau de incerteza associado à evolução futura das taxas de rendibilidade dessas obrigações.

Se a taxa de rendibilidade de uma obrigação de longo prazo pode ser decomposta em taxa de juro real *ex ante*, expectativas de inflação média até ao vencimento e uma componente relacionada com diversos prémios de risco, qualquer medida de incerteza extraída dos preços das opções sobre obrigações deverá também reflectir a incerteza associada a estas componentes. Porém, não existe consenso sobre a forma de separar a incerteza relacionada com as expectativas de inflação da incerteza associada à trajectória das taxas de juro reais ou dos prémios de risco. O facto de as expectativas relacionadas com estas componentes afectarem a fixação de preços dos derivados das obrigações de longo prazo exige por isso que se assumam determinadas hipóteses simplificadoras relativamente a estes factores, quando se pretende extrair e interpretar a informação prospectiva.

3.1 Principais conceitos

Os preços dos derivados financeiros (contratos a prazo, futuros e opções) reflectem as expectativas dos agentes económicos acerca da evolução futura dos preços dos activos subjacentes. No entanto, se os contratos a prazo e os futuros fornecem apenas informação sobre os valores esperados dos preços dos activos subjacentes, já os prémios das opções permitem estimar a probabilidade atribuída pelo mercado aos diversos preços possíveis dos activos subjacentes.

Neste sentido, os preços das opções contêm informação relevante para as instituições financeiras e para o sector privado em geral. Esta informação é também potencialmente útil para as autoridades monetárias, nomeadamente para a construção de indicadores de incerteza, para a avaliação do impacto das medidas de política monetária e para a detecção de anomalias no funcionamento dos mercados financeiros, assuntos que têm vindo a merecer atenção crescente da literatura.

Para calcular um indicador de incerteza associado a um activo financeiro, vai considerar-se a valorização no período t de uma opção de compra europeia⁽¹³⁾ com data de exercício T . Num mundo de agentes neutrais ao risco, o preço de uma opção (prémio) é obtido calculando o valor esperado do seu rendimento, descontado à taxa de juro sem risco, em relação à medida de probabilidade neutral ao risco. Seja S_T o preço do activo subjacente no momento T , e X o preço de exercício da opção europeia, o preço de uma opção *call* em t é dado por:

$$C(X) = e^{-i_t \tau} \int_0^{\infty} \max[S_T - X, 0] q_t(S_T) dS_T, \quad (3.1)$$

onde $\tau = T - t$ e $q(S_T)$ é a função densidade de probabilidade (FDP) neutral ao risco do preço do activo S_T , condicionada ao seu preço corrente. Diferenciando (3.1) em ordem ao preço de exercício obtemos:

$$\frac{\partial C}{\partial X} = -e^{-i_t \tau} \left(1 - \int_{-\infty}^X q(S_T) dS_T \right), \quad (3.2)$$

ou seja:

$$1 + \frac{\partial C}{\partial X} e^{i_t \tau} = P_Q[S_T \leq X]. \quad (3.3)$$

Obtém-se assim a função distribuição do preço futuro do activo subjacente. A função densidade de probabilidade com neutralidade face ao risco deduz-se através da diferenciação de (3.2) em ordem ao preço de exercício:

$$q(X) = e^{i_t \tau} \frac{\partial^2 C(X)}{\partial X^2}. \quad (3.4)$$

(13) Uma opção atribui ao comprador o direito, e não a obrigação, de realizar uma determinada transacção financeira no futuro a um preço pré-especificado, mediante o pagamento de um prémio ao vendedor da opção (uma opção *call* dá o direito de comprar enquanto uma opção *put* dá o direito de vender). O preço pré-especificado para a transacção futura é designado por preço de exercício e a data na qual, ou até à qual, a opção pode ser exercida designa-se por data de vencimento. As opções europeias só podem ser exercidas na data de vencimento, enquanto que as opções americanas podem ser exercidas em qualquer momento até essa data. Uma opção pode ser designada de diversas formas quanto aos resultados que proporciona. Assim, uma opção encontra-se *in-the-money* quando sendo imediatamente exercida origina um ganho ao seu detentor. Ao invés, se o exercício imediato da opção der lugar a um resultado negativo, diz-se que a opção está *out-of-the-money*. Se o resultado gerado pelo exercício imediato da opção for nulo diz-se que está *at-the-money*.

É esta função de densidade de probabilidade que constitui a medida da incerteza associada a uma dada expectativa média futura. De seguida vão passar-se em revista os vários métodos de estimação desta função.

3.2 Técnicas de extracção das FDP através dos preços das opções sobre taxas de juro

Os métodos existentes para a extracção das FDP a partir dos prémios de opções sobre activos financeiros podem ser agrupados em quatro classes. Na primeira classe de métodos, a FDP é estimada não parametricamente, isto é, sem se impor qualquer tipo de especificação funcional para o processo estocástico seguido pelo activo financeiro subjacente, para a função prémio da opção, para a volatilidade implícita ou para a FDP.

Na segunda classe de métodos, especifica-se uma forma funcional da FDP ou uma forma funcional do processo estocástico seguido pelo activo subjacente. No caso da escolha ter recaído sobre a forma funcional do processo estocástico é necessário derivar a FDP implícita nesse processo estocástico. Os parâmetros da FDP, quer ela tenha sido derivada ou especificada directamente, são estimados através da minimização duma função de distância entre os prémios observados e os prémios teóricos gerados pela forma funcional considerada.

Na terceira classe de métodos, estima-se, num primeiro passo, uma determinada densidade como candidata a FDP, começando-se usualmente com uma função densidade de formato simples. A FDP é depois reestimada como sendo a densidade que satisfaz simultaneamente duas condições: (i) minimiza a distância em relação à densidade estimada no primeiro passo e (ii) minimiza a distância em relação aos prémios observados.

Na quarta classe de métodos a FDP é obtida directamente a partir de uma especificação paramétrica da função prémio da opção de compra (ou da função prémio da opção de venda) ou ainda a partir da volatilidade implícita nas opções.

Na sequência aliás do que tem sido proposto na literatura sobre esta questão, nos estudos empíricos desenvolvidos tem-se optado frequentemente pela segunda categoria de métodos, especificando o processo estocástico seguido pelo activo subja-

cente e induzindo a respectiva FDP implícita nesse processo estocástico. Os parâmetros da FDP são estimados através da minimização de uma função de distância entre os prémios das opções observados e os prémios teóricos gerados pela forma funcional (directa ou indirectamente) especificada para a FDP.

A forma funcional mais utilizada para FDP tem sido a mistura de várias distribuições log-normais⁽¹⁴⁾. No caso de uma opção do tipo europeu e de uma mistura de duas distribuições tem-se o seguinte problema de optimização:

$$\begin{aligned} \text{Min}_{\mu_1, \mu_2, \sigma_1, \sigma_2, \theta} & \sum_{j=1}^N [\hat{C}(X_j, \tau) - C_j^0]^2 + \sum_{j=1}^N [\hat{P}(X_j, \tau) - P_j^0]^2 + \\ & + \lambda \left[\theta e^{\mu_1 + \frac{1}{2}\sigma_1} + (1-\theta)e^{\mu_2 + \frac{1}{2}\sigma_2} - e^{-i_r \tau} S_T \right]^2 \end{aligned} \quad (3.5)$$

onde:

$$\begin{aligned} \bullet \hat{C}(X_j, \tau) &= e^{-i_r \tau} \int_{X_j}^{\infty} (\theta q(\mu_1, \sigma_1; S_T) + (1-\theta)q(\mu_2, \sigma_2; S_T)) \\ & (S_T - X_j) dS_T, \quad (j=1, 2), \end{aligned} \quad (3.6)$$

$$\begin{aligned} \bullet \hat{P}(X_j, \tau) &= e^{-i_r \tau} \int_{X_j}^{\infty} (\theta q(\mu_1, \sigma_1; S_T) + (1-\theta)q(\mu_2, \sigma_2; S_T)) \\ & (X_j - S_T) dS_T, \end{aligned} \quad (3.7)$$

- λ é um coeficiente de penalização,
- N é o número de prémios observados para as opções de compra e opções de venda,
- $\hat{C}(X_j, \tau)$ e $\hat{P}(X_j, \tau)$ são os prémios teóricos das opções de compra e venda para os diferentes preços de exercício X_j e uma dada maturidade τ ,
- C_j^0 e P_j^0 são os prémios observados para esses preços de exercício das opções de compra e venda,

$$\bullet q(\mu_j, \sigma_j, S_T) = \frac{1}{S_T \sqrt{\sigma_j} 2\pi} \cdot e^{-\frac{(\ln S_T - \mu_j)^2}{2\sigma_j}}, \quad (3.8)$$

isto é, $q(\mu_j, \sigma_j, S_T)$ é a função densidade log-normal para os prémios *call* e *put* da opção, onde os parâmetros μ_1 e μ_2 são as médias das distribuições normais correspondentes e σ_1 e σ_2 são as respectivas variâncias e, finalmente,

- θ e $(1-\theta)$ é o peso atribuído a cada uma das distribuições.

As duas primeiras parcelas da função objectivo são a soma dos quadrados dos desvios entre os prémios observados e os prémios estimados das opções de compra e das opções de venda. A última parcela da função objectivo traduz o quadrado da diferença entre a média estimada da distribuição e o preço do futuro. Do ponto vista teórico, a média da distribuição deverá ser igual ao preço do futuro, pelo que $\lambda > 0$ traduz o coeficiente de penalização para o afastamento entre as duas medidas. No caso em que $\lambda = 0$, a penalização é nula, enquanto que no caso em que λ é muito grande ($\lambda \rightarrow \infty$) tal será equivalente a considerar um problema de optimização condicionada, com a restrição de igualdade entre a média da distribuição e o preço do futuro.

Fixado um valor para λ , sempre que existe um número suficientemente grande de preços de compra e de venda com prazos até ao vencimento idênticos, observados simultaneamente mas com preços de exercício diferentes, os parâmetros da equação (3.8), assim como θ (no caso de $\lambda > 0$), podem ser determinados pela minimização da expressão (3.5). Em linha com a prática corrente noutros bancos centrais, nomeadamente no Banco de Inglaterra e no Banco de Itália, a especificação considerada pelo Banco de Portugal é uma mistura de duas distribuições log-normais⁽¹⁵⁾ e o parâmetro de penalização foi fixado em 1.

Uma opção do tipo americano dá ao seu detentor a possibilidade de a exercer a qualquer momento até à maturidade. Assim, os prémios das opções de compra e venda teóricos são função de dois limites: um inferior e outro superior. O limite inferior é igual ao valor da opção europeia, isto é, no caso da opção americana só ser exercida na maturidade. O limite superior é igual ao valor da opção europeia no caso da maturidade corresponder ao momento presente, isto é, o que seu detentor re-

(14) Veja-se, por exemplo, Baha (1997), Melick e Thomas (1997) e Söderlind e Svensson (1997).

(15) Em Adão, Cassola e Luís (1998) concluiu-se que a estimação das funções densidade através da combinação de duas distribuições log-normais oferece vantagens em relação aos métodos alternativos, uma vez que permite obter FDP simultaneamente flexíveis — funções densidade assimétricas, com diversos graus de achatamento e/ou com mais de uma moda — e consistentes com os dados empíricos observados.

cebe por exercer imediatamente a sua opção. As equações (3.6) e (3.7) são substituídas por:

$$\hat{C}(X_j, \tau) = w_h C^S(X_j, \tau) + (1 - w_h) C^i(X_j, \tau)$$

$$C^S(X_j, \tau) = \max \left(e^{-i_t \tau} S_T - X_j, \int_{X_j}^{\infty} (\theta q(\mu_1, \sigma_1; S_T) + (1 - \theta) q(\mu_2, \sigma_2; S_T)) (S_T - X_j) dS_T \right)$$

$$C^i(X_j, \tau) = \max \left(e^{-i_t \tau} S_T - X_j, e^{-i_t \tau} \int_{X_j}^{\infty} (\theta q(\mu_1, \sigma_1; S_T) + (1 - \theta) q(\mu_2, \sigma_2; S_T)) (S_T - X_j) dS_T \right) \quad (3.9)$$

$$\hat{P}(X_j, \tau) = w_h P^S(X_j, \tau) + (1 - w_h) P^i(X_j, \tau)$$

$$P^S(X_j, \tau) = \max \left(X_j - e^{-i_t \tau} S_T, \int_{X_j}^{\infty} (\theta q(\mu_1, \sigma_1; S_T) + (1 - \theta) q(\mu_2, \sigma_2; S_T)) (X_j - S_T) dS_T \right)$$

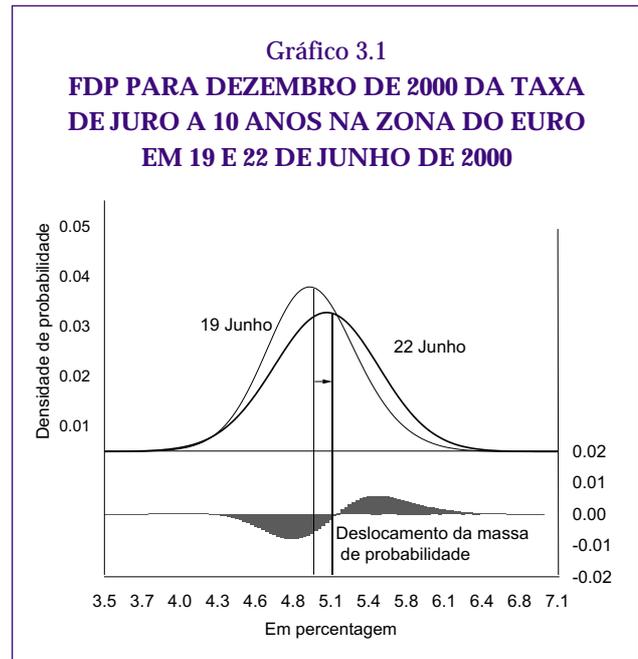
$$P^i(X_j, \tau) = \max \left(X_j - e^{-i_t \tau} S_T, e^{-i_t \tau} \int_{X_j}^{\infty} (\theta q(\mu_1, \sigma_1; S_T) + (1 - \theta) q(\mu_2, \sigma_2; S_T)) (X_j - S_T) ds_T \right) \quad (3.10)$$

$$h = \begin{cases} 1 & \text{se a opção está } in-the-money \\ 2 & \text{se a opção está } out-of-the-money \end{cases}$$

No ponto seguinte calculam-se as FDP para a taxa de juro de longo prazo da área do euro. Uma vez que as opções sobre taxas de juro de longo prazo na área do euro são do tipo americano, as expressões utilizadas foram as (3.9) e (3.10).

3.3 Cálculo de FDP para a taxa de juro de longo prazo da área do euro

No gráfico 3.1 encontram-se representadas duas FDP da taxa de juro de longo prazo da área do euro. Como *proxy* para esta taxa considera-se a taxa de rendibilidade das obrigações de dívida pública alemã a 10 anos. Dado que os contratos de opções e de futuros com maior liquidez na área do euro são os relativos aos *bunds*⁽¹⁶⁾, estes devem, em princípio, reflectir as expectativas dos investidores



sobre o nível da taxa de juro de longo prazo da área do euro⁽¹⁷⁾. As datas em confronto são 19 de Junho e 22 de Junho de 2000. O objectivo é analisar o impacto da decisão dos países da Organização dos Países Produtores de Petróleo (OPEP), em 21 de Junho, de aumentar a produção de *crude*, por forma a conter a subida do preço do petróleo observada nos meses precedentes.

(16) Os contratos de derivados sobre obrigações de dívida pública alemã (*Bund*) são transaccionados na bolsa de derivados *EUREX*. O activo subjacente às opções é um contrato de futuros que é transaccionado no mesmo mercado. Por sua vez, o activo subjacente ao contrato de futuros é um instrumento de dívida pública de longo prazo emitido pelo governo Federal Alemão, com um prazo residual para a maturidade entre 8.5 a 10.5 anos e um cupão anual de 6 por cento. As opções sobre futuros do *Bund* são do tipo americano, podendo ser exercidas em qualquer momento até à data de vencimento. Os prazos de vencimento coincidem com os meses de vencimento do contrato de futuros subjacente, os quais compreendem o ciclo de Março, Junho, Setembro e Dezembro. O último dia de negociação do contrato é o 10º dia útil do mês em que o contrato se vence.

(17) As FDP foram inicialmente estimadas para preços das obrigações de longo prazo alemãs e não para as taxas de juro. Os preços das obrigações assim obtidos foram convertidos em taxas de juro utilizando a obrigação com a entrega mais barata no dia da estimação (ou seja, quando os preços das opções são observados). A FDP associada aos preços das obrigações foi transformada na FDP associada às taxas de juro utilizando a primeira derivada do preço em ordem à taxa de juro, de acordo com a fórmula normal da mudança da variável.

Quadro 3.1

**ESTATÍSTICAS DAS EXPECTATIVAS PARA A
TAXA DE JURO DE LONGO PRAZO**

Horizonte de Dezembro de 2000

Em percentagem	19 Junho 2000	22 Junho 2000
Média	5.01	5.11
Moda	4.97	5.11
Mediana	5.00	5.11
Desvio-padrão	0.37	0.42

As funções de densidade de probabilidade estimadas para 19 de Junho e 22 de Junho mostram que a reacção dos investidores ao choque foi significativa, mas no sentido inverso ao pretendido. Efectivamente, registou-se um forte deslocamento da massa de probabilidade para a direita, o que significa que os investidores reviram em alta, e não em baixa, as suas expectativas em relação ao nível da taxa de juro de longo prazo que prevalecerá em Dezembro na área do euro. O valor mais provável para a taxa de juro a 10 anos no final do ano (medido pela moda da distribuição) sofreu um acréscimo de cerca de 14 p.b., passando de 4.97 por cento em 19 de Junho para 5.11 por cento em 22 de Junho (Quadro 3.1). A revisão em alta das expectativas foi acompanhada de um aumento da incerteza, como atesta a configuração mais alongada da FDP em 29 de Junho. Quer em 19, quer em 22 de Junho, as FDP são assimétricas positivas, ou seja, os investidores atribuem uma maior probabilidade a que a taxa de juro de longo prazo em Dezembro de 2000 seja superior à moda da distribuição do que fique aquém desta.

3.4 Extracção de FDP para as expectativas de inflação

A medida do grau de incerteza associado a uma taxa de juro de longo prazo será, no entanto, mais reveladora, se puder ser desagregada nas suas várias componentes, a saber, a incerteza relativamente à taxa de juro real, às expectativas para a taxa de inflação e ao prémio de risco. Este trabalho explora a possibilidade de extracção de indicadores de incerteza associados às expectativas de

inflação através de uma metodologia semelhante à sugerida em Söderlind e Svensson (1997).

Se existissem n preços de opções sobre taxas de juro quer reais quer nominais, com vencimento T , estes preços poderiam ser usados, sob determinadas hipóteses, para extrair as funções de densidade de probabilidade neutras ao risco implícitas para as expectativas de inflação futura. Não existindo produtos derivados sobre expectativas de inflação futura ou sobre taxas de juro reais pode, ainda assim, conjecturar-se sobre a forma como os investidores definiriam as suas expectativas, caso eles existissem.

Considere-se a equação de Fisher, referindo-a não ao momento actual t , mas ao momento de vencimento das opções, T :

$$i_{T,m} = r_{T,m} + E_T(\pi_{T,m}) + \lambda_{T,m}, \quad (3.11)$$

sendo $i_{T,m}$ a taxa de juro nominal em T para o prazo m (a data de vencimento da obrigação implícita na opção que será $T+m$), $r_{T,m}$ a taxa de juro real em T esperada no período entre T e $T+m$, $E_T(\pi_{T,m})$ a taxa de inflação esperada em T e para o mesmo período e $\lambda_{T,m}$ uma medida dos prémios associados aos vários riscos envolvidos neste investimento.

Em relação ao prémio de risco $\lambda_{T,m}$ (que representa o efeito consolidado do prémio de liquidez e de inflação), assume-se que a dimensão é reduzida. Mesmo que não o seja, não se admite que tenha uma grande variabilidade no tempo ($\Delta\lambda_{T,m} \approx 0$), pelo que a análise comparada para momentos de tempo diferentes mantém-se válida. Nesta hipótese, a taxa de juro nominal é decomposta em duas componentes: a taxa de juro real e a expectativa sobre a inflação futura, ou seja: $i_{T,m} = r_{T,m} + E_T(\pi_{T,m})$.

Se a taxa de juro real e as expectativas de inflação forem duas variáveis independentes então pode-se extrair as expectativas inflacionistas a partir da informação sobre as taxas de juro nominais e reais. A hipótese da covariância condicional nula entre as duas variáveis é equivalente a considerar-se que a variância condicional de r e a covariância condicional entre i e r são estatisticamente iguais. As duas variáveis, na amostra considerada (últimas 100 observações), tiveram um comporta-

mento semelhante e a diferença entre elas não parece significativa.

Admitindo-se que:

$$r_{T,m} \sim N(r_{t,m}, \sigma_{t,r}), \quad (3.12)$$

onde $r_{t,m}$ é a taxa real observada no momento presente t e $\sigma_{t,r}$ é a variância de $r_{T,m}$ condicional à informação disponível em t . Considerando-se também que a FDP da taxa de juro nominal é o resultado da combinação de duas distribuições normais:

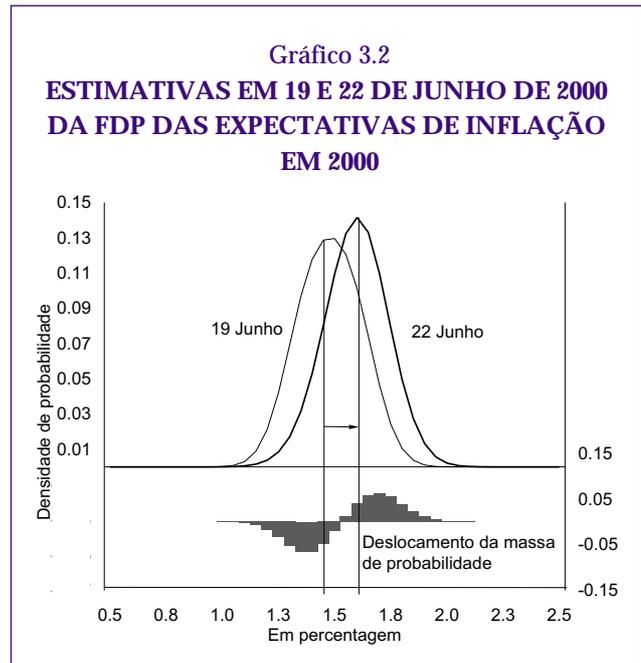
$$i \sim \theta \cdot N(\mu_{1i}, \sigma_{1i}) + (1 - \theta) \cdot N(\mu_{2i}, \sigma_{2i}). \quad (3.13)$$

Então, dada a hipótese de independência entre a taxa de juro real e as expectativas de inflação, a FDP das expectativas de inflação é igualmente o resultado da combinação linear de duas distribuições normais:

$$E_T(\pi_{T,m}) \sim \theta \cdot N(\mu_{1i} - r_{t,m}, \sigma_{1i} - \sigma_{t,r}) + (1 - \theta) \cdot N(\mu_{2i} - r_{t,m}, \sigma_{2i} - \sigma_{t,r}). \quad (3.14)$$

Note-se que (3.14) estabelece um modelo para o primeiro momento da distribuição de probabilidade da inflação futura $E_T(\pi_{T,m})$ implícita no comportamento dos mercados financeiros. Não se trata, portanto, de um modelo para distribuição da própria taxa de inflação $\pi_{T,m}$. A relevância de (3.14) decorre de ser razoável admitir que existe uma associação estreita entre a FDP da expectativa de inflação e a FDP da inflação propriamente dita.

Na prática, na construção da FDP das expectativas de inflação da área do euro assume-se que a rendibilidade das obrigações *bund* representam uma *proxy* para a taxa de juro nominal da área do euro e a rendibilidade das obrigações indexadas francesas representam uma *proxy* para a taxa de juro real da área do euro. Assim, a distribuição de probabilidade da juro nominal foi obtida a partir das opções *bund*, de acordo com o descrito na secção anterior. Por sua vez, os parâmetros da distribuição da taxa de juro real foram obtidos a partir de dados históricos da taxa de juro real implícita nas obrigações indexadas francesas. Para evitar problemas de comparabilidade resultantes de alte-



rações no *spread* entre as taxas longas francesas e alemãs, os valores observados das taxas reais foram previamente corrigidos adicionando-lhes o *spread* entre taxas nominais francesas e alemãs.

No gráfico 3.2 apresentam-se as previsões realizadas antes (19 de Junho) e depois (22 de Junho) da reunião da OPEP relativas à FDP das expectativas que em Dezembro de 2000 existirão sobre a taxa de inflação média na área do EURO para o período de 2001 a 2010. O objectivo agora é analisar em que medida a alteração da incerteza associada às expectativas da taxa de juro nominal de longo prazo ficou ou não a dever-se a uma alteração da incerteza associada às expectativas inflacionistas nesse período.

A alteração das estimativas de FDP das expectativas inflacionistas mostram que a reacção dos investidores ao choque foi significativa, mas no sentido inverso ao esperado. Registou-se um deslocamento da massa de probabilidade das FDP das expectativas inflacionistas para a direita, o que significa que os investidores reviram em alta, e não em baixa, as suas expectativas de inflação. O valor mais provável para a taxa de inflação média esperada para o decénio com início em Janeiro de 2001 (medido pela moda da distribuição) sofreu um acréscimo de cerca de 10 p.b., passando de 1,50 por cento em 19 de Junho para 1,60 por cento em 22 de Junho (Quadro 3.2).

Quadro 3.2

**ESTATÍSTICAS DAS EXPECTATIVAS
DE INFLAÇÃO**

Horizonte de Dezembro de 2000

Em percentagem	19 Junho 2000	22 Junho 2000
Média.....	1.48	1.59
Moda.....	1.50	1.60
Mediana.....	1.50	1.60
Desvio-padrão.....	0.14	0.14

Comparando a informação do Quadro 3.1 com a do Quadro 3.2 constata-se que a revisão de 14 p.b. do valor mais provável da taxa de juro de longo prazo da área do euro em Dezembro de 2000 pode ser explicada pela revisão de 10 p.b. nas expectativas de inflação. Em suma, a análise das FDP das expectativas inflacionistas confirma a análise feita na secção anterior, ou seja, a decisão dos países da OPEP em 21 de Junho, não foi considerada suficiente para inverter a trajectória ascendente do preço do petróleo, e por isso não teve o efeito pretendido nos mercados financeiros.

4. CONCLUSÃO

A presente nota fez um resumo dos mais recentes estudos teóricos e aplicados acerca da forma como os preços das obrigações de dívida pública e seus derivados podem ser utilizados para extrair informação sobre as expectativas de mercado quanto à inflação futura. Ficou patente o contributo dado pelas obrigações indexadas na construção de indicadores de expectativas de inflação. Na segunda parte deste trabalho calcularam-se funções de densidade de probabilidade da “expectativas de inflação implícitas”. Os resultados preliminares obtidos, apesar da fragilidade das suas hipóteses simplificadoras, são encorajadores.

REFERÊNCIAS

- Adão, Bernardino, Nuno Cassola e Jorge Barros Luís (1998), “Métodos de Extracção de Informação dos Prémios das Opções”, Banco de Portugal, *mimeo*.
- Bahra, Bhupinder (1997), “Implied Risk-Neutral Probability Density Functions from Option Prices: Theory and Application”, Bank of England, *Working Paper* 66.
- Deacon, Mark, Andrew Derry e A.J., (1994), “Deriving Estimates of Inflation Expectations from the Prices of UK Government Bonds”, Bank of England, *Working Paper* 23.
- Deacon, Mark e Andrew Derry (1998), “Inflation-Indexed Securities”, *Prentice Hall Europe*.
- Hull, John (1997), “Options, Futures, and Other Derivatives” (Third Edition), *Prentice-Hall*.
- Melick, Will e Charles Thomas (1997), “Recovering an Asset’s Implied PDF from Option Prices: An Application to Crude Oil During the Gulf Crises”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32, nº 1, Março.
- Mishkin, Frederic S. (1990a), “What does the term structure tell us about future inflation?”, *Journal of Monetary Economics*, 25, pp. 77-95.
- Mishkin, Frederic S. (1990b), “The information in the longer maturity term structure about inflation”, *Quarterly Journal of Economics*, 55, pp. 815-828.
- Mishkin, Frederic S. (1991), “A multi-country study of the information in the shorter maturity term structure about future inflation”, *Journal of International Money and Finance*, 10, pp. 2-22.
- Remolona, Eli, Michael R. Wickens e Frank F. Gong (1998), “What Was the Expected Inflation with Indexed Bonds”, *FRBNY Staff Reports*, nº 57, Dezembro.
- Söderlind, Paul e Lars E.O. Svensson (1997), “New Techniques to Extract Market Expectations from Financial Instruments”, *Journal of Monetary Economics*, 40, nº 2.

O AUTO-EMPREGO SERÁ RESPOSTA À RIGIDEZ DO MERCADO DE TRABALHO?*

Mário Centeno**

1. INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, a evolução do auto-emprego tem merecido grande atenção quer no plano académico quer no plano político. Esta atenção explica-se, em parte, pelo aumento da proporção dos trabalhadores auto-empregados registado na última década em vários países, nomeadamente, na Alemanha, Canadá, Nova Zelândia, Países Baixos, Portugal e Suécia (ver Quadros 1 e 2).

Têm sido avançadas diversas explicações para este crescimento da taxa de auto-emprego. Tradicionalmente, os economistas relacionam o crescimento do auto-emprego com a deterioração das condições no mercado de trabalho. Contudo, mais recentemente, os analistas têm vindo a salientar outras razões, como por exemplo: a reacção por parte do mercado ao elevado nível de tributação e à excessiva rigidez dos mercados de trabalho e do produto; as alterações na organização industrial; a existência de novas oportunidades de emprego nas economias da OCDE; e a existência de políticas especiais destinadas a incentivar a entrada no auto-emprego (para uma análise detalhada do crescimento recente do auto-emprego, ver Manser e Picot (1999) e OCDE (2000))⁽¹⁾.

O presente estudo analisa o auto-emprego não agrícola como uma alternativa próxima ao emprego assalariado e como resposta a políticas do mercado de trabalho que afectam o custo de oportunidade de entrar e permanecer auto-empregado, como é o caso da legislação de protecção ao emprego e das contribuições obrigatórias para o siste-

ma de Segurança Social efectuadas pelos auto-empregados⁽²⁾.

Este trabalho constitui uma primeira tentativa para avaliar a existência de uma interacção entre a rigidez do mercado de trabalho e variáveis que medem, de forma mais directa, o custo de estar auto-empregado, quando é avaliado o papel do auto-emprego em mercados de trabalho altamente regulamentados. Utilizando dados para um painel de países da OCDE, coloca-se a questão de saber se diferentes variáveis de política laboral, que afectam quer a oferta quer a procura de auto-emprego, podem explicar a evolução recente da estrutura do emprego nesses países.

Os resultados obtidos indicam que a existência de uma relação positiva entre a rigidez do mercado de trabalho e a percentagem de auto-emprego é sensível à inclusão de outras variáveis que captam os custos de entrar (e permanecer) no auto-emprego. A medição destes custos através do rá-

(1) A literatura existente sobre o auto-emprego salienta as características sociológicas e psicológicas dos auto-empregados e analisa o seu papel na criação de emprego para os desempregados, tendo a maior parte dos estudos analisado a relação entre as taxas de desemprego e de auto-emprego. Esses estudos incluem análises com recurso a dados individuais e análises com dados agregados, como, por exemplo, as efectuadas por Evans e Leighton (1989), Blanchflower e Meyer (1992), Meager (1992) e, mais recentemente, Borjas (1999), Carrasco (1999) e Blanchflower (2000).

(2) Em alguns países, tem existido a preocupação que os sistemas de tributação e outras políticas do mercado de trabalho possam ter encorajado o desenvolvimento de “falso” auto-emprego. Este tipo de emprego caracteriza-se por condições de trabalho muito próximas das dos trabalhadores assalariados, com a diferença que neste caso os trabalhadores declaram-se auto-empregados simplesmente para reduzir os seus encargos fiscais ou as responsabilidades dos respectivos empregadores.

* Departamento de Estudos Económicos.

** As opiniões expressas neste artigo são da inteira responsabilidade do autor e não coincidem necessariamente com a posição do Banco de Portugal.

Quadro 1

**TAXA DE AUTO-EMPREGO NO EMPREGO TOTAL (EXCLUINDO A AGRICULTURA)
1984 -1998**

Em percentagem

	1984	1989	1994	1996	1997	1998
Alemanha.....	7.55	7.77	8.46	8.99	9.25	9.36
Austrália.....	12.45	12.87	12.54	11.82	12.87	11.79
Áustria.....	7.92	6.57	6.63	6.89	7.05	7.37
Bélgica.....	12.46	12.89	13.90	14.12	14.12	13.90
Canadá.....	7.39	7.19	9.05	9.54	10.13	n.d.
Dinamarca.....	7.64	6.90	6.76	7.11	6.71	6.95
Espanha.....	17.95	17.58	18.69	18.49	18.12	17.61
Estados Unidos.....	7.63	7.51	7.50	7.25	7.16	6.97
Finlândia.....	6.87	8.65	9.90	10.26	10.00	10.00
França.....	10.50	10.47	8.80	8.51	8.58	8.17
Grécia.....	27.26	27.18	28.03	27.48	27.00	n.d.
Irlanda.....	11.45	12.92	13.57	12.82	12.93	13.40
Itália.....	21.38	22.39	22.29	22.97	22.74	22.74
Japão.....	13.00	12.04	10.08	9.69	9.69	9.66
Noruega.....	6.79	6.38	6.12	5.46	5.39	5.35
Nova Zelândia.....	13.89	14.65	15.81	15.72	15.70	16.86
Países Baixos.....	8.68	7.75	9.36	9.77	9.99	9.68
Portugal.....	16.90	16.43	19.18	19.84	19.13	n.d.
Reino Unido.....	10.22	12.37	11.99	11.75	11.71	11.40
Suécia.....	4.66	7.06	8.97	9.12	9.05	9.00
Suíça.....	10.18	10.02	9.72	9.65	9.66	9.65

Fonte: OECD *Employment Outlook* (2000).

n.d.: Dados não disponíveis.

Quadro 2

**CONTRIBUIÇÃO DO AUTO-EMPREGO PARA O CRESCIMENTO DO EMPREGO TOTAL
(EXCLUINDO A AGRICULTURA) NOS ESTADOS UNIDOS, CANADA, PORTUGAL E ESPANHA**

	Período	Crescimento (em milhares)		Auto-emprego em percentagem do crescimento total do emprego
		Auto- emprego	Emprego total	
Portugal:				
Expansão.....	1978-82	114	344	33.14
Recessão.....	1983-85	-27	-83	32.53
Expansão.....	1985-91	164	692	23.70
Recessão.....	1992-93	-176	-214	82.42
Expansão.....	1993-97	58	69	84.06
Espanha:				
Recessão.....	1977-85	110	-1039	-10.59
Expansão.....	1985-91	384	2576	14.91
Recessão.....	1991-94	27	-569	-4.10
Expansão.....	1994-97	136	1042	13.05
Estados Unidos:				
Recessão.....	1981-82	163	-871	-18.71
Expansão.....	1982-90	1199	19266	6.22
Recessão.....	1990-91	177	-1075	-16.47
Expansão.....	1989-96	239	11839	2.02
Canadá:				
Recessão.....	1981-82	18	-289	-6.12
Expansão.....	1982-90	231	2144	10.77
Recessão.....	1990-92	42	-290	-14.48
Expansão.....	1992-97	367	1089	33.70

Fonte: OECD, *Quarterly Labour Force Statistics* (diversas edições).

cio entre as contribuições para a Segurança Social por auto-empregado e o PIB *per capita*, permite encontrar uma relação não linear entre a medida de flexibilidade do mercado de trabalho e a percentagem de auto-emprego.

O principal resultado deste estudo revela que o aumento das contribuições para a Segurança Social dos auto-empregados reduz a capacidade da rigidez do mercado de trabalho em explicar o auto-emprego. Desta forma, o papel “flexibilizador” do auto-emprego é mais visível em países em que as referidas contribuições não actuam como uma barreira à entrada no auto-emprego.

Estes resultados ilustram, em parte, o insucesso de algumas das análises anteriores em relacionar o auto-emprego e a rigidez do mercado de trabalho e que consistiu na incapacidade de identificar o efeito global das políticas do mercado de trabalho sobre a estrutura do emprego. De facto, para analisar o efeito total de diferentes políticas (por exemplo, custos relativos ao despedimento de trabalhadores, contribuições obrigatórias) e/ou resultados (desemprego, desigualdade), os analistas devem pensar cuidadosamente sobre a forma como o auto-emprego (e outras variáveis do mercado de trabalho) vai responder a estas políticas e/ou resultados. É muito frequente considerar-se o auto-emprego como uma forma de sub-emprego (um substituto próximo do desemprego), em vez de se considerar o seu papel como um substituto próximo do emprego por conta de outrem (uma forma alternativa de flexibilização do mercado de trabalho).

As implicações que estes resultados têm para as decisões de política do mercado de trabalho são bastante importantes. Considerando que as diferentes políticas afectam o auto-emprego de forma diferente, os respectivos efeitos podem ser anulados, de tal forma que a omissão de uma delas pode levar-nos, erroneamente, a concluir que isoladamente não têm efeito. As políticas que actuam como uma barreira à entrada no auto-emprego podem impedir as que, potencialmente, incentivam o auto-emprego a ter efeitos perceptíveis. Assim, se por qualquer motivo, se tornar mais oneroso o início e a exploração de uma actividade em nome individual, o efeito da rigidez do mercado de trabalho sobre a entrada no auto-emprego será mais reduzido e, por conseguinte, aumentará o seu im-

pacto sobre outras variáveis do mercado de trabalho, como por exemplo, a taxa de desemprego.

O artigo encontra-se organizado da seguinte forma. A secção 2 analisa a literatura sobre a flexibilidade no mercado de trabalho e as determinantes do auto-emprego. A secção 3 apresenta a estratégia empírica e a evidência obtida utilizando um painel de 18 países da OCDE. A secção 4 apresenta a conclusão.

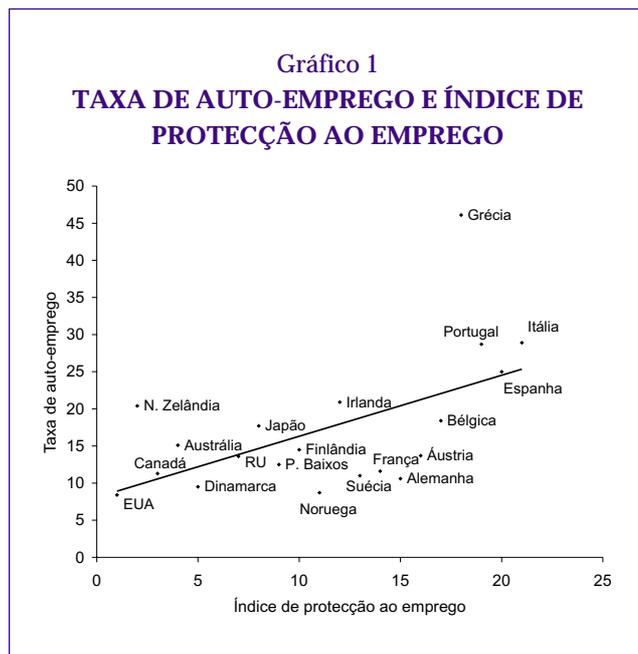
2. AUTO-EMPREGO E PROTECÇÃO AO EMPREGO

O argumento que relaciona auto-emprego com protecção ao emprego não é novo. Grubb e Wells (1993) apresentam evidência favorável à existência de uma associação positiva entre a taxa de auto-emprego e um índice de protecção ao emprego. Mais recentemente, a OCDE (1999) e Robson (2000) apresentam alguma evidência favorável a esta associação mas, utilizando dados seccionais para um conjunto de países da OCDE, demonstram que este resultado não é robusto à utilização de diferentes medidas de auto-emprego.

O primeiro estudo apresenta coeficientes de correlação simples entre um índice de protecção ao emprego e a estrutura do emprego e identifica a tendência para o auto-emprego ser mais elevado nos países que têm regulamentação dos mercados de trabalho mais rígida, enquanto que os rácios emprego/população têm uma correlação negativa com os índices de protecção ao emprego⁽³⁾. Esta associação positiva (possivelmente não linear) entre o nível de protecção ao emprego e a taxa de auto-emprego é apresentada no Gráfico 1, que confronta a taxa de auto-emprego com o índice de protecção ao emprego da OCDE (utilizando dados do final da década de 80).

Segundo a explicação avançada para este resultado, os empregadores tentam contornar os efeitos da regulamentação sobre a contratação e o despe-

(3) Para o efeito foi calculado o coeficiente de correlação de Spearman (S) entre o índice de protecção ao emprego (OCDE (1999)) e a taxa de auto-emprego. O valor obtido para S foi 0.5. Sob a hipótese nula de independência entre as variáveis, a média de S é igual a zero, o nível de significância obtido para o teste de independência entre o índice de protecção ao emprego e a taxa de auto-emprego é 0.01, o que indicia a existência de uma associação positiva entre estas duas variáveis.

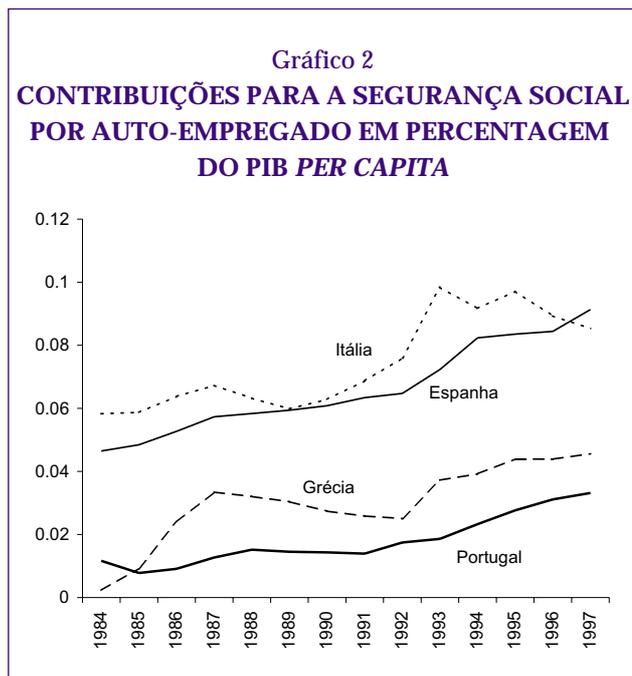


dimento de trabalhadores assalariados, através do recurso à contratação externa de trabalhadores auto-empregados.

Para além de considerar os incentivos de procura de mão-de-obra na contratação de auto-empregados, este argumento está igualmente relacionado com o custo de oportunidade da entrada no auto-emprego. Por um lado, a legislação de protecção ao emprego ao reduzir os fluxos de entrada no emprego assalariado, reduz também o custo de oportunidade da entrada no auto-emprego, uma vez que diminui as oportunidades de emprego assalariado. Contudo, por outro lado, esta redução afecta especialmente os trabalhadores que têm menos êxito no mercado de trabalho e com perspectivas mais reduzidas de lhes ser oferecido um emprego assalariado.

O impacto da legislação de protecção ao emprego pode, ainda, ser potenciado por outros factores que influenciam a probabilidade de um trabalhador entrar para o auto-emprego, nomeadamente os relacionados com a formação do rendimento do auto-emprego.

Outros autores (por exemplo, Pfeiffer e Reize (2000)) argumentam que o nível de rendimento necessário para a tomada de uma decisão a favor do auto-emprego, depende da experiência anterior do trabalhador. Contudo, esse limite é igualmente afectado pelos sistemas fiscal e contributivo em vigor no momento em que um trabalhador toma a decisão de entrar no auto-emprego. A existência



de sistemas financeiramente mais exigentes poderá aumentar esse limite e actuar como uma barreira à entrada no auto-emprego, especialmente para os trabalhadores com os níveis mais baixos de rendimentos esperados.

Na aplicação empírica efectuada neste estudo, são utilizadas as diferenças, ao longo do tempo e entre países, nas contribuições para a Segurança Social dos auto-empregados (em conjunto com o grau de flexibilidade do mercado de trabalho) para explicar as diferenças na percentagem de auto-emprego. A maior parte dos países da OCDE (especialmente os europeus) introduziu regimes de contribuição obrigatória para a Segurança Social a partir da década de 80. Embora estes regimes se destinassem primordialmente a segurar os trabalhadores auto-empregados de uma forma semelhante aos trabalhadores por conta de outrem, na prática, introduziram uma barreira à entrada no auto-emprego, especialmente para os trabalhadores com baixos níveis de rendimentos. Se o auto-emprego é constituído pelo denominado “falso auto-emprego”, isso actuará como uma transferência dos encargos com as contribuições do empregador para o trabalhador. Alguns países criaram regimes específicos para os auto-empregados, enquanto em outros países os trabalhadores auto-empregados se encontram incluídos no regime geral. Contudo, na maior parte dos casos, isto representou um aumento substancial das contribui-

ções dos auto-empregados (ver Gráfico 2), uma vez que, para impedir uma sub-declaração de rendimentos, em quase todos os casos foram definidos níveis mínimos de contribuições obrigatórias independentes do nível de actividade do trabalhador (ver Schoukens (1999), para uma descrição detalhada de todos os sistemas europeus)⁽⁴⁾.

3. A INTERACÇÃO DAS CONTRIBUIÇÕES PARA A SEGURANÇA SOCIAL E A RIGIDEZ DO MERCADO DE TRABALHO

A fim de estudar o efeito da rigidez do mercado de trabalho e das contribuições para a Segurança Social por parte dos auto-empregados sobre a incidência do auto-emprego, foi estimada a seguinte regressão:

$$SE_{it} = \beta_1 + \beta_2 LMF_{it} + \beta_3 SSC_{it} + \beta_4 (LMF * SSC)_{it} + \beta_5 X_{it} + \mu_i + \nu_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

onde SE representa a taxa de auto-emprego, LMF o índice da flexibilidade do mercado de trabalho, SSC as contribuições para a Segurança Social dos auto-empregados e X é um vector de outras variáveis explicativas. Este modelo inclui efeitos específicos dos países (μ) e temporais (ν), a fim de controlar o enviesamento por omissão de variáveis.

O termo da interacção capta possíveis não linearidades no impacto da flexibilidade do mercado de trabalho e das contribuições para a Segurança Social na taxa de auto-emprego. Como referido acima, uma vez que a primeira variável se destina a captar o comportamento da procura de auto-emprego e, a segunda, o lado da oferta do mercado, é possível que o impacto total destas variáveis sobre o auto-emprego não possa ser captado se as

(4) As comparações internacionais dos sistemas de contribuição para a segurança social dos auto-empregados são bastante difíceis de realizar. Não só a base de contribuição difere de país para país, como o conjunto de benefícios não é o mesmo. No entanto, os casos português e espanhol são de mais fácil comparação, não só porque os valores de contribuição são definidas de forma semelhante, como ainda porque os sistemas cobrem praticamente os mesmos benefícios. Em 1996, o rácio das contribuições mínimas obrigatórias em relação ao salário mínimo era, em Portugal, apenas metade do observado em Espanha. Nesse ano, as contribuições mínimas para a segurança social representavam 45 por cento do salário mínimo em Espanha e 23 por cento em Portugal.

Quadro 3

AS DETERMINANTES DA TAXA DE AUTO-EMPREGO 18 PAÍSES DA OCDE 1984-1997

Variável dependente:
Taxa de auto-emprego não agrícola

Flexibilidade	-0.023 (0.005)
Contribuições para a Segurança Social	-0.186 (0.071)
Flexibilidade * Contribuições para a Segurança Social	0.019 (0.013)
Flexibilidade ²	0.002 (0.0005)
Log PIB <i>per capita</i>	-0.136 (0.028)
Taxa de desemprego	-0.001 (0.0006)
F - teste	9.07
Número de observações	248

Notas:

As variáveis são definidas no anexo sobre os dados.
Desvios-padrão entre parêntesis.

variáveis forem incluídas isoladamente. Convém também salientar que a o efeito da rigidez do mercado de trabalho pode ser não linear. Quando essa rigidez se torna suficientemente importante para uma determinada empresa, pode-se argumentar que a empresa não despede trabalhadores assalariados e que o auto-emprego se torna mais importante. Este comportamento implica um efeito da rigidez do mercado de trabalho não linear, pelo que, em algumas especificações, foi incluída a variável LMF elevada ao quadrado.

Os resultados da estimação da equação (1), utilizando um estimador de efeitos fixos, são apresentados no Quadro 3⁽⁵⁾. O conjunto de variáveis de controlo inclui a flexibilidade elevada ao quadrado e o termo de interacção com as contribuições para a Segurança Social. De acordo com outros estudos sobre as determinantes do auto-emprego, foram ainda incluídos, como variáveis

(5) Os resultados mais detalhados da estimação deste e de outros modelos estão disponíveis se solicitados ao autor.

explicativas, o logaritmo do PIB e da taxa de desemprego⁽⁶⁾. Acs, Audretsch e Evans (1994) apresentam evidência de que o PIB *per capita* tem um impacto negativo e estatisticamente significativo sobre a percentagem de auto-emprego não agrícola numa amostra de países da OCDE. A explicação avançada para este resultado é de que ao aumento do PIB *per capita* se encontra associado uma redução da remuneração do auto-emprego em relação ao emprego assalariado. Diversos estudos também concluíram que a taxa de desemprego se encontra negativamente relacionada com a taxa de auto-emprego, como é o caso de Blanchflower (2000).

Todos os coeficientes apresentados no Quadro 3 são significativamente diferentes de zero. Contudo, o resultado mais importante é o coeficiente da interacção entre o indicador de flexibilidade do mercado de trabalho e as contribuições para a Segurança Social. O facto de ser positivo, indica que contribuições para a Segurança Social mais elevadas reduzem a capacidade que a rigidez do mercado de trabalho tem para explicar a percentagem de auto-emprego. Para níveis suficientemente altos de contribuições, a variável que mede a flexibilidade tem um impacto que deixa de ser significativamente diferente de zero.

Convém igualmente salientar que o impacto da variável da flexibilidade é não linear. Para valores mais baixos do indicador de flexibilidade, o impacto sobre a incidência do auto-emprego é maior.

Estes resultados são importantes em dois aspectos. Primeiro, explicam o insucesso das análises anteriores (OCDE (1999) e Robson (2000)) em encontrar uma relação consistentemente significativa entre a flexibilidade do mercado de trabalho e o auto-emprego. Essas análises não consideraram as não linearidades desta relação e omitiram o papel de outras variáveis de política que afectam a oferta de auto-emprego. Segundo, as implicações desses resultados a nível da definição de políticas do mercado de trabalho são bastante importantes. Considerando que políticas diferentes afectam o auto-emprego de formas diferentes, os respectivos efeitos podem-se anular, de tal forma que a omissão de uma delas leva-nos, erroneamente, a con-

cluir que cada uma delas não tem efeito isoladamente. As políticas que actuam como uma barreira à entrada no auto-emprego podem reduzir o efeito daquelas que actuam como incentivos ao auto-emprego.

4. CONCLUSÕES

Neste estudo, é analisado o papel do auto-emprego como uma alternativa próxima ao emprego assalariado e como resposta às políticas do mercado de trabalho que afectam o custo de oportunidade de entrar e permanecer auto-empregado, como por exemplo, a legislação de protecção ao emprego e as contribuições obrigatórias para o sistema de Segurança Social dos auto-empregados.

É apresentada evidência empírica para um painel de países da OCDE que mostra que a relação positiva entre a rigidez do mercado de trabalho e a percentagem de auto-emprego é sensível à inclusão de variáveis que captam os custos da entrada (e da permanência) no auto-emprego. Medindo estes custos através das contribuições para a Segurança Social dos auto-empregados (como uma fracção do PIB *per capita*), é encontrada uma relação não linear entre o auto-emprego e a flexibilidade do mercado de trabalho que é afectada pelo nível de contribuições pago pelo auto-emprego. Um maior nível de contribuições reduz a capacidade da rigidez de mercado em explicar a taxa de auto-emprego.

Estes resultados têm importantes implicações para a definição de políticas de mercado de trabalho. As políticas que actuam como uma barreira à entrada no auto-emprego podem impedir as que, potencialmente, incentivam o auto-emprego a ter efeitos perceptíveis.

Num modelo do mercado de trabalho, no qual as decisões de emprego assalariado e auto-emprego são simultâneas, os resultados acima apresentados apontam para a importância do auto-emprego como um canal fundamental da flexibilidade do mercado de trabalho, aumentando os fluxos do mercado e reduzindo os efeitos da legislação de protecção ao emprego.

(6) Foram incluídas outras variáveis, que, em termos estatísticos, demonstraram não ser significativas.

REFERÊNCIAS

- Acs, Z., D. Audretsch e D. Evans. "Why Does the Self-Employment Rate Vary Across Countries and Over Time?" Centre of Economic Policy Research, *Discussion Paper* nº 871 (1994).
- Blanchflower, David G. "Self-Employment in OECD Countries". NBER *Working Paper* nº7486 (Janeiro de 2000)
- Blanchflower, David G. e Bruce D. Meyer. "A Longitudinal Analysis of the Young Self-Employed in Australia and the United States". *Small Business Economics*, 6 (Fevereiro de 1994): 1-20.
- Borjas, George J. "The Wage Structure and Self-Selection into Self-Employment". Paper presented at the NBER Summer Institute, Cambridge (Julho de 1999).
- Carrasco, Raquel. "Transitions to and from Self-Employment in Spain: An Empirical Analysis". *Oxford Bulletin of Economic and Statistics*, 61 (Agosto de 1999): 315-41.
- Di Tella, Rafael e Robert MacCulloch. "The Consequences of Labor Market Flexibility: Panel Evidence Based on Survey Data". *mimeo* Havard University (Abril de 1999).
- Evans, D. e L.S. Leighton. "Some Empirical Aspects of Entrepreneurship". *American Economic Review*, nº 79 (Junho de 1989): 519-35.
- Grubb D. e W. Wells. "Employment Regulation and Patterns of Work in EC Countries". *OECD Economic Studies*, 0 (21) (Inverno de 1993): 7-58.
- Manser, M. e G. Picot. "The Role of Self-Employment in US and Canada Job Growth". *Monthly Labor Review*, 122 (Abril de 1999): 10-25.
- Meager, Nigel "Does Unemployment Lead to Self-Employment?" *Small Business Economics*, 4 (Junho de 1992): 87-103.
- OECD. "Employment Protection and Labour Market Performance". *OECD Employment Outlook* (Julho de 1999): 48-132.
- OECD. "The Partial Renaissance of Self-Employment". *OECD Employment Outlook*, (Julho de 2000): 155-99.
- Pfeiffer, Friedhelm e Franz Reize. "Business Start-Ups by the Unemployed - An Econometric Analysis Based on Firm Data". *Labour Economics*, 7 (Setembro de 2000): 629-63.
- Robson, Martin. "Does Stricter Employment Protection Legislation Promote Self-Employment?" *mimeo* University of Durham (Julho de 2000).
- Saint-Paul, Gilles. "Exploring the Political Economy of Labor Market Institutions". *Economic Policy*, 23 (Outubro de 1996): 265-315.
- Schoukens, Paul. "Comparison of the Social Security Law for the Self-Employed Person in the Member States of the European Union". in *EISS Yearbook 1999 - Work Patterns and Social Protection*, D. Pieters (Ed.), Kluwer Law International 1999.

ANEXO SOBRE OS DADOS

Os dados sobre a flexibilidade do mercado de trabalho utilizados no presente estudo foram retirados do *World Competitiveness Report (WCR)*. Trata-se de um inquérito anual que solicita a opinião de diversos gestores sobre, entre muitas outras questões, a flexibilidade que as empresas têm de ajustar os níveis das remunerações e do emprego às realidades económicas dos respectivos países. Di Tella e MacCulloch (1999) apresentam uma descrição detalhada destes dados, comparando-os com outros indicadores sobre a flexibilidade do mercado de trabalho. Estes autores concluem que os dados do *WCR* têm um elevado grau de correlação com a medida da OCDE. Os dados também captam a maior parte das alterações na legislação de protecção ao emprego, ocorridas nos países europeus durante o período da amostra, e que são descritas em Saint-Paul (1996).

O presente trabalho abrange o período de 1984 a 1997, que é consideravelmente mais longo do que o utilizado em estudos anteriores. Apesar de todas as críticas associadas à utilização de dados de um inquérito de opinião (e, portanto, subjectivos), a sua utilização é justificada, não só pela maior amostra disponível e por se tratar de dados de painel, como também e principalmente, pela relevância das questões analisadas.

A variável que mede a flexibilidade do mercado de trabalho varia entre 0 e 10, sendo mais ele-

vada para os mercados de trabalho mais flexíveis. Trata-se da resposta dos gestores à seguinte questão: “Qual é a flexibilidade das empresas para ajustar à realidade económica os padrões de segurança no emprego e de remuneração: 0 = nenhuma, 10 = muita”. Esta pergunta foi alterada em 1990 e, novamente, em 1992. Contudo, a interpretação básica e o objectivo da pergunta continuam a ser os mesmos, o que dá uma certa confiança na sua utilização e na interpretação dos resultados.

Para medir o custo da entrada e da permanência no auto-emprego é utilizado o rácio das contribuições para a Segurança Social dos auto-empregados em relação ao PIB *per capita*. Para construir esta variável, o nível das contribuições totais dos auto-empregados, (*Revenue Statistics*, OCDE, código 2300 - total das contribuições dos auto-empregados), é dividido pelo número de trabalhadores auto-empregados. Esta medida do nível das contribuições por auto-empregado, é depois dividida pelo PIB *per capita*, para nos dar uma medida do encargo financeiro imposto aos auto-empregados pelo regime de contribuições para a Segurança Social.

Em seguida, é apresentada a definição detalhada das variáveis utilizadas neste trabalho, bem como as respectivas médias por país (ver Quadro 1A).

Quadro 1A

MÉDIAS DAS PRINCIPAIS VARIÁVEIS PARA 1984-1997

	Flexibilidade	Taxa de auto-emprego %	Contribuições para a Segurança Social	PIB <i>per capita</i>	Taxa desemprego %
Alemanha	3.745	7.59	0.030	0.019	
Áustria	4.317	6.25	0.158	0.030	5.31
Bélgica	3.841	10.69	0.117	0.031	11.35
Canadá	6.042	8.74	0.025	0.034	9.47
Espanha	3.129	16.96	0.066	0.022	19.52
Estados Unidos	7.045	6.97	0.053	0.041	6.02
Finlândia	4.708	8.44	0.053	0.029	10.55
França	3.749	8.89	0.214	0.030	10.75
Grécia	3.743	24.15	0.066		8.84
Irlanda	5.276	12.07	0.015	0.025	13.63
Itália	3.096	20.80	0.074	0.027	10.29
Japão	5.437	10.53	0.065	0.031	2.89
Noruega	4.499	5.73	0.058	0.033	4.13
Países Baixos	4.054	8.10	0.461	0.029	6.77
Portugal	3.589	15.56	0.018	0.018	6.25
Reino Unido	6.749	10.82	0.024	0.027	8.66
Suécia	3.725	6.90	0.073	0.030	4.73
Suíça	6.976	9.27	0.076	0.037	2.40

Amostra de 18 países

Áustria, Bélgica, Canadá, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Irlanda, Itália, Japão, Países Baixos, Noruega, Portugal, Espanha, Suécia, Suíça, Reino Unido e Estados Unidos.

Definição das variáveis**Taxa de auto-emprego**

Auto-emprego não agrícola dividido pelo emprego não agrícola total: *OCDE, Labour Force Statistics*.

Taxa de desemprego

Taxa de desemprego: *OCDE, Main Economic Indicators*.

PIB per capita

Logaritmo do PIB *per capita* expresso em preços constantes de 1995 (milhões de unidades monetárias nacionais): *OCDE, Main Economic Indicators*.

Flexibilidade

Respostas à questão “Qual é a flexibilidade das empresas para ajustar à realidade económica os padrões de segurança no emprego e de remuneração: 0 = nenhuma, 10 = muita” (código 2.17 Flexibilidade Trabalho-Custo, em 1984). Em 1990, esta questão foi alterada para: “Qual é a flexibilidade da gestão para ajustar os níveis de emprego durante períodos difíceis: 0 = pouca e 100 = muita”. Em 1992, esta pergunta voltou a ser alterada para: “Qual é a flexibilidade do governo para efectuar contratações e despedimentos: 0 = muito limitada e 100 = suficiente”. Informação extraída do *World Competitiveness Report, EMF Foundation, Genebra*.

Contribuições para a Segurança Social dos trabalhadores auto-empregados

Contribuições para a Segurança Social dos auto-empregados divididas pelo PIB *per capita*: *OCDE, Revenue Statistics* e *OCDE, Main Economic Indicators*.

Janeiro*

- 11 de Janeiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 2/DMRCF/CR)** Informa de que se encontra disponível na página do Banco de Portugal na INTERNET, a lista dos activos elegíveis propostos pelo Banco de Portugal e aceites pelo Banco Central Europeu.
- 27 de Janeiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 4/DMR)** Comunica, na sequência da Carta-Circular nº 347/DMR, de 27-10-99, que a taxa de remuneração dos Títulos de Depósito Série B será de 3%, para o período trimestral de contagem de juros que se inicia em 4-2-2000.

Fevereiro

- 8 de Fevereiro (Regulamento nº 5/2000, DR nº 45, Suplemento, 2ª Série de 23 de Fevereiro)** Regulamenta, ao abrigo do disposto no nº 2 do artigo 5, no artigo 212, no nº 2 do artigo 351 e na alínea b) do nº 1 do artigo 353, todos do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei nº 486/99, de 13-11, o funcionamento dos mercados em geral e, em especial, dos mercados de bolsa. O presente regulamento entra em vigor no dia 1-3-2000.
- 8 de Fevereiro (Regulamento nº 7/2000, DR nº 45, Suplemento, 2ª Série de 23 de Fevereiro)** Estabelece, ao abrigo do disposto no artigo 11 e para os efeitos do disposto no artigo 12 do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei nº 486/99, de 13-11, o regime das sociedades de notação de risco. O presente regulamento entra em vigor em 1-3-2000.
- 8 de Fevereiro (Regulamento nº 8/2000, DR nº 45, Suplemento, 2ª Série de 23 de Fevereiro)** Estabelece, ao abrigo do disposto no nº 4 do artigo 265 do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei nº 486/99, de 13-11, as regras aplicáveis às operações de reporte e de empréstimo de valores mobiliários e exceptua deste regime as operações realizadas pelo Banco de Portugal. O presente regulamento entra em vigor em 1-3-2000.
- 10 de Fevereiro (Regulamento nº 14/2000, DR nº 45, Suplemento, 2ª Série de 23 de Fevereiro)** Estabelece, ao abrigo do disposto no nº 2 do artigo 5, no nº 2 do artigo 59, no artigo 60, no nº 6 do artigo 91, no nº 5 do artigo 99, no artigo 105 e na alínea b) do nº 1 do artigo 353, todos do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei nº 486/99, de 13-11, a regulamentação aplicável aos sistemas centralizados de valores mobiliários e ao registo obrigatório de valores mobiliários em intermediário financeiro único. O presente regulamento entra em vigor em 1-3-2000.
- 11 de Fevereiro (Aviso do Banco Central Europeu 2000/C 39/04)** Aviso do Banco Central Europeu sobre a imposição de sanções pelo não cumprimento da obrigação de constituição de reservas mínimas.
- 15 de Fevereiro (Regulamento nº 15/2000, DR nº 45, Suplemento, 2ª Série de 23 de Fevereiro)** Estabelece, ao abrigo do disposto nos nºs. 1 e 5 do artigo 260, no nº1 do artigo 264 e nos nºs. 1 e 2 do artigo 273, todos do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei nº 486/99, de 13-11, as normas relativas aos sistemas de liquidação de valores mobiliários, independentemente de quem seja a entidade gestora desses sistemas, e determina a adequação do sistema de liquidação gerido pela Associação da Bolsa de Valores de Lisboa até ao dia 1-9-2000. O presente regulamento entra em vigor com o registo na CMVM das regras operacionais por que se regem os sistemas, nos termos do nº 3 do artigo 6 do Dec.-Lei nº 486/99, de 13-11.
- 15 de Fevereiro (Regulamento nº 16/2000, DR nº 45, Suplemento, 2ª Série de 23 de Fevereiro)** Estabelece, ao abrigo do disposto no artigo 212 e no nº 4 do artigo 214 do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei nº 486/99, de 13-11, o enquadramento jurídico, a organização e o funcionamento do segundo mercado gerido pela Associação da Bolsa de Valores de Lisboa, o presente regulamento entra em vigor em 1-3-2000.

* A cronologia das medidas de política monetária do Eurosistema encontra-se no *Boletim Mensal* do Banco Central Europeu.

15 de Fevereiro (Regulamento n° 17/2000, DR n° 45, Suplemento, 2ª Série de 23 de Fevereiro)

Estabelece, ao abrigo do disposto no artigo 212 do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei n° 486/99, de 13-11, a regulamentação do funcionamento do mercado sem cotações gerido pela Associação da Bolsa de Valores de Lisboa. O presente regulamento entra em vigor em 1-3-2000.

15 de Fevereiro (Regulamento n° 18/2000, DR n° 45, Suplemento, 2ª Série de 23 de Fevereiro)

Estabelece, ao abrigo do disposto no artigo 212 do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei n° 486/99, de 13-11, as disposições aplicáveis ao Mercado Especial de Operações por Grosso (MEOG). O presente regulamento entra em vigor em 1-3-2000.

16 de Fevereiro (Carta-Circular n° 4/00/DSBDR)

Estabelece que todas as instituições de crédito sujeitas à supervisão do Banco de Portugal devem comunicar previamente os seus projectos de aquisição, directa ou indirecta, de participações qualificadas em instituições de crédito ou em instituições financeiras sediadas no estrangeiro, que representem 10% ou mais do capital da entidade ou 2% ou mais do capital da instituição participante.

Maio

16 de Maio (Regulamento do Conselho n° 1010/2000, JOCE n° 115, Série L)

Adopta medidas relativas a novas contribuições em activos de reserva exigidos pelo Banco Central Europeu.

23 de Maio (Portaria n° 284/2000, DR n° 119, 1ª Série B)

Fixa, atento o disposto na Portaria n° 95/94, de 9-2, e ao abrigo do disposto no n° 1 do art° 95 e no n° 1 do art° 196 do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Dec.-Lei n° 298/92, de 31-12, o capital social mínimo das sociedades gestoras de fundos de titularização de créditos e das sociedades de titularização de créditos.

25 de Maio (Portaria n° 289/2000, DR n° 121, 1ª Série B)

Estabelece, ao abrigo do disposto da alínea b) do n° 1 do art° 59 do Código dos Valores Mobiliários, as normas relativas ao registo de valores mobiliários escriturais junto do emitente. A presente Portaria entra em vigor em 1-3-2000.

25 de Maio (Portaria n° 290/2000, DR n° 121, 1ª Série B)

Aprova, ao abrigo do disposto na alínea a) do n° 1 do art° 59 do Código dos Valores Mobiliários, o modelo do registo da emissão de valores mobiliários junto do emitente, previsto no art° 43 daquele diploma. A presente Portaria entra em vigor no dia 1-3-2000.

26 de Maio (Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho 2000/12/CE, JOCE n° 126, Série L)

Adopta medidas relativas ao acesso à actividade das instituições de crédito e ao seu exercício. As Directivas 73/183/CEE, 77/780/CEE, 89/299/CEE, 89/646/CEE, 89/647/CEE, 92/30/CEE E 92/121/CEE, tais como alteradas pelas directivas que constam da parte A do anexo V são revogadas, sem prejuízo das obrigações dos Estados-Membros relativamente aos prazos de transposição das referidas directivas que constam da parte B do anexo V. As remissões para as directivas revogadas devem entender-se como sendo feitas para a presente directiva e passam a ler-se nos termos da tabela de correspondência que consta do anexo VI.

Junho

2 de Junho (Dec.-Lei n° 101/2000, DR n° 128, 1ª Série A)

Transpõe para a ordem jurídica interna a Directiva n° 98/7/CE, do Parlamento e do Conselho, de 16-2, que altera a Directiva n° 87/102/CEE, de 22-12-86, relativa à aproximação das disposições legislativas, regulamentares e administrativas dos Estados membros sobre o crédito ao consumo. Substitui os anexos n° 1 e 2 do Dec.-Lei n° 359/91, de 21-9, pelos anexos I e II ao presente diploma.

26 de Junho (Regulamento da CMVM n° 20/2000, DR n° 145, 1ª Série)

Estabelece, para efeitos do art° 26 do Dec.-Lei n° 276/94, de 02-11, com a redacção introduzida pelo Dec.-Lei n° 323/99, de 13-08, os termos e as con-

	dições a observar na divulgação pública de medidas de rendibilidade de fundos de investimento mobiliário. Revoga o Regulamento nº 10/97, de 26-06.
28 de Junho (Portaria nº 382/2000, DR nº 147, 1ª Série B)	Determina, nos termos do nº 3 do artº 1º do Dec.-Lei nº 88/94, de 02-04, que os valores mobiliários representativos de dívida pública emitidos ao abrigo da Resolução do Conselho de Ministros nº 19-A/2000, de 02-05, sejam acrescentados à lista publicada através da Portaria nº 377-A/94, de 15-06.
30 de Junho (Regulamento da CMVM nº 22/2000, DR nº 149, 1ª Série Suplemento)	Regula o funcionamento do Mercado Especial de Dívida Pública (MEDIP), e determina a aplicação ao referido mercado das regras constantes do Regulamento nº 5/2000, de 23-02, que não contrariem o presente diploma.
Julho	
5 de Julho (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 23/DMRCF/DMC)	Remete disquete contendo ficheiro com a lista de todas as instituições sujeitas a reservas mínimas na área do euro, em 29-06-2000.
7 de Julho (Regulamento (CE) nº 1478/2000 do Conselho, JOCE nº 167, Série L)	Altera o regulamento (CE) nº 2866/98 relativo às taxas de conversão entre o euro e as moedas dos Estados-membros que adoptam o euro. O presente regulamento entra em vigor em 01-01-2001.
7 de Julho (Decisão do Conselho nº 2000/427/CE, JOCE nº 167, Série L)	Decisão do Conselho, nos termos do nº 2 do artº 122 do Tratado, relativa à adopção da moeda única pela Grécia em 01-01-2001. É revogada, com efeitos a partir desta data, a derrogação concedida à Grécia no considerando 4 da Decisão 98/317/CE.
13 de Julho (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 13/00/DSBDR)	Recomenda, na sequência de anterior recomendação do GAFI-Grupo de Acção Financeira, que as instituições de crédito e sociedades financeiras examinem com especial atenção as operações em que as respectivas contrapartes residem ou se encontram estabelecidas nos seguintes países e territórios: Bahamas, Cayman Islands, Cook Islands, Dominica, Filipinas, Israel, Líbano, Liechtenstein, Marshall Islands, Nauru, Niue, Panamá, Rússia, St. Kitts and Nevis e St. Vincent and Grenadines.
15 de Julho (Dec.-Lei nº 144/2000, DR nº 162, 1ª Série A)	Cria uma bonificação de juros em linhas de crédito destinadas ao financiamento complementar dos projectos de investimento de natureza municipal e intermunicipal comparticipados pelo FEDER e aprovados no âmbito do Quadro Comunitário de Apoio (QCA 2000-2006) ou dos programas de iniciativa comunitária.
17 de Julho (Regulamento da CMVM nº 25/2000, DR nº 163, 2ª Série Suplemento)	Estabelece um conjunto de normas especiais aplicáveis aos serviços de registo, compensação e liquidação de operações de compra e venda de valores mobiliários realizadas fora de mercado, prestados por entidade gestora de mercado regulamentado.
17 de Julho (Aviso do Ministério das Finanças nº 11223/2000, DR nº 163, 2ª Série)	Torna público, de harmonia com o disposto no art. 2º do Dec.-Lei nº 1/94, de 04-01, que a taxa média a vigorar no mês de Julho de 2000 é de 2,53672%, a qual, multiplicada pelo factor 1,10, é de 2,79039%.
17 de Julho (Aviso do Ministério das Finanças nº 11224/2000, DR nº 163, 2ª Série)	Torna público, de harmonia com o disposto na parte final do art. 1 do Dec.-Lei nº 125/92, de 3-7, que a taxa de juro para o mês de Julho de 2000, já multiplicada pelo factor 0,96, é de 2,43525%.
18 de Julho (Regulamento da CMVM nº 23/2000, DR nº 164, 2ª Série)	Institui, ao abrigo do disposto no nº 1 do art. 34 do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei nº 486/99, de 13-11, o procedimento de mediação voluntária de conflitos emergentes de relações que envolvam valores mobiliários.

**19 de Julho (Regulamento da CMVM
n.º 24/2000, DR n.º 165, 2.ª Série)**

Procede à revisão da base regulamentar relativa à informação a divulgar ao mercado. Altera diversos artigos, adita os artigos 1-A e 1-B, e republica na íntegra, com as modificações introduzidas, o Regulamento n.º 11/2000, de 10-02.

**19 de Julho (Aviso do Banco de Portugal
n.º 1/2000, DR n.º 165, 1.ª Série B)**

Estabelece, ao abrigo dos arts. 99 e 196 do Dec.-Lei n.º 298/92, de 31-12 (Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras), a relação entre os fundos próprios das sociedades de titularização de créditos e o montante das respectivas emissões de obrigações titularizadas que estejam nas condições previstas no art. 50 do Dec.-Lei n.º 453/99, de 05-11.

**19 de Julho (Despacho n.º 14580/2000, DR
n.º 165, 2.ª Série)**

Autoriza, ao abrigo do disposto no n.º 2 do art.º 92 da Lei n.º 3-B/2000, de 04-04, o Instituto de Gestão do Crédito Público a intervir no mercado secundário de dívida pública como parte em operações de reporte, tendo por objecto valores mobiliários representativos de dívida pública directa do Estado admitidos ao mercado especial de dívida pública (MEDIP).

**24 de Julho (Aviso do Banco de Portugal
n.º 2/2000, DR n.º 169, 1.ª Série B)**

Dá nova redacção ao primeiro travessão da alínea c) do n.º 2 da parte I do anexo ao Aviso n.º 1/93, de 19-05, publicado no DR, 2.ª Série, n.º 133 Suplemento, de 08-06-1993.

**25 de Julho (Carta-Circular do Banco de
Portugal n.º 24/DMR)**

Comunica, na sequência da Carta-Circular n.º 347/DMR, de 27-10-99, que a taxa de remuneração dos Títulos de Depósito Série B será de 4,28%, para o período trimestral de contagem de juros que se inicia em 04-08-2000.

Agosto

**1 de Agosto (Regulamento da CMVM,
n.º 28/2000, DR n.º 176, 2.ª Série)**

Determina regras sobre fundos próprios, requisitos de controlo interno e de prestação de informações à CMVM a que ficam sujeitas as entidades gestoras de mercados, de sistemas de liquidação de valores mobiliários e de sistemas centralizados de valores mobiliários, assim como as sociedades gestoras de participações sociais das mesmas.

**2 de Agosto (Carta-Circular do Banco de
Portugal n.º 25/DMRCF/DMC)**

Remete disquete contendo ficheiro com a lista de todas as instituições sujeitas a reservas mínimas na área do euro, em 28-07-2000.

**9 de Agosto (Portaria n.º 1197/2000, DR,
n.º 183, 2.ª Série)**

Altera a Portaria n.º 95/94, de 9-2, estabelecendo novos montantes mínimos para o capital social das Caixas de Crédito Agrícola Mútuo.

**10 de Agosto (Decreto-Lei n.º 181/2000, DR
n.º 184, 1.ª Série A)**

Altera o Dec.-Lei n.º 408/91, de 17-10, que estabeleceu o novo regime jurídico das obrigações de caixa.

**17 de Agosto (Orientação do Banco
Central Europeu n.º 2000/516/CE, JOCE
n.º 207, Série L)**

Orientação relativa à gestão dos activos de reserva do Banco Central Europeu pelos Bancos Centrais Nacionais e aos negócios jurídicos relativos às operações relacionadas com os activos de reserva do Banco Central Europeu (BCE/2000/1). A presente Orientação entra em vigor em 3-2-2000.

**19 de Agosto (Regulamento da CMVM
n.º 26/2000, DR n.º 191, 2.ª Série)**

Altera os arts. 5 (definição de critérios adoptados para valorização dos activos cotados) e 9 (responsabilidade da entidade gestora) do Regulamento n.º 16/99, relativo à valorização dos activos integrantes do património dos fundos de investimento mobiliário e de cálculo do valor da unidade de participação, publicado no DR, 2.ª Série, n.º 240, de 14-10-99.

**19 de Agosto (Regulamento da CMVM
n.º 27/2000, DR n.º 191, 2.ª Série)**

Altera o art. 7 (Informação) do Regulamento n.º 21/99, relativo à utilização de instrumentos financeiros derivados pelos fundos de investimento mobiliário, publicado no DR, 2.ª Série, n.º 295, de 21-12-99.

**22 de Agosto (Aviso do Banco de Portugal
n.º 3/2000, DR n.º 193, 1.ª Série B)**

Cria o Sistema de Débitos Directos (SDD). O presente aviso entra em vigor no dia 1-10-2000.

23 de Agosto (Regulamento da CMVM nº 30/2000, DR nº 194, 2ª Série)

Altera o art. 67 (representante para as relações com o mercado) do Regulamento nº 10/2000, relativo a ofertas e emitentes, publicado no DR, 2ª Série, nº 45 Supl., de 23-2-2000.

23 de Agosto (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 27/DMR)

Dá conhecimento das alterações introduzidas na Instrução nº 1/99 (BNPP n.1, de 15-1-99), no que diz respeito a margens de avaliação *haircuts* aplicadas a alguns activos da Lista 1 e aos activos da Lista 2. Estas alterações serão aplicadas a partir de 31-8-2000.

23 de Agosto (Regulamento da CMVM nº 29/2000, DR nº 194, 2ª Série)

Revoga o art. 8 e altera o nº 2 do art. 2 (características de activos subjacentes) bem como os arts. 4 (determinação do preço do activo subjacente), 6 (vicissitudes do activo subjacente), 12 (negociabilidade em mercado de bolsa a contado) e 13 (admissão à negociação de *warrants* emitidos por entidades sujeitas a lei pessoal estrangeira) do Regulamento nº 19/99, relativo a *warrants* autónomos, publicado no DR, 2ª Série, nº 275, de 25-11-99.

29 de Agosto (Aviso do Banco de Portugal nº 4/2000, DR nº 199, 1ª Série B)

Estabelece, ao abrigo do nº 2 do art. 3 do Dec.-Lei nº 408/91, de 17-10, com a redacção que lhe foi dada pelo Dec.-Lei nº 181/2000, de 10-08, as condições de remuneração das obrigações de caixa de valor nominal inferior a 50.000 euros que sejam objecto de oferta pública de subscrição.

Setembro

5 de Setembro (Regulamento da CMVM nº 31/2000, DR nº 205, 2ª Série)

Estabelece, para efeitos do disposto no nº 1 do art. 35 do Dec.-Lei nº 276/94, de 2-11, com a redacção introduzida pelo Dec.-Lei nº 323/99, de 13-08, o regime a que deve obedecer a contabilidade dos fundos de investimento mobiliário. Revoga o Regulamento nº 95/14, de 21-12. O presente Regulamento entra em vigor em 1-1-2001.

5 de Setembro (Portaria nº 1338/2000, DR nº 205, 2ª Série)

Altera, ao abrigo do disposto no art. 211 do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei nº 486/99, de 13-11, as taxas sobre operações realizadas fora do mercado regulamentado. Dá nova redacção aos arts. 3 e 4 e adita um art. 5-A à Portaria nº 313-A/2000 (2ª Série) de 29-02. A presente Portaria entra imediatamente em vigor, com excepção do referido art. 5-A, o qual entrará em vigor em 1-1-2001.

9 de Setembro (Dec.-Lei nº 221/2000, DR nº 209, 1ª Série A)

Transpõe para a ordem jurídica interna, apenas no que se refere aos sistemas de pagamento, a Directiva nº 98/26/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19-05, relativa ao carácter definitivo da liquidação nos sistemas de pagamento.

9 de Setembro (Regulamento (CE) nº 1921/2000 do Banco Central Europeu, JOCE nº 229, Série L)

Altera os artºs. 1, 3, 5, 6 e 13 do Regulamento (CE) nº 2818/98 do BCE, de 1-12-98, relativo à aplicação das reservas mínimas obrigatórias, bem como os artºs. 4 e 5 do Regulamento (CE) nº 2819/98 do BCE, de 1-12-98, relativo ao balanço consolidado do sector das instituições financeiras monetárias. O presente Regulamento começará a produzir efeitos em relação ao período de manutenção que tiver início no mês seguinte à publicação deste Regulamento no Jornal Oficial. O Regulamento (CE) nº 1921/2000 do BCE foi objecto de uma rectificação, publicada no JOCE nº 242, Série B.

16 de Setembro (Aviso do Banco de Portugal nº 5/2000, DR nº 215, 1ª Série B)

Estabelece um conjunto de regras relativas à remuneração dos depósitos com pré-aviso, a prazo, a prazo não mobilizáveis antecipadamente e constituídos em regime especial, de montante inferior a 10.000.000\$, a que se referem as alíneas b), c), d) e e) do nº 1 do artº 1 do Dec.-Lei nº 430/91, de 02-11.

23 de Setembro (Dec.-Lei nº 228/2000, DR nº 221, 1ª Série A)

Cria o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, com o objectivo de, entre outros, promover a coordenação da actuação das autoridades de supervisão do sistema financeiro, e ao qual preside o Governador do Banco de Portugal. Para além da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários e do Instituto de Seguros de Portugal, prevê-se ainda a participação neste

25 de Setembro (Carta-Circular do Banco de Portugal n.º 29/DMR)

Conselho de representantes de entidades, públicas ou privadas, em especial do Fundo de Garantia de Depósitos, do Fundo de Garantia do Crédito Agrícola Mútuo, do Sistema de Indemnização aos Investidores, das entidades gestoras de mercados regulamentados e associações representativas de quaisquer categorias de instituições sujeitas a supervisão prudencial.

Informa, na sequência da decisão do Conselho do BCE que estabeleceu para 2001 os dias de encerramento do TARGET e consequente encerramento do SPGT, quais as datas-valor ou datas de reembolso cujas operações não poderão ser realizadas através do SITEME, no próximo ano 2001, informando igualmente quais os dias feriados em que serão assegurados serviços mínimos.

Outubro

3 de Outubro (Carta- Circular do Banco de Portugal n.º 30/DMRCF/DMC)

Remete disquete contendo ficheiro com a lista de todas as instituições sujeitas a reservas mínimas na área do euro, em 28-9-2000.

13 de Outubro (Dec.-Lei n.º 250/2000, DR n.º 237, 1.ª Série A)

Transpõe para a ordem jurídica interna a Directiva n.º 98/33/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22-06, que alterou o art.º 12 da Directiva n.º 77/780/CEE, relativa ao acesso à actividade das instituições de crédito e ao seu exercício, os art.ºs. 2, 5, 6, 7 e 8 e os anexos II e III da Directiva n.º 89/647/CEE, relativa ao rácio de solvabilidade das instituições de crédito, e o art.º 2 e o anexo II da Directiva n.º 93/6/CEE, relativa à adequação dos fundos próprios das empresas de investimento e das instituições de crédito. Dá nova redacção aos art.ºs. 81 e 82 do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Dec.-Lei n.º 298/92, de 31-12. Alarga o núcleo de entidades que prosseguem fins de cooperação em matéria de supervisão, inclui alguns conceitos (v.g. mercado reconhecido), fixa coeficientes de ponderação para efeitos do rácio de solvabilidade (v.g. fracção não realizada do capital subscrito do Fundo Europeu de Investimento) e altera o cálculo do risco de crédito associado aos instrumentos derivados do mercado de balcão.

16 de Outubro (Regulamento da CMVM n.º 32/2000, DR n.º 239, 2.ª Série)

Regulamenta alguns aspectos relativos à prospecção de investidores no âmbito das actividades de intermediação financeira. Altera o art.º 50 e adita os art.ºs. 19-A, 50-A, 50-B e 50-C, ao Regulamento n.º 12/2000, de 10-02.

18 de Outubro (Dec.-Lei n.º 263/2000, DR n.º 241, 1.ª Série A)

Transpõe para o direito interno a Directiva n.º 98/32/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22-6, que altera, especialmente em relação aos créditos hipotecários, a Directiva n.º 89/647/CEE, do Conselho, relativa ao rácio de solvabilidade das instituições de crédito, ficando o Banco de Portugal autorizado a modificar esta regulamentação, de acordo com o presente diploma.

20 de Outubro (Carta Circular do Banco de Portugal n.º 31/DMR)

Informa as instituições de crédito de que, relativamente ao cálculo e confirmação das reservas mínimas do SEBC, deve ser dado cumprimento ao estabelecido no Regulamento (CE) n.º 1921/2000, de 31-08, do BCE (BCE/2000/8), que alterou os Regulamentos n.º 2818/98, de 1-12, do BCE (BCE/1998/15), relativo à aplicação de reservas mínimas obrigatórias, e n.º 2819/98, de 1-12, do BCE (BCE/1998/16), relativo ao balanço consolidado do sector das instituições financeiras monetárias.

30 de Outubro (Aviso do Banco de Portugal n.º 6/2000, DR n.º 251, 1.ª Série B)

Define os requisitos de fundos próprios aplicáveis às instituições de crédito e sociedades financeiras cedentes de créditos em operações de “titularização” que, no âmbito dessas operações, assumam compromissos ou recebam elementos de activo ou extrapatrimoniais. Adita os n.ºs. 7 e 8 à parte I do anexo ao Aviso n.º 1/93, de 8-6.

Novembro

6 de Novembro (Aviso do Banco de Portugal n.º 7/2000, DR n.º 256, 1ª Série B)

Reduz de três anos para dezoito meses o prazo (a partir da data do respectivo vencimento) para provisionamento integral de créditos que apenas disponham de garantia pessoal. Altera o Aviso n.º 3/95, publicado no DR n.º 149, 2ª Série.

7 de Novembro (Portaria do Ministério das Finanças n.º 1689/2000, DR n.º 257, 2ª Série)

Cria um mercado regulamentado, designado por “novo mercado”, no qual, durante uma primeira fase, serão negociadas acções emitidas por entidades que demonstrem características de elevado potencial de crescimento ou desenvolvimento de actividades tecnologicamente inovadoras. Entre os requisitos específicos de admissão à negociação no “novo mercado”, inclui-se a participação articulada entre o emitente, o promotor, os titulares de participações qualificadas e os criadores de mercado.

15 de Novembro (Instrução do Banco de Portugal n.º 25/2000, BNPB 11/2000)

Fixa em 75 por cento o limite do compromisso irrevogável de pagamento a aplicar nas contribuições relativas ao ano 2001 para o Fundo de Garantia de Depósitos.

15 de Novembro (Instrução do Banco de Portugal n.º 26/2000, BNPB 11/2000)

Fixa em 0.1 por cento a taxa contributiva de base, aplicável ao cálculo das contribuições anuais, relativas a 2001, para o Fundo de Garantia de Depósitos.

Dezembro

14 de Dezembro (Regulamento da CMVM n.º 34/2000, DR n.º 287, 2ª Série)

Estabelece o quadro geral e os princípios que regem o “novo mercado”. Altera os Regulamentos da CMVM n.ºs 10/2000 e 11/2000, publicados no DR n.º 45 (Suplemento), 2ª Série.

29 de Dezembro (Lei n.º 30-C/2000, DR n.º 299, 1ª Série A, Suplemento 2)

Aprova o Orçamento do Estado para o ano 2001. Consagra inúmeras disposições, muitas de âmbito fiscal, tendo-se procedido às respectivas alterações nos vários diplomas a que se faz referência, com excepção da alteração do nº 22 do artº 11 e o nº 2 e o & único do artº 33 do Código do Imposto Municipal de Sisa e do Imposto sobre as Sucessões e Doações, aprovado pelo Dec.-Lei nº 41969, de 24-11-58. A presente lei entra em vigor em 1-1-2001.

29 de Dezembro (Regulamento da CMVM n.º 35/2000, DR n.º 299, 2ª Série)

Estabelece, nos termos da alínea n) do artº 9 e do artº 26 do Estatuto da CMVM, aprovado pelo Dec.-Lei nº 473/99, de 08-11, e da alínea b) do nº 1 do artº 353 do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei nº 486/99, de 13-11, as taxas devidas à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. Revoga o Regulamento nº 9/2000, de 23-02. O presente Regulamento entra em vigor em 01-01-2001.

29 de Dezembro (Lei n.º 30-B/2000, DR n.º 299, 1ª Série A, Suplemento)

Aprova as Grandes Opções do Plano para 2001.

WORKING PAPERS

1990

- 1/90** PRODUTO POTENCIAL, DESEMPREGO E INFLAÇÃO EM PORTUGAL
Um estudo para o período 1974-1989
— *Carlos Robalo Marques*
- 2/90** INFLAÇÃO EM PORTUGAL
Um estudo econométrico para o período 1965-1989, com projecções para 1990 e 1991
— *Carlos Robalo Marques*

1992

- 3/92** THE EFFECTS OF LIQUIDITY CONSTRAINTS ON CONSUMPTION BEHAVIOUR
The Portuguese Experience
— *Sílvia Luz*
- 4/92** LOW FREQUENCY FILTERING AND REAL BUSINESS CYCLES
— *Robert G. King, Sérgio T. Rebelo*
- 5/92** GROWTH IN OPEN ECONOMIES
— *Sérgio Rebelo*
- 6/92** DYNAMIC OPTIMAL TAXATION IN SMALL OPEN ECONOMIES
— *Isabel H. Correia*
- 7/92** EXTERNAL DEBT AND ECONOMIC GROWTH
— *Isabel H. Correia*
- 8/92** BUSINESS CYCLES FROM 1850 TO 1950: NEW FACTS ABOUT OLD DATA
— *Isabel H. Correia, João L. Neves, Sérgio Rebelo*
- 9/92** LABOUR HOARDING AND THE BUSINESS CYCLE
— *Craig Burnside, Martin Eichenbaum, Sérgio Rebelo*
- 10/92** ANALYSIS OF FOREIGN DIRECT INVESTMENT FLOWS IN PORTUGAL USING PANEL DATA
— *Luísa Farinha*
- 11/92** INFLATION IN FIXED EXCHANGE RATE REGIMES:
THE RECENT PORTUGUESE EXPERIENCE
— *Sérgio Rebelo*
- 12/92** TERM STRUCTURE OF INTEREST RATES IN PORTUGAL
— *Armindo Escalda*
- 13/92** AUCTIONING INCENTIVE CONTRACTS: THE COMMON COST CASE
— *Fernando Branco*
- 14/92** INDEXED DEBT AND PRODUCTION EFFICIENCY
— *António S. Mello, John Parsons*
- 15/92** "TESTING " FOR MEAN AND VARIANCE BREAKS WITH DEPENDENT DATA
— *José A. F. Machado*
- 16/92** COINTEGRATION AND DYNAMIC SPECIFICATION
— *Carlos Robalo Marques*

- 17/92 FIRM GROWTH DURING INFANCY
— *José Mata*
- 18/92 THE DISTRIBUTION OF HOUSEHOLD INCOME AND EXPENDITURE IN PORTUGAL: 1980 and 1990
— *Miguel Gouveia, José Tavares*
- 19/92 THE DESIGN OF MULTIDIMENSIONAL AUCTIONS
— *Fernando Branco*
- 20/92 MARGINAL INCOME TAX RATES AND ECONOMIC GROWTH IN DEVELOPING COUNTRIES
— *Sérgio Rebelo, William Easterly*
- 21/92 THE EFFECT OF DEMAND AND TECHNOLOGICAL CONDITIONS ON THE LIFE EXPECTANCY OF NEW FIRMS
— *José Mata, Pedro Portugal*
- 22/92 TRANSITIONAL DYNAMICS AND ECONOMIC GROWTH IN THE NEOCLASSICAL MODEL
— *Robert G. King, Sérgio Rebelo*
- 23/92 AN INTEGRATED MODEL OF MULTINATIONAL FLEXIBILITY AND FINANCIAL HEDGING
— *António S. Mello, Alexander J. Triantis*
- 24/92 CHOOSING AN AGGREGATE FOR MONETARY POLICY: A COINTEGRATION APPROACH
— *Carlos Robalo Marques, Margarida Catalão Lopes*
- 25/92 INVESTMENT: CREDIT CONSTRAINTS, REGULATED INTEREST RATES AND EXPECTATIONS OF FINANCIAL LIBERALIZATION THE PORTUGUESE EXPERIENCE
— *Koleman Strumpf*

1993

- 1/93 SUNK COSTS AND THE DYNAMICS OF ENTRY
— *José Mata*
- 2/93 POLICY, TECHNOLOGY ADOPTION AND GROWTH
— *William Easterly, Robert King, Ross Levine, Sérgio Rebelo*
- 3/93 OPTIMAL AUCTIONS OF A DIVISIBLE GOOD
— *Fernando Branco*
- 4/93 EXCHANGE RATE EXPECTATIONS IN INTERNATIONAL OLIGOPOLY
— *Luís Cabral, António S. Mello*
- 5/93 A MODEL OF BRANCHING WITH AN APPLICATION TO PORTUGUESE BANKING
— *Luís Cabral, W. Robert Majure*
- 6/93 HOW DOES NEW FIRM SURVIVAL VARY ACROSS INDUSTRIES AND TIME?
— *José Mata, Pedro Portugal*
- 7/93 DO NOISE TRADERS “CREATE THEIR OWN SPACE”?
— *Ravi Bhushan, David P. Brown, António S. Mello*
- 8/93 MARKET POWER MEASUREMENT - AN APPLICATION TO THE PORTUGUESE CREDIT MARKET
— *Margarida Catalão Lopes*
- 9/93 CURRENCY SUBSTITUTABILITY AS A SOURCE OF INFLATION DISCIPLINE
— *Pedro Teles*
- 10/93 BUDGET IMPLICATIONS OF MONETARY COORDINATION IN THE EUROPEAN COMMUNITY
— *Pedro Teles*

- 11/93** THE DETERMINANTS OF FIRM START-UP SIZE
— *José Mata*
- 12/93** FIRM START-UP SIZE: A CONDITIONAL QUANTILE APPROACH
— *José Mata, José A. F. Machado*
- 13/93** FISCAL POLICY AND ECONOMIC GROWTH: AN EMPIRICAL INVESTIGATION
— *William Easterly, Sérgio Rebelo*
- 14/93** BETA ESTIMATION IN THE PORTUGUESE THIN STOCK MARKET
— *Armindo Escalda*
- 15/93** SHOULD CAPITAL INCOME BE TAXED IN THE STEADY STATE?
— *Isabel H. Correia*
- 16/93** BUSINESS CYCLES IN A SMALL OPEN ECONOMY
— *Isabel H. Correia, João C. Neves, Sérgio Rebelo*
- 17/93** OPTIMAL TAXATION AND CAPITAL MOBILITY
— *Isabel H. Correia*
- 18/93** A COMPOSITE COINCIDENT INDICATOR FOR THE PORTUGUESE ECONOMY
— *Francisco Craveiro Dias*
- 19/93** PORTUGUESE PRICES BEFORE 1947: INCONSISTENCY BETWEEN THE OBSERVED COST OF LIVING INDEX AND THE GDP PRICE ESTIMATION OF NUNES, MATA AND VALÉRIO (1989)
— *Paulo Soares Esteves*
- 20/93** EVOLUTION OF PORTUGUESE EXPORT MARKET SHARES (1981-91)
— *Cristina Manteu, Ildeberta Abreu*
- 1994**
- 1/94** PROCUREMENT FAVORITISM AND TECHNOLOGY ADOPTION
— *Fernando Branco*
- 2/94** WAGE RIGIDITY AND JOB MISMATCH IN EUROPE: SOME EVIDENCE
— *Sílvia Luz, Maximiano Pinheiro*
- 3/94** A CORRECTION OF THE CURRENT CONSUMPTION INDICATOR - AN APPLICATION OF THE INTERVENTION ANALYSIS APPROACH
— *Renata Mesquita*
- 4/94** PORTUGUESE GDP AND ITS DEFLATOR BEFORE 1947: A REVISION OF THE DATA PRODUCED BY NUNES, MATA AND VALÉRIO (1989)
— *Carlos Robalo Marques, Paulo Soares Esteves*
- 5/94** EXCHANGE RATE RISK IN THE EMS AFTER THE WIDENING OF THE BANDS IN AUGUST 1993
— *Joaquim Pires Pina*
- 6/94** FINANCIAL CONSTRAINTS AND FIRM POST-ENTRY PERFORMANCE
— *Paulo Brito, António S. Mello*
- 7/94** STRUCTURAL VAR ESTIMATION WITH EXOGENEITY RESTRICTIONS
— *Francisco C. Dias, José A. F. Machado, Maximiano R. Pinheiro*
- 8/94** TREASURY BILL AUCTIONS WITH UNINFORMED BIDDERS
— *Fernando Branco*
- 9/94** AUCTIONS OF SHARES WITH A SECONDARY MARKET AND TENDER OFFERS
— *António S. Mello, John E. Parsons*

10/94 MONEY AS AN INTERMEDIATE GOOD AND THE WELFARE COST OF THE INFLATION TAX
— *Isabel Correia, Pedro Teles*

11/94 THE STABILITY OF PORTUGUESE RISK MEASURES
— *Armindo Escalda*

1995

1/95 THE SURVIVAL OF NEW PLANTS: START-UP CONDITIONS AND POST-ENTRY EVOLUTION
— *José Mata, Pedro Portugal, Paulo Guimarães*

2/95 MULTI-OBJECT AUCTIONS: ON THE USE OF COMBINATIONAL BIDS
— *Fernando Branco*

3/95 AN INDEX OF LEADING INDICATORS FOR THE PORTUGUESE ECONOMY
— *Francisco Ferreira Gomes*

4/95 IS THE FRIEDMAN RULE OPTIMAL WHEN MONEY IS AN INTERMEDIATE GOOD?
— *Isabel Correia, Pedro Teles*

5/95 HOW DO NEW FIRM STARTS VARY ACROSS INDUSTRIES AND OVER TIME?
— *José Mata*

6/95 PROCUREMENT FAVORITISM IN HIGH TECHNOLOGY
— *Fernando Branco*

7/95 MARKETS, ENTREPRENEURS AND THE SIZE OF NEW FIRMS
— *José Mata*

1996

1/96 CONVERGENCE ACROSS EU COUNTRIES: INFLATION AND SAVINGS RATES ON PHYSICAL AND HUMAN CAPITAL
— *Paulo Soares Esteves*

2/96 THE OPTIMAL INFLATION TAX
— *Isabel Correia, Pedro Teles*

3/96 FISCAL RULES OF INCOME TRANSFORMATION
— *Isabel H. Correia*

4/96 ON THE EFFICIENCY AND EQUITY TRADE-OFF
— *Isabel H. Correia*

5/96 DISTRIBUTIONAL EFFECTS OF THE ELIMINATION OF CAPITAL TAXATION
— *Isabel H. Correia*

6/96 LOCAL DYNAMICS FOR SPHERICAL OPTIMAL CONTROL PROBLEMS
— *Paulo Brito*

7/96 A MONEY DEMAND FUNCTION FOR PORTUGAL
— *João Sousa*

8/96 COMPARATIVE EXPORT BEHAVIOUR OF FOREIGN AND DOMESTIC FIRMS IN PORTUGAL
— *Sonia Cabral*

9/96 PUBLIC CAPITAL ACCUMULATION AND PRIVATE SECTOR PERFORMANCE IN THE U.S.
— *Alfredo Marvão Pereira, Rafael Flores de Frutos*

- 10/96** IMPORTED CAPITAL AND DOMESTIC GROWTH: A COMPARISON BETWEEN EAST ASIA AND LATIN AMERICA
— *Ling-ling Huang, Alfredo Marvão Pereira*
- 11/96** ON THE EFFECTS OF PUBLIC AND PRIVATE R&D
— *Robert B. Archibald, Alfredo Marvão Pereira*
- 12/96** EXPORT GROWTH AND DOMESTIC PERFORMANCE
— *Alfredo Marvão Pereira, Zhenhui Xu*
- 13/96** INFRASTRUCTURES AND PRIVATE SECTOR PERFORMANCE IN SPAIN
— *Alfredo Marvão Pereira, Oriol Roca Sagales*
- 14/96** PUBLIC INVESTMENT AND PRIVATE SECTOR PERFORMANCE: INTERNATIONAL EVIDENCE
— *Alfredo Marvão Pereira, Norman Morin*
- 15/96** COMPETITION POLICY IN PORTUGAL
— *Pedro P. Barros, José Mata*
- 16/96** THE IMPACT OF FOREIGN DIRECT INVESTMENT IN THE PORTUGUESE ECONOMY
— *Luísa Farinha, José Mata*
- 17/96** THE TERM STRUCTURE OF INTEREST RATES: A COMPARISON OF ALTERNATIVE ESTIMATION METHODS WITH AN APPLICATION TO PORTUGAL
— *Nuno Cassola, Jorge Barros Luís*
- 18/96** SHORT-AND LONG-TERM JOBLESSNESS: A SEMI-PARAMETRIC MODEL WITH TIME -VARYING EFFECTS
— *Pedro Portugal, John T. Addison*
- 19/96** SOME SPECIFICATION ISSUES IN UNEMPLOYMENT DURATION ANALYSIS
— *Pedro Portugal, John T. Addison*
- 20/96** SEQUENTIAL AUCTIONS WITH SYNERGIES: AN EXAMPLE
— *Fernando Branco*
- 21/96** HEDGING WINNER'S CURSE WITH MULTIPLE BIDS: EVIDENCE FROM THE PORTUGUESE TREASURY BILL AUCTION
— *Michael B. Gordy*
- 22/96** THE BRICKS OF AN EMPIRE 1415-1999: 585 YEARS OF PORTUGUESE EMIGRATION
— *Stanley L. Engerman, João César das Neves*
- 1997**
- 1/97** LOCAL DYNAMICS FOR PLANAR OPTIMAL CONTROL PROBLEMS: A COMPLETE CHARACTERIZATION
— *Paulo Brito*
- 2/97** INTERNATIONAL PORTFOLIO CHOICE
— *Bernardino Adão, Nuno Ribeiro*
- 3/97** UNEMPLOYMENT INSURANCE AND JOBLESSNESS: A DISCRETE DURATION MODEL WITH MULTIPLE DESTINATIONS
— *Pedro Portugal, John T. Addison*
- 4/97** THE TREASURY BILL MARKET IN PORTUGAL: INSTITUTIONAL ISSUES AND PROFIT MARGINS OF FINANCIAL INSTITUTIONS
— *Bernardino Adão, Jorge Barros Luís*

5/97 ECONOMETRIC MODELLING OF THE SHORT-TERM INTEREST RATE: AN APPLICATION TO PORTUGAL

— *Nuno Cassola, João Nicolau, João Sousa*

6/97 ESTIMATION OF THE NAIRU FOR THE PORTUGUESE ECONOMY

— *Carlos Robalo Marques, Susana Botas*

7/97 EXTRACTION OF INTEREST RATE DIFFERENTIALS IMPLICIT IN OPTIONS: THE CASE OF SPAIN AND ITALY IN THE EUROPEAN MONETARY UNION

— *Bernardino Adão, Jorge Barros Luís*

1998

1/98 A COMPARATIVE STUDY OF THE PORTUGUESE AND SPANISH LABOUR MARKETS

— *Olympia Bover, Pilar Garcia-Perea, Pedro Portugal*

2/98 EARNING FUNCTIONS IN PORTUGAL 1982-1994: EVIDENCE FROM QUANTILE REGRESSIONS

— *José A. F. Machado, José Mata*

3/98 WHAT HIDES BEHIND AN UNEMPLOYMENT RATE: COMPARING PORTUGUESE AND US UNEMPLOYMENT

— *Olivier Blanchard, Pedro Portugal*

4/98 UNEMPLOYMENT INSURANCE AND JOBLESSNESS IN PORTUGAL

— *Pedro Portugal, John T. Addison*

5/98 EMU, EXCHANGE RATE VOLATILITY AND BID-ASK SPREADS

— *Nuno Cassola, Carlos Santos*

6/98 CONSUMER EXPENDITURE AND COINTEGRATION

— *Carlos Robalo Marques, Pedro Duarte Neves*

7/98 ON THE TIME-VARYING EFFECTS OF UNEMPLOYMENT INSURANCE ON JOBLESSNESS

— *John T. Addison, Pedro Portugal*

8/98 JOB SEARCH METHODS AND OUTCOMES

— *John T. Addison, Pedro Portugal*

1999

1/99 PRICE STABILITY AND INTERMEDIATE TARGETS FOR MONETARY POLICY

— *Vitor Gaspar, Ildeberta Abreu*

2/99 THE OPTIMAL MIX OF TAXES ON MONEY, CONSUMPTION AND INCOME

— *Fiorella De Fiore, Pedro Teles*

3/99 OPTIMAL EXECUTIVE COMPENSATION: BONUS, GOLDEN PARACHUTES, STOCK OWNERSHIP AND STOCK OPTIONS

— *Chongwoo Choe*

4/99 SIMULATED LIKELIHOOD ESTIMATION OF NON-LINEAR DIFFUSION PROCESSES THROUGH NON-PARAMETRIC PROCEDURE WITH AN APPLICATION TO THE PORTUGUESE INTEREST RATE

— *João Nicolau*

5/99 IBERIAN FINANCIAL INTEGRATION

— *Bernardino Adão*

6/99 CLOSURE AND DIVESTITURE BY FOREIGN ENTRANTS: THE IMPACT OF ENTRY AND POST-ENTRY STRATEGIES

— *José Mata, Pedro Portugal*

2000

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