

PERSPECTIVAS DA ECONOMIA PORTUGUESA PARA 2002

1. INTRODUÇÃO

Neste artigo são apresentadas projecções para a economia portuguesa para o ano de 2002, referentes à evolução da actividade, principais componentes da despesa, inflação e saldo conjunto das balanças corrente e de capital. Estas projecções foram elaboradas pelo Banco de Portugal com a informação disponível até meados de Novembro, no âmbito do exercício de previsão do Outono do Eurosistema, cujos resultados principais para a área do euro foram divulgados no *Boletim Mensal* de Dezembro do Banco Central Europeu (BCE).

Em 2002, deverá registar-se uma nova desaceleração da actividade económica em Portugal, projectando-se um crescimento do Produto Interno Bruto no intervalo de 1 a 1¾ por cento (Quadro 1). Prevê-se, assim, a continuação da trajectória de abrandamento da economia portuguesa, após crescimentos de 3.5 por cento em 2000 e de um valor no intervalo de 1½ a 2 por cento em 2001 (Gráfico 1).⁽¹⁾

A desaceleração da economia portuguesa em 2002 está associada a um enquadramento externo desfavorável e à manutenção da trajectória de abrandamento da procura interna iniciada em 2000. Apesar do fraco crescimento da procura externa relevante para a economia portuguesa, a evolução da economia portuguesa em 2002 deverá conduzir a um aumento da taxa de poupança dos particulares e a uma diminuição do défice da balança corrente e de capital. No mesmo sentido, a diminuição assumida para o crescimento do consumo público contribui igualmente para o perfil de abrandamento do produto, constituindo um aspecto importante para evitar o descontrolo do dé-

ficé orçamental num contexto de baixo crescimento da actividade. Desta forma, as projecções agora divulgadas correspondem a um cenário de ajustamento gradual de alguns desequilíbrios da economia portuguesa, cuja concretização poderá evitar a necessidade de ajustamentos mais bruscos no futuro e contribuir para um crescimento económico sustentado a médio e longo prazo.

No que se refere à inflação, projecta-se para 2002 uma desaceleração significativa do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), traduzida na redução da sua taxa de variação média anual de 4.4 por cento em 2001 para um valor compreendido no intervalo entre 2.2 e 3.2 por cento em 2002. A descida projectada para a inflação em 2002 é justificada por três factores principais: por um lado, um enquadramento internacional mais favorável para a evolução dos preços; por outro lado, um enquadramento interno também mais favorável à moderação da inflação, uma vez que o abrandamento da actividade económica deverá condicionar o aumento das margens comerciais e o crescimento dos salários nominais; finalmente, não se espera que se repita em 2002 o conjunto de efeitos especiais que perturbaram o comportamento da inflação em 2001 (nomeadamente, os acentuados aumentos de preços de alguns bens alimentares, em consequência de condições climáticas particularmente severas e de surtos de doenças de animais, assim como o aumento do preço dos combustíveis no consumidor em Janeiro de 2001).

De acordo com as projecções agora divulgadas, a procura interna deverá apresentar, em 2002, um crescimento no intervalo de ¼ a 1¼. A moderação da procura interna será extensiva a todas as suas componentes. Para o consumo privado projecta-se um crescimento no intervalo de 1 a 2 por cento, próximo ou mesmo ligeiramente superior ao de 2001. Apesar da provável continuação da tendên-

(1) A avaliação do comportamento da economia portuguesa em 2001 corresponde à análise divulgada pelo Banco de Portugal no último *Boletim Económico* de Setembro (ver texto "A economia portuguesa em 2001").

Quadro 1

PROJEÇÕES DO BANCO DE PORTUGAL

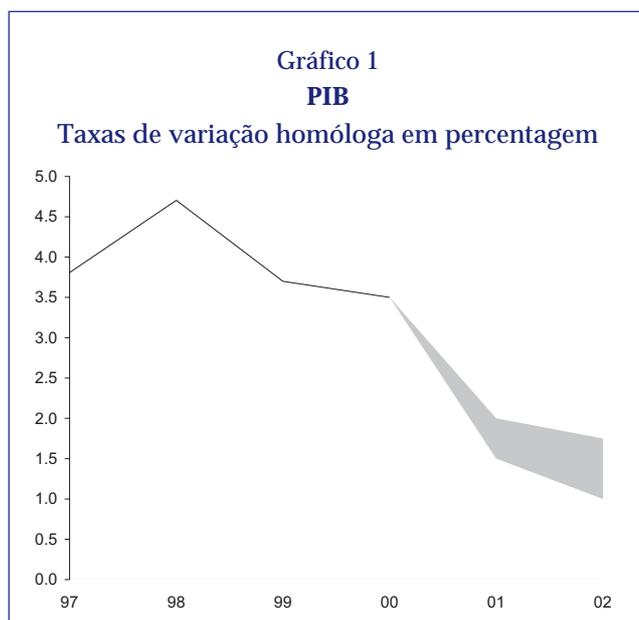
Taxas de variação em percentagem

	2000	projecção actual		Por memória: BE Jun 01/2001	
		2001	2002	2001	2002
Consumo privado	2.8	[¾; 1 ¼]	[1; 2]	[2; 2½]	[1¾; 2¾]
Consumo público	3.5	1.9	0.7	1.7	1
Formação Bruta de Capital Fixo	4.7	[-1; 1]	[-¾; ¾]	[-1; 1]	[-1; 3]
Procura interna	3.1	[¾; 1¼]	[¼; 1¼]	[1½; 2]	[1½; 2½]
Exportações	7.9	[4 ¼; 5½]	[3; 4½]	[5½; 6½]	[5¼; 7¼]
Procura global	4.1	[1½; 2]	[1; 2]	[2½; 3]	[2½; 3½]
Importações	5.5	[1¼; 3¼]	[0; 3]	[3; 5]	[2¼; 6¼]
PIB	3.5	[1½; 2]	[1; 1¾]	[2; 2½]	[1¾; 2¾]
Balança corrente + balança de capital (% PIB) ..	-8.6	[-8¾; -7¾]	[-6 ¼; -4 ¼]	[-7¾; -6]	[-8¾; -4¾]
Índice Harmonizado de Preços no Consumidor.	2.8	4.4	[2.2; 3.2]	[3.9; 4.5] ^(a)	[2.1; 3.1]

Nota:

(a) O valor para 2001 corresponde à actualização da projecção do exercício da Primavera (intervalo entre 3.6 e 4.1 por cento), tendo em consideração o aumento posterior dos preços de alguns bens alimentares. Ver Caixa apresentada no *Boletim Económico* de Junho.

cia de desaceleração da generalidade das classes de consumo, deixarão de se fazer sentir os efeitos das alterações fiscais introduzidas com o Orçamento de Estado para 2001, que determinaram reduções pronunciadas da despesa das famílias na aquisição de automóveis. Para o consumo público assumiu-se um crescimento real de 0.7 por cento, em clara desaceleração face ao aumento de 1.9 por cento em 2001,⁽²⁾ o que, a verificar-se, constituirá uma clara inflexão da política orçamental em relação ao seu comportamento nos anos recentes. Finalmente, a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) deverá registar uma redução em termos

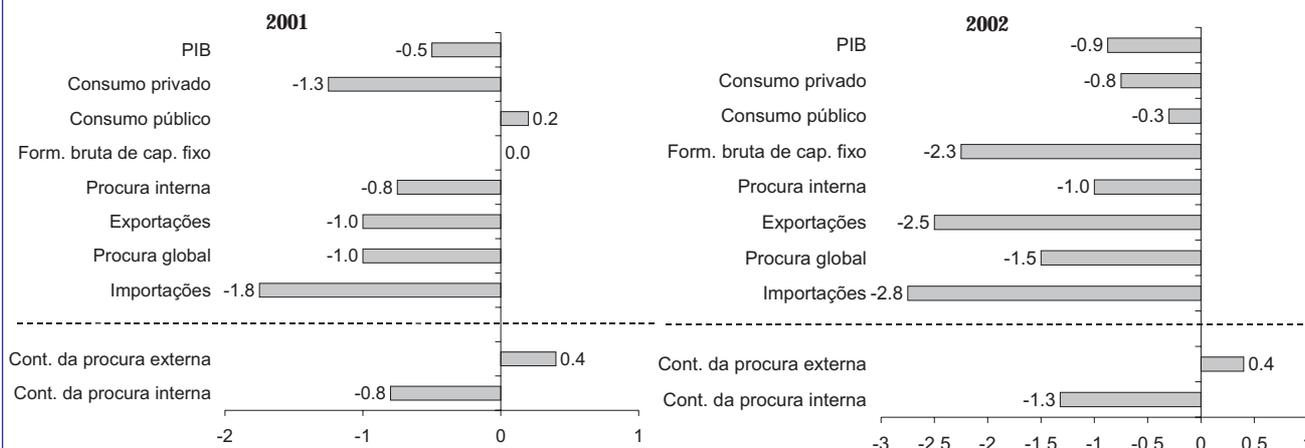


reais, já que a projecção corresponde ao intervalo de -¾ a ¾ por cento. Esta evolução reflecte evoluções marcadamente distintas dos sectores público e privado. Assim, enquanto que no primeiro caso se projecta um contributo positivo para a FBCF, em resultado da recuperação do nível de transferências da União Europeia, no segundo aponta-se para um contributo negativo, reflectindo simultaneamente um enquadramento externo mais desfavorável e a continuação do processo de ajustamento da despesa privada em bens de investimento.

No contexto do fraco crescimento da procura externa, as exportações de bens e serviços deverão registar um crescimento assinalável em 2002, no intervalo de 3 a 4½ por cento, embora desacelerando cerca de um ponto percentual em relação ao ano anterior. Em resultado das evoluções projectadas para a procura interna e para as exportações, as importações deverão registar um novo abrandamento em 2002. A evolução conjunta das exportações e das importações deverá conduzir a uma melhoria do saldo da balança de bens e serviços. Adicionalmente, a informação disponibilizada no relatório do Orçamento de Estado para 2002 aponta para a recuperação do nível de transferências provenientes da União Europeia, ao abrigo do III

(2) Nova informação sobre a execução orçamental de 2001, do lado da despesa, poderá determinar uma revisão desta estimativa e, consequentemente, afectar a projecção para 2002.

Gráfico 2
REVISÃO DAS PROJEÇÕES RELATIVAMENTE AO BOLETIM ECONÓMICO DE JUNHO^(a)



Nota:

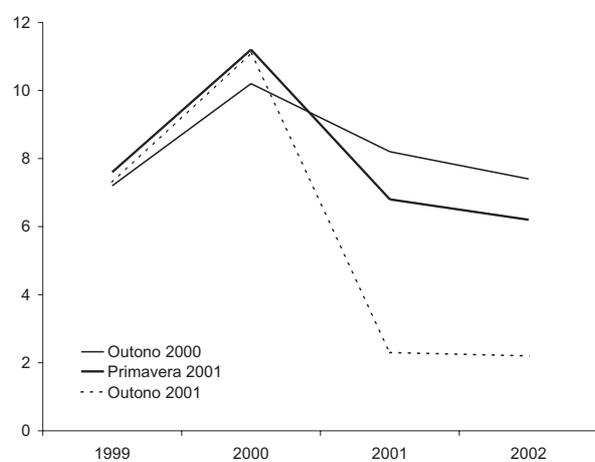
(a) Tomando em consideração os pontos médios do intervalo de previsão.

Quadro Comunitário de Apoio, o que, a verificar-se, contribuirá igualmente para a redução do défice da Balança Corrente e de Capital em 2002.

A projecção agora apresentada para 2002 constitui uma revisão para baixo das perspectivas de crescimento económico divulgadas no *Boletim Económico* de Junho, onde se apresentou um intervalo para a variação do PIB compreendido entre 1¾ e 2¾. Para esta revisão contribuiu especialmente a procura interna, mas também as exportações, num contexto de procura externa claramente mais desfavorável do que o considerado em Junho (Gráficos 2 e 3). No que se refere à evolução da procura interna, a nova apreciação reflecte, sobretudo, as actuais perspectivas de abrandamento mais pronunciado do investimento e do consumo de bens duradouros. Apesar da revisão para baixo do crescimento das exportações, saliente-se, porém, que o contributo das exportações líquidas (isto é, exportações menos importações) para o crescimento do PIB foi revisto em alta, o que aconteceu por duas razões. Por um lado, as importações foram significativamente revistas em baixa, em linha com a maior moderação da procura interna, em particular no que se refere a bens de consumo duradouros e a bens de investimento, tradicionalmente com elevados conteúdos importados. Por outro lado, a apreciação que agora se faz sobre a evolução de quotas de mercado das exportações portuguesas é mais favorável do que aquela que estava implícita na previsão de Junho.

Gráfico 3
PROCURA EXTERNA RELEVANTE PARA A ECONOMIA PORTUGUESA

Taxas de variação homóloga em percentagem



2. HIPÓTESES SUBJACENTES ÀS PROJEÇÕES E EVOLUÇÃO DO ENQUADRAMENTO EXTERNO DA ECONOMIA PORTUGUESA

As projecções apresentadas neste *Boletim Económico* são baseadas num conjunto de hipóteses técnicas assumidas pelo Eurosistema e, também, em algumas outras hipóteses específicas para a economia portuguesa. Estas hipóteses reflectem informação disponível até meados de Novembro.

As projecções do Eurosistema são elaboradas sob a hipótese técnica de que as taxas de juro de curto prazo do mercado e as taxas de câmbio bilaterais do euro se mantêm inalteradas ao longo do horizonte temporal do exercício, aos níveis prevalentes no período imediatamente anterior à data de fecho da informação. Adicionalmente, assume-se também que as taxas de juro de longo prazo evoluem em linha com as expectativas do mercado o que, no presente exercício, produziu um perfil de taxas de juro praticamente inalteradas no horizonte de previsão. O texto do *Boletim Mensal* do BCE de Dezembro de 2001 onde são apresentadas as projecções macroeconómicas do Outono para o conjunto da área do euro sublinha que as hipóteses técnicas para taxas de juro e taxas de câmbio não procuram ser previsões para estas variáveis. Em particular, é referido que a hipótese de manutenção das taxas de juro de curto prazo tem como objectivo facilitar o debate ao nível do Conselho do BCE, identificando as possíveis consequências para a futura evolução dos preços da não alteração das taxas de juro de intervenção do BCE. Como a política monetária deverá sempre actuar no sentido de preservar a estabilidade de preços, as projecções macroeconómicas preparadas pelo Eurosistema (e, porque delas fazem parte integrante, as do Banco de Portugal) deverão ser interpretadas como previsões condicionais no conjunto de hipóteses considerado.

No que se refere ao enquadramento internacional, as actuais projecções baseiam-se na hipótese de que o crescimento real do PIB mundial excluindo a área do euro se irá situar em 1.5 por cento em 2002 (após 5 por cento em 2000 e 2 por cento em 2001). Estes valores contemplam uma inversão da actual tendência de abrandamento nos EUA a partir de meados de 2002, apesar de se assumir agora que a contracção da actividade económica naquele país é mais profunda e prolongada do que esperado em Junho. No caso do Japão, assume-se que a economia continuará a apresentar sinais de fraqueza.

Para elaboração da projecção para a economia portuguesa, reveste-se de particular importância o comportamento das economias dos restantes países da área do euro, dado que cerca de 2/3 das transacções comerciais portuguesas com o exterior estão concentradas naquele espaço económico. Relembre-se, a propósito, que a consistência do pre-

sente exercício assegura que a previsão efectuada para cada uma das economias nacionais que constituem a área do euro foi explicitamente considerada na elaboração da projecção para a economia portuguesa. Conforme divulgado pelo BCE no seu *Boletim Mensal* de Dezembro, depois de o crescimento do PIB na área do euro se ter situado em 3.4 por cento em 2000, a actividade económica registou um significativo abrandamento em 2001, para valores entre 1.3 e 1.7 por cento. Em 2002, o crescimento do PIB na área do euro deverá desacelerar novamente para um valor no intervalo entre 0.7 e 1.7 por cento.

No que se refere à evolução dos preços das principais matérias primas nos mercados internacionais foram consideradas no exercício várias hipóteses técnicas. Para o preço do petróleo foi considerada a trajectória implícita nos mercados de futuros, o que corresponde a admitir uma trajectória descendente para o preço do petróleo – mais acentuada do que o considerado no exercício da Primavera – e que se traduz numa redução, em dólares, de aproximadamente 24 por cento em 2002. No que se refere aos preços das outras matérias primas, admite-se que continuarão a diminuir em 2002.

Finalmente, para elaboração da presente projecção foi necessário incluir hipóteses sobre o comportamento de um conjunto de variáveis específicas da economia portuguesa, em particular no que se refere à política orçamental. Note-se que quando esta previsão foi elaborada, entre meados de Outubro e meados de Novembro, a informação disponível correspondia ao Orçamento de Estado para 2002 e ao último reporte do procedimento dos défices excessivos de Agosto de 2001. Assim, não se conheciam ainda o Segundo Orçamento Rectificativo, a actualização do Programa de Estabilidade e Crescimento e a decisão de reduzir o preço da gasolina em Janeiro de 2002. Entre as hipóteses técnicas consideradas, três delas merecem um especial destaque. Em primeiro lugar, assumiu-se um crescimento real do consumo público de 1.9 por cento em 2001⁽³⁾ e de 0.7 por cento em 2002, o que, para este último ano, tem implícito um crescimento nulo do emprego das administrações públicas. A evolução do consumo público em 2002 reflectiria, de acordo com esta hipótese técni-

(3) Ver nota pé-de-página anterior.

ca, uma clara inflexão da política orçamental em relação ao seu comportamento nos anos recentes. Em segundo lugar, admitiu-se para 2002 um comportamento relativamente dinâmico do investimento das administrações públicas, em linha com o significativo aumento das transferências provenientes da União Europeia considerado no relatório do Orçamento de Estado. Finalmente, à semelhança do exercício de previsão anterior, assumiu-se também a hipótese de que os preços dos combustíveis no consumidor permaneceriam inalterados durante o horizonte de projecção nos níveis observados em Novembro de 2001.

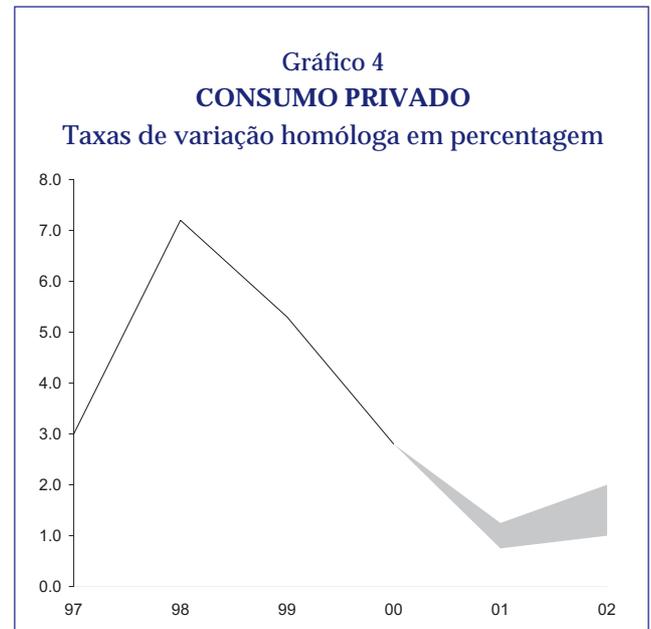
3. PERSPECTIVAS PARA A ECONOMIA PORTUGUESA EM 2002

3.1 Actividade económica

Como referido na introdução, deverá registar-se em 2002 uma desaceleração da actividade económica em Portugal, projectando-se um crescimento do Produto Interno Bruto no intervalo de 1 a 1 $\frac{3}{4}$ por cento (Quadro 1). Este abrandamento do crescimento do PIB deverá ser extensivo às principais componentes da despesa, com a possível excepção do investimento das administrações públicas.

3.1.1 Componentes da despesa

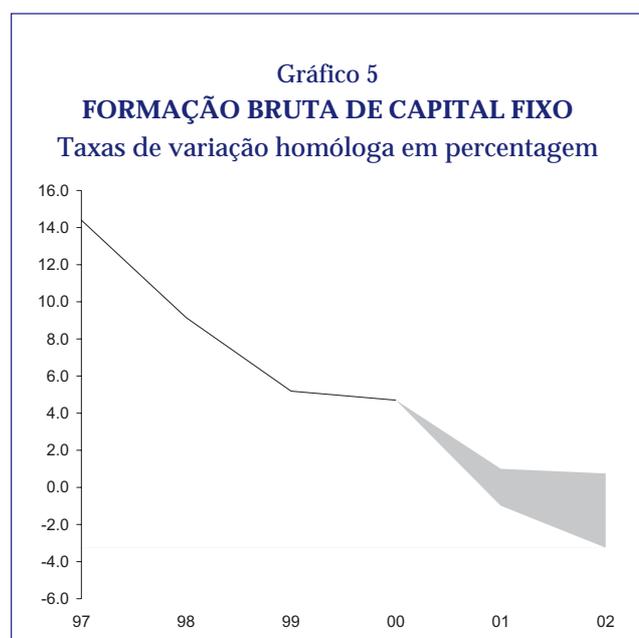
A actual projecção aponta para um crescimento real do consumo privado entre 1 e 2 por cento em 2002, depois de um valor no intervalo de $\frac{3}{4}$ a 1 $\frac{1}{4}$ por cento em 2001, e de 2.8, 5.3 e 7.2 por cento em 2000, 1999 e 1998, respectivamente (Gráfico 4). Deste modo, o actual cenário aponta para a manutenção de um crescimento moderado do consumo privado, após as elevadas taxas de crescimento verificadas de 1997 a 2000. Refira-se que o perfil projectado para a evolução do consumo em 2002 tem implícita a manutenção de uma trajectória de abrandamento para a generalidade das classes de consumo, com excepção das despesas com aquisição de automóveis. Com efeito, deverão desaparecer os efeitos específicos de natureza fiscal que afectaram negativamente esta classe de consumo em 2001, traduzidos numa significativa quebra das vendas de veículos automóveis, particularmente acentuada no caso dos veículos de todo-o-terreno.



Recorde-se, nomeadamente, que o anúncio prévio das alterações no Imposto Automóvel, no âmbito da discussão sobre o Orçamento de Estado para 2001, determinou uma antecipação das aquisições deste tipo de veículos para o final de 2000.

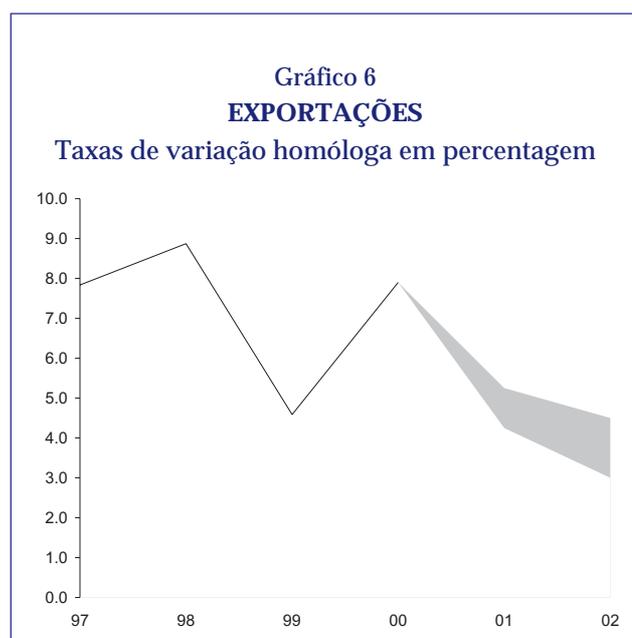
À semelhança do verificado em 2001, a evolução do consumo privado em 2002 será significativamente condicionada por expectativas mais desfavoráveis em relação à actividade económica e pela necessidade de assegurar o crescente serviço da dívida contraída pelas famílias no período recente. Adicionalmente, a evolução do consumo é igualmente influenciada pelo menor crescimento do rendimento disponível real, explicado em 2001 pelo aumento da taxa de inflação e em 2002 pelos efeitos desfasados do abrandamento da actividade económica. Atendendo às evoluções projectadas para o rendimento disponível e para o consumo privado, deverá ocorrer em 2002 um aumento da taxa de poupança dos particulares. Este aumento da taxa de poupança deve ser interpretado como um reflexo natural do ajustamento projectado para uma trajectória mais sustentável de evolução do endividamento das famílias.

Por sua vez, a Formação Bruta de Capital Fixo poderá registar uma taxa de crescimento negativa em 2002 (intervalo entre -3 $\frac{1}{4}$ e $\frac{3}{4}$ por cento), depois do crescimento virtualmente nulo estimado para 2001 e do aumento de 4.7 por cento em 2000 (Gráfico 5). A evolução projectada para o investimento em 2002 é basicamente explicada pela sua componente privada, cuja contracção será suficientemen-



te forte para contrabalançar, por um lado, a dissipação de alguns efeitos específicos que afectaram negativamente esta variável em 2001 (nomeadamente os elevados níveis de pluviosidade no primeiro trimestre e o efeito da alteração do imposto automóvel na componente do investimento em material de transporte) e, por outro lado, a aceleração assumida para o investimento público em 2002 (associada à hipótese de recuperação das transferências públicas oriundas da União Europeia).

A evolução projectada para o investimento privado em 2002 contempla, em termos reais, uma redução do investimento empresarial e uma virtual estabilização do investimento em habitação. Prolonga-se, desta forma, a trajectória de significativa desaceleração destas componentes que se verifica desde o segundo semestre de 2000. É de referir que o investimento empresarial é tipicamente a componente da despesa que apresenta uma maior variabilidade cíclica. Assim, as perspectivas menos optimistas sobre a actividade económica, o elevado nível de endividamento das empresas, em resultado das elevadas taxas de investimento verificadas no passado recente, o aumento da incerteza global relacionado com a actual fase do ciclo económico, agravado pelo clima de desconfiança criado pelo terrorismo, bem como a evolução dos preços dos mercados accionistas desde 2000, deverão contribuir para um significativo abrandamento do investimento empresarial. De igual modo, o investimento em habitação por parte das famílias tenderá a ser condicionado pelo clima económico mais



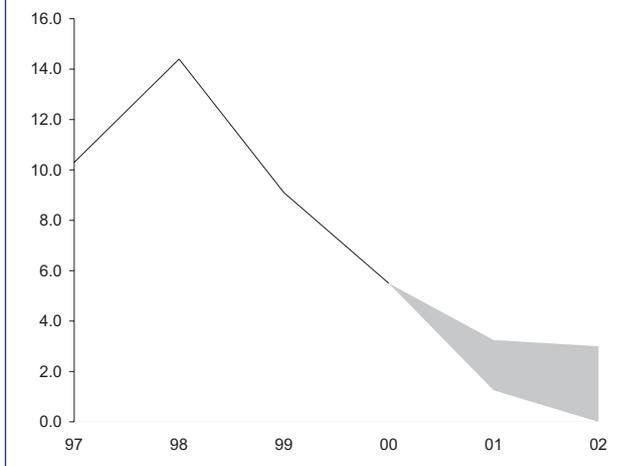
desfavorável e pelas pressões dos encargos financeiros associadas ao forte ritmo de crescimento destes investimentos ao longo dos últimos anos.

O crescimento real projectado para as exportações de bens e serviços em 2002 situa-se entre 3 e 4½ por cento, depois de uma estimativa para 2001 entre 4¼ e 5¼ por cento (Gráfico 6). As hipóteses técnicas descritas na secção 2 conduzem a uma quase estabilização da procura externa relevante para a economia portuguesa (2.3 por cento em 2001 e 2.2 por cento em 2002). A projecção das exportações de bens e serviços para 2002 tem implícito um ganho de quotas nos mercados de exportação, embora inferior ao estimado para 2001. Parte do ganho de quota de mercado de exportações de 2001 terá resultado da correcção de efeitos específicos que tinham afectado negativamente as exportações em 2000, designadamente a redução temporária das exportações de uma grande unidade de produção do sector automóvel.

Note-se que a trajectória agora projectada para as exportações de bens e serviços representa uma revisão em baixa do crescimento desta componente para 2002 face ao publicado no *Boletim Económico* de Junho de 2001. A revisão de cerca de 2½ pontos percentuais é, no entanto, menos pronunciada do que a revisão da hipótese de crescimento da procura externa relevante para a economia portuguesa em 2001 (cerca de 4 pontos percentuais). A actual projecção contempla uma evolução mais favorável das quotas de mercado do que o assumido na anterior projecção, o que é justificado pelo dina-

Gráfico 7
IMPORTAÇÕES

Taxas de variação homóloga em percentagem



mismo evidenciado pelas exportações em 2001, em particular nos sectores do vestuário e do calçado. Conforme referido no *Boletim Económico* de Setembro, o comportamento recente das quotas de mercado das exportações estará possivelmente associado a uma interrupção do processo de deslocalização de empresas exportadoras dos sectores tradicionais para outros países de mão-de-obra mais barata e/ou ao redireccionamento das vendas para o mercado exterior num contexto de enfraquecimento da procura interna.

No que se refere às importações de bens e serviços, as actuais projecções apontam para um crescimento real em 2002 compreendido no intervalo de 0 a 3 por cento, depois de um valor entre 1¼ e 3¼ em 2001 e de 5.5 por cento em 2000 (Gráfico 7). O abrandamento das importações em 2002 reflecte a desaceleração da procura global, em particular da formação bruta de capital fixo e das exportações.

3.1.2 Balança corrente e de capital

Para 2002 projecta-se uma redução considerável das necessidades de financiamento da economia portuguesa face ao exterior. O saldo conjunto das balanças corrente e de capital deverá situar-se num valor compreendido no intervalo de -6¼ a -4¼ por cento do PIB, o que compara com a estimativa actual para 2001 de um valor entre -8¾ e -7¾. Esta evolução será determinada quer pela redução do défice da balança corrente quer por um aumento do saldo da balança de capital, contri-

buindo respectivamente em cerca de 2/3 e 1/3 para a variação total do saldo conjunto.

A projecção de aumento do saldo da balança de capital é, no essencial, justificada pela previsível recuperação das transferências de capital provenientes da União Europeia, associadas à execução do III Quadro Comunitário de Apoio. Esta hipótese técnica, já descrita na secção 2 deste artigo, é consistente com a evolução assumida para a componente pública do investimento.

A redução do défice da balança corrente, de 2001 para 2002, é determinada, na sua quase totalidade, pela redução do défice da balança de bens e serviços. A evolução conjunta das exportações e das importações, em termos reais, contribui numa proporção muito significativa para isso. Este efeito – habitualmente referido nas publicações do Banco de Portugal como efeito volume – é uma característica importante do processo de ajustamento da economia portuguesa, sendo a contrapartida do abrandamento da procura interna, particularmente significativa para componentes com maior conteúdo importado. Conforme referido no último *Boletim Económico* de Setembro, a variação dos volumes importados e exportados já começou a contribuir para a redução do défice da balança de mercadorias no primeiro semestre de 2001. Adicionalmente, a evolução dos termos de troca – efeito de termos de troca – reveste-se de uma particular importância em 2002, contribuindo de uma forma ligeiramente mais acentuada do que o efeito volume para a redução do défice da balança de mercadorias. Este resultado reflecte as hipóteses técnicas sobre a evolução dos preços internacionais, em particular do preço do petróleo.

A redução gradual do défice conjunto das balanças corrente e de capital enquadra-se no inevitável processo de ajustamento da economia portuguesa, associado a um abrandamento da procura interna e ao aumento da taxa de poupança para níveis mais sustentáveis do que os observados nos finais dos anos noventa. A actual projecção tem implícita, para 2002, uma significativa redução das necessidades de financiamento do sector privado, para a qual contribuem as projectadas evoluções dos investimentos e poupanças correntes das famílias e das empresas.

3.2 Emprego e salários

A evolução macroeconómica projectada para 2002 conduzirá previsivelmente a uma diminuição das pressões no mercado de trabalho, no sentido de um menor grau de utilização do factor produtivo trabalho e de uma moderação na evolução salarial. Este comportamento reflecte, no essencial, o facto de o mercado de trabalho responder com algum desfasamento à evolução do mercado de bens e serviços.

Neste contexto, projecta-se um ligeiro aumento da taxa de desemprego ao longo de 2002, depois dos níveis muito baixos observados em 2001. Desta forma, ao longo de 2002 a taxa de desemprego tenderá a aproximar-se de níveis próximos das estimativas disponíveis para a taxa natural de desemprego.⁽⁴⁾ A evolução da taxa de desemprego estará provavelmente associada a uma desaceleração do emprego, em parte decorrente da hipótese técnica de crescimento nulo do emprego das administrações públicas. O crescimento da população activa deverá igualmente abrandar, de forma consistente com a situação cíclica da economia, que naturalmente implicará menores incentivos à participação no mercado de trabalho.

Em 2002, os efeitos resultantes do abrandamento da economia portuguesa deverão conduzir a uma redução da taxa de crescimento das remunerações salariais, num contexto de perfil descendente de inflação. Como referido no Boletim Económico de Setembro, as estimativas do Banco de Portugal apontam para que os salários nominais tenham continuado a registar aumentos significativos em 2001, de cerca de 5½ por cento, uma taxa semelhante à de 2000. A actualização das tabelas salariais registou uma aceleração em 2001, enquanto que a diferença entre as remunerações efectivamente pagas e as actualizações de tabela acordadas ter-se-á continuado a manter em níveis bastante elevados. Em 2001, o diferencial entre o crescimento das remunerações totais por trabalhador e a variação da produtividade voltou a ser positivo, na sequência do que vem acontecendo desde 1998.

(4) O conceito de taxa natural que é objecto de estimativa, com elevado grau de incerteza, é o de uma taxa de desemprego de equilíbrio compatível com a não aceleração dos preços (NAIRU). A maior parte das estimativas da taxa natural de desemprego para Portugal situam-se no intervalo entre 4.5 e 5.5 por cento, já tendo em conta a quebra de série ocorrida em 1998.

Para a continuação do processo de ajustamento da economia portuguesa, é importante interromper o ciclo de elevadas subidas de remunerações reais por trabalhador não sustentadas por aumentos de produtividade. A projecção para 2002 incorpora uma evolução salarial que, pelo menos em relação a um passado recente, está mais em linha com os ganhos de produtividade.

3.3 Inflação

De acordo com as projecções apresentadas no Quadro 1, a taxa de variação anual do IHPC deverá diminuir de 4.4 por cento em 2001 para um intervalo entre 2.2 e 3.2 por cento em 2002, que compara com um intervalo entre 2.1 e 3.1 por cento publicado no Boletim Económico de Junho de 2001 (ver Gráfico 8).⁽⁵⁾ Em termos intra-anuais, projecta-se uma redução da variação homóloga do IHPC ao longo de 2002, mas mais concentrada no primeiro semestre do ano.

Existe um conjunto amplo de factores explicativos que, no contexto do actual exercício de projecção, contribuem para a redução da inflação: a dissipação de efeitos especiais no IHPC, a evolução dos preços internacionais e, ainda, as perspectivas menos favoráveis de crescimento da actividade económica em Portugal, no contexto de uma política monetária adequada à manutenção da estabilidade de preços no conjunto da área do euro.

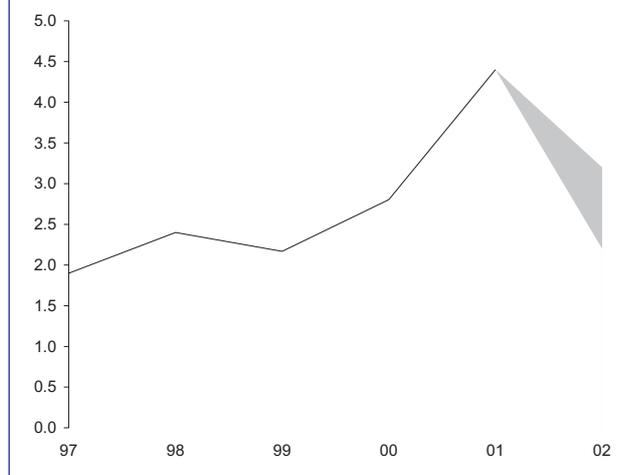
Conforme referido em anteriores Boletins Económicos, a evolução do IHPC tem sido afectada de uma forma muito significativa por efeitos específicos em algumas componentes daquele índice, sendo de destacar os preços de alguns produtos alimentares e dos combustíveis.

Em 2001, e à semelhança do que se passou na generalidade dos países europeus, o ressurgimento de notícias relacionadas com doenças animais, em especial a BSE, traduziu-se num significativo aumento dos preços de produtos alternativos à carne bovina. No mesmo sentido, as condições climáticas, caracterizadas por elevados índices de pluviosidade no início de 2001, provocaram aumentos invulgarmente expressivos nos preços de

(5) Refira-se que, contrariamente à previsão para 2001 apresentada no Boletim Económico de Junho (Quadro 1), a projecção então divulgada para 2002 não foi actualizada tendo em consideração a informação mais recente dos preços de alguns bens alimentares.

Gráfico 8
ÍNDICE HARMONIZADO DE PREÇOS
NO CONSUMIDOR

Taxas de variação homóloga em percentagem



outros bens alimentares não transformados. A dissipação dos efeitos destes aumentos de preços no IHPC induz, só por si, uma trajetória descendente para a inflação.⁽⁶⁾ É importante referir, a propósito, que a actual previsão assume que, para os preços mais directamente afectados pelas doenças animais, se atingiu um novo patamar de preços, não se esperando reversão para os anteriores níveis de preços.

Para a evolução projectada da inflação em 2002 contribui também, embora de uma forma quantitativamente menos relevante, a hipótese de que os preços da gasolina e do gasóleo permanecerem inalterados no horizonte de projecção aos níveis observados em Novembro de 2001.

A evolução dos preços internacionais – caracterizada pelas hipóteses técnicas descritas na secção 2 – constitui um factor extremamente importante na explicação da diminuição da taxa de inflação. A projecção de uma evolução mais moderada dos preços das importações em 2002 constitui uma característica crucial neste exercício, reflectindo simultaneamente o perfil descendente dos preços das matérias-primas, mas também da generalidade dos preços de bens de investimento e de bens de consumo. Para além dos efeitos na evolução dos preços internacionais do abrandamento gene-

ralizado da economia mundial, é de referir também a dissipação dos efeitos desfasados associados à depreciação do euro.

As condições internas da economia portuguesa deverão contribuir também para uma redução da inflação. Com efeito, a desaceleração da procura interna moderará as pressões da procura no mercado de bens e serviços. Adicionalmente, a redução no grau de utilização de factores produtivos na economia – determinada por um crescimento económico mais baixo do que nos últimos anos – poderá conduzir a condições de oferta favoráveis para a evolução dos preços, tanto no mercado de bens como no mercado de trabalho.

4. AVALIAÇÃO DE FACTORES DE RISCO

Como anteriormente referido, as projecções apresentadas neste artigo baseiam-se num conjunto de hipóteses que reflectem a informação disponível em meados de Novembro. Existe, contudo, um conjunto de riscos associados à sua não verificação, que pode determinar uma evolução diferente da projectada. Estes riscos são particularmente significativos nas actuais circunstâncias, dada a elevada incerteza na conjuntura internacional. Este aumento de incerteza tende a ser uma característica das fases de viragem do ciclo económico e terá sido ampliado pelos efeitos sobre a confiança dos agentes económicos decorrentes dos ataques terroristas aos EUA em Setembro de 2001.

No que se refere à evolução da actividade económica, o principal factor de risco será o de um enquadramento internacional caracterizado por um menor crescimento da actividade económica do que o assumido neste exercício de previsão. Aliás, este risco, que já tinha sido identificado nos anteriores exercícios de previsão, tem vindo a concretizar-se através de uma deterioração sucessiva das perspectivas de crescimento para a economia mundial, contribuindo para as revisões em baixa das projecções para o crescimento da economia portuguesa. Refira-se que a informação estatística disponibilizada após a data de fecho do presente exercício de previsão tem aumentado a probabilidade de esse risco se materializar. Uma situação de menor crescimento da economia mundial traduzir-se-ia, naturalmente, num menor crescimento das exportações, do PIB e do emprego em Portugal.

(6) Ver caixa "A evolução recente dos preços dos bens alimentares não transformados: implicações para a projecção da inflação em 2001" no *Boletim Económico* de Junho.

O comportamento das administrações públicas introduz um risco de sinal contrário, embora apenas no curto prazo. Com efeito, a informação divulgada recentemente sobre as contas das administrações públicas pode conduzir a uma revisão em alta do consumo público referente ao ano de 2001 e, em resultado, também do produto. Se tal acontecer, poderá haver também a necessidade de rever as hipóteses assumidas para o comportamento do consumo público em 2002, já que tal significaria um maior atraso no processo de consolidação orçamental. A materializar-se, este atraso na consolidação orçamental levará a um maior crescimento da despesa pública em 2002, mas não deixará de implicar um menor crescimento do produto nos anos subsequentes.

No que respeita às perspectivas de evolução dos preços no consumidor, o balanço de riscos aponta no sentido de ser maior a probabilidade de a inflação se situar na metade superior do intervalo de projecção para 2002. Com efeito, apesar da redução do preço da gasolina em início de Janeiro, que não tinha sido contemplada nas hipóteses do exercício e que, por si só, teria um impacto de cerca de -0.2 pontos percentuais na variação média anual do IHPC, a evolução observada da inflação no final do ano foi pior do que previsto, o que implica um efeito desfavorável de *carry-over*. Por outro lado, não são totalmente de excluir surpresas decorrentes da introdução física do euro, com algumas subidas de preços acima do esperado, circunstância que reforça a necessidade das autoridades e associações de consumidores continuarem vigilantes. Além disso, existe o risco de o crescimento dos salários ser superior ao projectado. Com efeito, o facto de a taxa inflação no final de 2001 se manter em valores elevados poderá produzir alguns efeitos sobre as negociações salariais para 2002, numa altura em que os efeitos do abrandamento económico sobre a taxa de desemprego ainda não serão muito visíveis.

Por último, a evolução do preço do petróleo nos mercados internacionais constitui um importante factor de risco neste exercício. Com efeito, dada a decisão recente de passar a repercutir nos preços dos combustíveis ao consumidor, pelo menos parcialmente, as flutuações do preço do petróleo, poderão resultar, por este motivo, desvios da

inflação face ao projectado, quer num sentido quer no outro. Adicionalmente, uma evolução do preço do petróleo diferente da considerada não deixará de ter repercussões noutras variáveis, nomeadamente no saldo global das administrações públicas e no saldo conjunto das balanças corrente e de capital.

5. CONCLUSÃO

As projecções macroeconómicas apresentadas neste Boletim, embora expressando ritmos de crescimento do PIB e da generalidade dos agregados da despesa relativamente baixos em relação a anos anteriores, estão em linha com a continuação da trajectória de correcção gradual de alguns desequilíbrios, iniciada em 2000, o que deverá permitir uma redução do grau de vulnerabilidade da economia portuguesa face a choques adversos e criar condições para um crescimento económico sustentado a médio e longo prazos.

Apesar do significativo abrandamento da conjuntura internacional, a manutenção de uma trajectória de desaceleração da procura interna permitirá uma redução do défice externo e, desta forma, uma redução do ritmo de endividamento externo. As restrições colocadas pelo serviço de dívida dos particulares e das empresas resultantes das elevadas taxas de crescimento do endividamento ao longo dos últimos anos, a maior sensibilidade ao ciclo económico por parte das componentes da procura com maior conteúdo importado e a previsível melhoria dos termos de troca deverão permitir uma redução significativa do défice da balança corrente e de capital.

Finalmente, uma evolução dos salários mais consentânea com a da produtividade, uma progressiva diminuição do défice orçamental e um abrandamento da procura interna privada continuam a constituir condições imprescindíveis para a manutenção desta tendência de reajustamento gradual da economia portuguesa, evitando a prazo impactos mais significativos no crescimento e no desemprego.

Texto redigido em Dezembro de 2001, com base em valores de um exercício de projecção que utilizou informação até ao dia 16 de Novembro de 2001.

**DA ADESÃO À COMUNIDADE EUROPEIA À PARTICIPAÇÃO
NA UNIÃO ECONÓMICA E MONETÁRIA:
A EXPERIÊNCIA PORTUGUESA DE DESINFLAÇÃO NO PERÍODO 1984-1998***

*Marta Abreu***

1. INTRODUÇÃO

No início dos anos 80, a economia portuguesa era caracterizada por profundos desequilíbrios macroeconómicos, uma indústria pouco competitiva, importantes distorções nos mercados de bens e de factores e um peso substancial do sector público na actividade produtiva, herdado da Revolução de 1974. A política monetária assentava em controlos cambiais, limites de crédito e taxas de juro administradas. O mercado financeiro era pouco sofisticado, o número de instrumentos financeiros era limitado e as instituições financeiras (no essencial, bancos) eram detidas pelo sector público, descapitalizadas e ineficientes. Na prática, o funcionamento do sistema bancário era ditado pelas substanciais necessidades de financiamento do sector público. O Tesouro beneficiava de importantes fontes de financiamento privilegiado, incluindo um amplo recurso ao financiamento por parte do banco central. A política cambial seguia um regime de desvalorização deslizando (“*crawling-peg*”), com o objectivo de assegurar a competitividade dos exportadores nacionais, permitindo, deste modo, conter um défice elevado e persistente da Balança de Transacções Correntes.⁽¹⁾ Neste quadro, a eco-

nomia confrontava-se com um ciclo vicioso de inflação-desvalorização cambial.

Em 1985, ano que antecedeu a adesão à Comunidade Europeia, o rendimento real *per capita* em Portugal correspondia a pouco mais de 50 por cento da média comunitária, reflectindo os baixos níveis de produtividade do país. O programa de estabilização adoptado na sequência do Acordo de 1983 com o Fundo Monetário Internacional (FMI) permitira restabelecer o equilíbrio da Balança de Transacções Correntes e colocara a inflação e o défice público numa trajectória descendente. Ainda assim, a inflação situava-se em cerca de 20 por cento (14 pontos percentuais (p.p.) acima da média comunitária) e o défice orçamental excedia 10 por cento do PIB, mais do dobro da média comunitária (Quadro 1).

O fraco desempenho da economia na década de 70 e no início da década de 80 tornou evidente que uma convergência sustentada do rendimento real *per capita* em Portugal para os níveis europeus teria que passar por uma alteração de regime que

* As opiniões expressas neste artigo são as da autora e não reflectem necessariamente as do Banco de Portugal. Agradeço os comentários e sugestões de Vítor Gaspar, Ana Cristina Leal, Pedro Duarte Neves, Sónia Cabral, Sónia Costa, Jorge Correia da Cunha, Carlos Robalo Marques, Paulo Esteves e Isabel Gameiro, que muito contribuíram para melhorar este artigo. Quaisquer erros são da exclusiva responsabilidade da autora.

** Departamento de Estudos Económicos.

(1) Em menos de uma década, o país enfrentou duas crises de Balança de Pagamentos, as quais conduziram à negociação de acordos de estabilização com o Fundo Monetário Internacional (FMI) em 1978 e em 1983. O regime cambial de desvalorização deslizando foi introduzido em Agosto de 1977 (i.e. uns meses antes da negociação do primeiro acordo de estabilização com o FMI), no contexto de severas dificuldades de Balança de Pagamentos. Este regime consistia numa desvalorização mensal pré-anunciada do escudo face a um cabaz de 13 moedas. Entre 1978 e 1983 tiveram ainda lugar quatro desvalorizações discretas (Maio de 1978, Junho de 1982, Março de 1983 e Junho de 1983) e uma revalorização discreta (Fevereiro de 1980).

Quadro 1

PORTUGAL E UE15 – INDICADORES ECONÓMICOS

	1985		1991		1998	
	Portugal	UE15	Portugal	UE15	Portugal	UE15
PIB <i>per capita</i> (PPC; UE15=100).....	53	100	64.4 ^(a)	100	74.8	100
PIB (tv em %).....	2.8	2.6	2.3	1.7	3.5	2.7
Inflação (def. consumo privado).....	19.4	5.9	12.2	5.8	1.8	1.7
Desemprego (em %).....	8.7	10	4	8.1	5.2	9.9
Balança de Transacções Correntes (% do PIB)....	0.5	0.5	-0.9	-1.2	-4.7 ^(b)	0.9
Défice das Administrações Públicas (% do PIB) ^(c) .	10.3	4.5	5.9	4.2	2.1	1.5
Dívida pública bruta (% do PIB) ^(d)	68	53.6	65.9	55.2	56.5	69

Fonte: Comissão Europeia e Banco de Portugal.

(a) Quebra de série em 1991 devido à inclusão da ex-RDA.

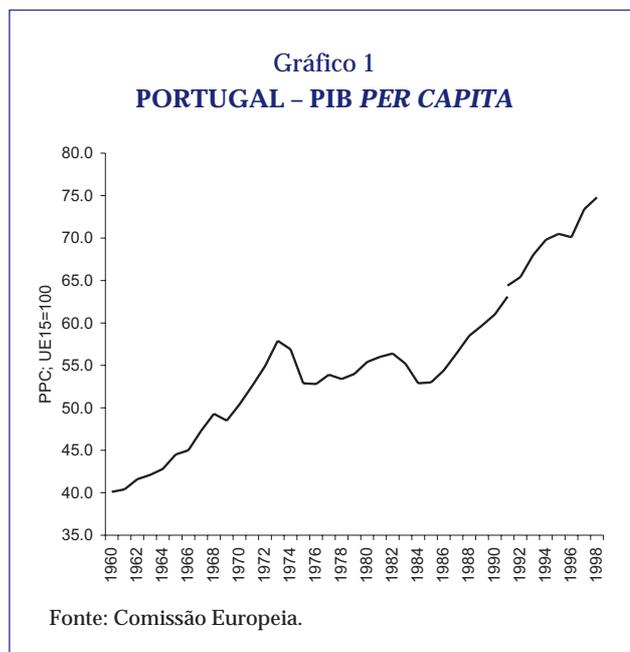
(b) Quebra de série em 1996. O valor para 1998 inclui as transferências de capital para assegurar a comparabilidade com os valores anteriores.

(c) Dados para 1985 e 1991 de acordo com o SEC79. Dados para 1998 de acordo com o SEC95.

(d) Definição de Maastricht. PIB para 1998 de acordo com o SEC95.

conduzisse à estabilidade macroeconómica e à realização de profundas reformas estruturais. A adesão à Comunidade Europeia demonstrou o empenho das autoridades nessa alteração de regime e forneceu os incentivos adequados à sua concretização.

A situação económica em Portugal melhorou substancialmente após a adesão à Comunidade. O reforço da concorrência proporcionado pela integração no mercado comunitário, a implementação de um conjunto de políticas macroeconómicas e estruturais razoavelmente adequadas e as ajudas financeiras da Comunidade permitiram a estabilização nominal da economia e uma rápida aproximação aos níveis de rendimento europeus. O PIB *per capita*, expresso em paridades do poder de compra, aumentou para cerca de 75 por cento da média comunitária em 1998 (Gráfico 1). A inflação reduziu-se para níveis geralmente considerados compatíveis com a estabilidade de preços e o diferencial face à média comunitária foi virtualmente eliminado. O défice orçamental foi reduzido para níveis inferiores ao valor de referência de 3.0 por cento do PIB estabelecido no Tratado da União Europeia e o rácio da dívida pública no PIB passou a registar níveis inferiores à média comunitária. Os progressos substanciais registados em matéria de convergência nominal permitiram que Portugal fosse um dos onze países fundadores da área do euro, participando na União Económica e Monetária (UEM) desde Janeiro de 1999.



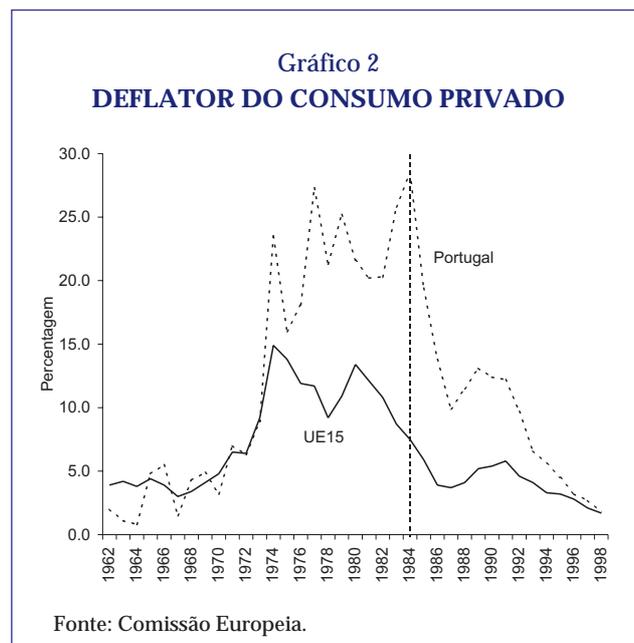
Este artigo aborda um dos pilares do processo de convergência nominal da economia portuguesa, a experiência de desinflação. A secção 2 apresenta uma panorâmica geral do processo de desinflação. Considerando que a estratégia de desinflação assentou numa política de estabilidade cambial, a secção 3 descreve a política monetária e cambial em Portugal no período que decorreu entre a adesão à Comunidade e a participação na UEM. A secção 4 aborda a questão dos custos da desinflação, argumentando-se que estes não terão sido significativos. A Secção 5 conclui.

2. O PROCESSO DE DESINFLAÇÃO

Quando Portugal aderiu à Comunidade Europeia, a taxa de inflação era das mais elevadas entre os países comunitários (sendo apenas superior na Grécia) e o diferencial face à média comunitária situava-se em cerca de 14 p.p. A inflação, que atingira um máximo de quase 30 por cento em 1984, caiu para cerca de 2 por cento em 1997-1998, um nível geralmente considerado compatível com a estabilidade de preços. Simultaneamente, o diferencial face à média comunitária foi praticamente eliminado. A redução da taxa de inflação ao longo deste período não foi, contudo, um processo contínuo. Após uma diminuição muito rápida entre 1984 e 1987, a inflação retomou uma tendência crescente no período 1988-1990. A partir de então verificou-se uma desaceleração contínua dos preços até 1997/98 (Gráfico 2).

A partir de meados da década de 80, redução da taxa de inflação tornou-se um objectivo prioritário da política económica.⁽²⁾ A política cambial tornou-se progressivamente menos acomodatória,⁽³⁾ de modo a quebrar o ciclo vicioso de inflação-desvalorização cambial, garantindo uma redução permanente da taxa de inflação sem pôr em causa a sustentabilidade das contas externas. Paralelamente, os agentes económicos foram incentivados a negociar os aumentos salariais tendo por base a inflação prevista, em vez da inflação passada.

A inflação, medida pela taxa média de variação do Índice de Preços no Consumidor (IPC), reduziu-se de 29.3 por cento em 1984, para 9.3 por cento em 1987. Neste período, a inflação nos sectores transaccionável e não transaccionável evoluiu de forma semelhante. O excesso de capacidade pro-



ductiva que surgira na sequência da aplicação do programa de estabilização negociado com o FMI em 1983, em conjunto com uma evolução favorável dos preços internacionais em meados da década de 80, permitiu conciliar uma desaceleração substancial dos preços com um forte crescimento do produto (Gráfico 3A).

Em 1988, num contexto em que a economia começava a apresentar alguns sinais de sobreaquecimento e em que a evolução dos preços internacionais se tornava menos favorável, a inflação retomou uma trajectória ascendente, atingindo 13.4 por cento em 1990. O retrocesso no processo de desinflação reflectiu a aceleração dos preços de importação, um ano agrícola desfavorável em 1988 e condições de sobreaquecimento no mercado de trabalho. Neste contexto, observou-se uma aceleração tanto dos preços dos bens transaccionáveis, como dos preços dos bens não transaccionáveis (Gráfico 3B). Após uma queda de 9.6 por cento em 1986, o deflador das importações de bens e serviços aumentou a uma média de 7.0 por cento ao ano entre 1987 e 1989 (Gráfico 3C). Por sua vez, à medida que o desemprego atingia níveis claramente inferiores às estimativas para a taxa natural de desemprego⁽⁴⁾ em Portugal, os custos unitários de trabalho aceleravam de 7.6 por cento em 1988 para

(2) Veja-se o Programa do X Governo Constitucional, de Novembro de 1985 (*Diário da Assembleia da República*, II Série, Nº4, 16/11/1985).

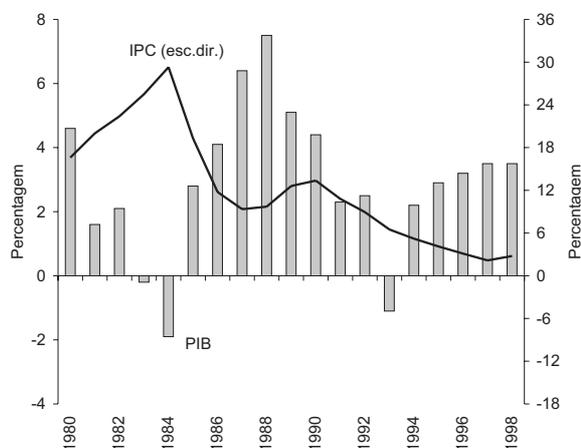
(3) Para além de constituir uma forma eficaz para promover a redução da taxa de inflação, uma estratégia de desinflação baseada no instrumento cambial contribuía igualmente para um enquadramento adequado a um crescimento económico sustentável. De facto, enquanto a desvalorização real da moeda mantinha a competitividade através da erosão dos salários reais (favorecendo a especialização da economia em actividades de baixo valor acrescentado), uma política cambial não acomodatória obrigava os exportadores a obterem ganhos de competitividade apostando em factores de natureza qualitativa, como sejam a inovação, a diferenciação do produto e melhores técnicas de gestão.

(4) Veja-se Botas, Marques e Neves (1998). Estimativas para a taxa natural de desemprego em Portugal apontam para valores no intervalo 5.5 a 6.0 por cento. Estes valores não devem ser extrapolados para o momento presente. Em 1998,

(continua ...)

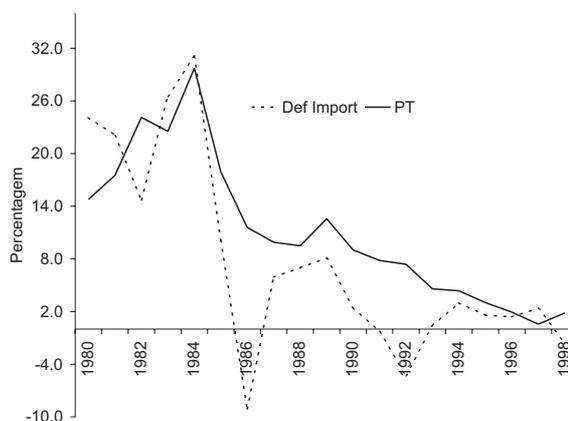
Gráfico 3
O PROCESSO DE DESINFLAÇÃO EM PORTUGAL – 1984-1998

A – Inflação e crescimento real do PIB



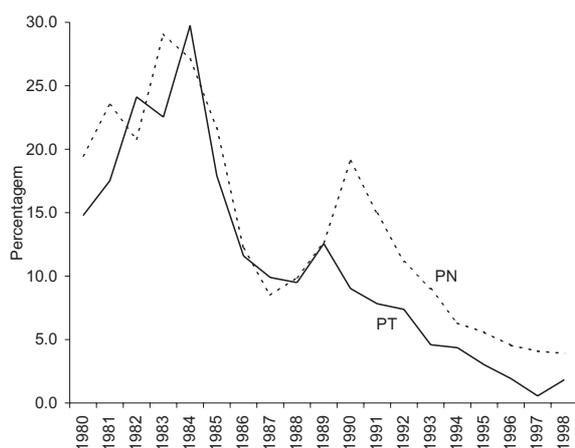
Fonte: INE e Comissão Europeia.

C – Deflator das importações e inflação dos transaccionáveis



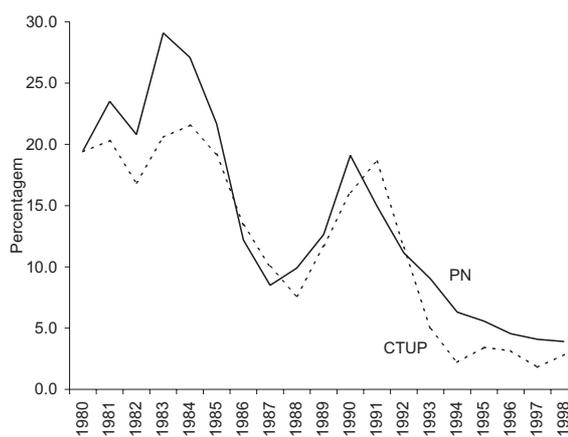
Fonte: Comissão Europeia e Banco de Portugal.

B – Inflação dos transaccionáveis e não transaccionáveis



Fonte: INE e Banco de Portugal.

D – CTUP e inflação dos não transaccionáveis



Fonte: Comissão Europeia e Banco de Portugal.

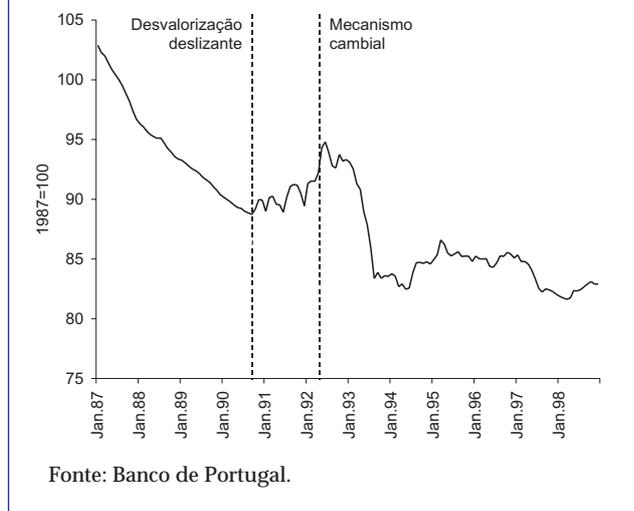
18.6 por cento em 1991 (Gráfico 3D). Não obstante a aceleração dos preços, a taxa de depreciação pré-anunciada do escudo continuou a ser reduzida neste período, pelo que a moeda começou a apre-

(...continuação (4))

o "Inquérito ao Emprego" do Instituto Nacional de Estatística sofreu profundas alterações metodológicas, no contexto da adopção de orientações do Eurostat visando uma maior harmonização estatística a nível comunitário. Estas alterações traduziram-se numa quebra estatística em 1997-98, com uma magnitude estimada em 0.75 a 1.0 p.p. Tendo em conta esta quebra estatística, as estimativas para a taxa natural de desemprego no momento presente deverão ser actualizadas para 4.5 a 5.0 por cento.

ciar em termos reais. Reflectindo a política cambial não acomodatória, os preços dos bens transaccionáveis retomaram uma trajectória descendente em 1990. Por sua vez, a inflação no sector dos bens não transaccionáveis continuou a aumentar, num contexto de fortes pressões salariais e de uma combinação de políticas macroeconómicas crescentemente desequilibrada. O diferencial entre a inflação no sector dos bens não transaccionáveis e no sector dos bens transaccionáveis aumentou, assim, significativamente, atingindo um máximo de 10.1 p.p. em 1990.

Gráfico 4
TAXA DE CÂMBIO NOMINAL EFECTIVA
DO ESCUDO
Médias mensais; Jan.87 a Dez.98



Neste quadro, uma estratégia de política monetária baseada na estabilidade cambial como objectivo intermédio para atingir o objectivo final de estabilidade de preços foi progressivamente adoptada. Em Outubro de 1990, o regime cambial de desvalorização deslizando foi abandonado e um ano e meio mais tarde o escudo aderiu ao mecanismo cambial do Sistema Monetário Europeu (SME) (Gráfico 4). Após uma desvalorização importante no âmbito da crise que afectou o SME em 1992-93, a taxa de câmbio nominal do escudo manteve-se razoavelmente estável desde meados de 1993 até 1998. Em consonância com a estratégia de estabilidade cambial anunciada, as autoridades não utilizaram a margem de manobra adicional proporcionada pelo alargamento das bandas de flutuação no mecanismo cambial. As taxas de juro oficiais foram, assim, sendo ajustadas de forma consistente com a manutenção da estabilidade cambial.

A inflação prosseguiu uma trajectória descendente no período 1991-97, tendo a taxa média de inflação do IPC atingido 2.2 por cento em 1997. O surgimento de um hiato do produto negativo em 1993, e o subsequente aumento do desemprego, favoreceram a moderação salarial, contribuindo para uma desaceleração sustentada dos preços dos bens não transaccionáveis. O crescimento nominal dos custos unitários de trabalho caiu para 2.2 por cento em 1994, mantendo-se relativamente moderado até 1998. A política monetária e cambial pros-

seguida desde o início dos anos 90 foi decisiva para conter as expectativas de inflação, em particular quando a economia iniciou a sua recuperação em meados da década. Neste contexto, Portugal assegurou, desde Julho de 1997, o cumprimento do critério de estabilidade de preços necessário à qualificação para a adopção do euro.

3. A POLÍTICA MONETÁRIA E CAMBIAL NO PERÍODO 1986-1998

Esta secção descreve a evolução da política monetária e cambial em Portugal no período que decorreu entre a adesão à Comunidade Europeia e a participação na União Económica e Monetária.⁽⁵⁾ A secção divide-se em duas partes. A primeira sub-secção refere-se ao período entre a adesão à Comunidade em 1986 e a participação do escudo no mecanismo cambial, no início de 1992. Neste período, a aplicação do programa do Mercado Interno e do *acquis communautaire* foi uma preocupação dominante da política económica. A segunda sub-secção refere-se ao período entre 1992 e 1998, ou seja, entre a assinatura do Tratado da União Europeia e a participação na UEM. Neste período, assegurar o cumprimento das condições para a plena participação na UEM constituiu a prioridade da política económica. Este corresponde igualmente ao período de participação do escudo no mecanismo cambial.

(5) Apesar desta secção se centrar na descrição da política monetária e cambial e, em particular no papel que esta desempenhou na estratégia de desinflação, é importante realçar que as sucessivas alterações ao enquadramento daquela política foram parte integrante de um programa coerente de reformas, que incluía igualmente a reforma do sector financeiro e a consolidação das finanças públicas. Neste contexto, é igualmente importante sublinhar a relevância da sequência das diferentes reformas. Em particular, e no que se refere à experiência portuguesa, uma consolidação orçamental sustentada constituía um requisito prévio para a reforma do sector financeiro e para a eliminação do financiamento monetário. Com efeito, sem uma redução substancial das necessidades de financiamento do sector público, a passagem para um financiamento a taxas de mercado ter-se-ia rapidamente traduzido numa trajectória insustentável para o défice orçamental. Veja-se OCDE (1999) e Borges (1991b).

3.1. Da adesão à Comunidade ao Tratado da União Europeia (1986-1991)

Em meados da década de 80, a redução da taxa de inflação passou a ser o principal objectivo da política monetária e cambial, e a taxa de câmbio tornou-se o principal instrumento da estratégia de desinflação. A taxa mensal de depreciação do escudo foi sucessivamente reduzida no período 1986-90, mesmo quando a inflação voltou temporariamente a subir entre 1988 e 1990. Em contraste com o sucedido na década anterior, o diferencial de inflação entre Portugal e os seus principais parceiros comerciais deixou de ser plenamente compensado, o que se traduziu numa apreciação do escudo em termos reais a partir de 1987 (Gráfico 5).

Como referido na secção 2, a inflação, após uma substancial queda entre 1984 e 1987, retomou uma tendência crescente no período 1988-90.⁽⁶⁾ As autoridades foram surpreendidas pela interrupção da trajectória descendente da taxa de inflação, e pelo correspondente aumento do diferencial face à média europeia, num período em que a política cambial se tornara menos acomodatória já que, na década anterior, o comportamento da taxa de inflação em Portugal parecia seguir a (versão relativa da) teoria da Paridade dos Poderes de Compra (PPC)⁽⁷⁾.

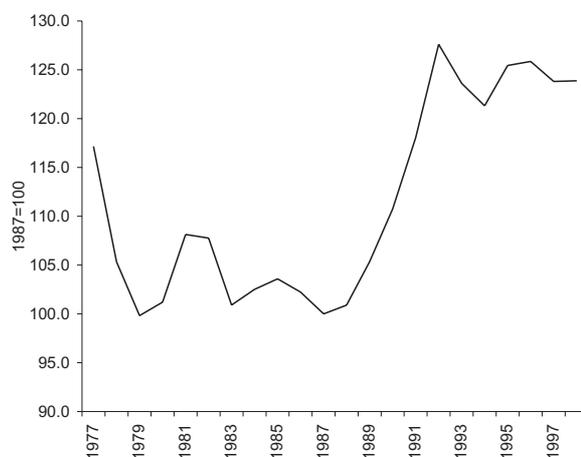
Como igualmente sublinhado na secção 2, verificou-se numa primeira fase uma aceleração tanto dos preços dos bens transaccionáveis, como dos preços dos bens não transaccionáveis. No entanto, enquanto a inflação no sector transaccionável retomou uma trajectória descendente a partir de meados de 1989, os preços no sector não transaccionável continuaram a acelerar até ao final de 1990.⁽⁸⁾ Consequentemente, surgiu um diferencial de infla-

(6) Ao longo deste período, a taxa de inflação, medida pela variação do IPC em termos homólogos, aumentou de (um mínimo de) 8.0 por cento em Abril de 1988, para (um máximo de) 14.4 por cento em Outubro de 1990.

(7) De acordo com Barosa e Cunha (1989), a inflação em Portugal apresentou um comportamento em linha com a versão relativa da PPC no período 1976-1987. Num estudo posterior, estes autores mostram que a relação PPC se terá quebrado no final de 1987. Veja-se Barosa e Cunha (1990).

(8) A inflação no sector dos bens transaccionáveis aumentou de um valor inferior a 7 por cento em Maio de 1988, para um valor superior a 13 por cento em Janeiro de 1989. Por sua vez, a inflação no sector não transaccionável aumentou de cerca de 8 por cento no início de 1988, para mais de 20 por cento no final de 1990.

Gráfico 5
PORTUGAL – TAXA DE CÂMBIO EFECTIVA REAL
IPC relativos

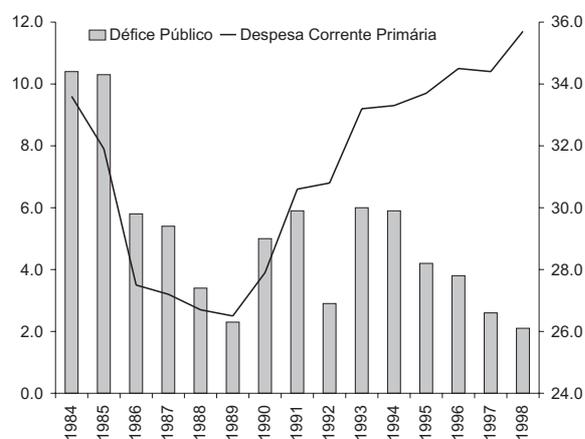


Fonte: OCDE; INE e Banco de Portugal.

ção crescente entre os dois sectores, que se traduziu num acréscimo substancial do preço relativo dos bens não transaccionáveis. Este diferencial crescente não constituiria motivo de preocupação na medida em que estivesse a reflectir ganhos de produtividade importantes no sector dos bens transaccionáveis (veja-se secção 4). Contudo, começavam igualmente a tornar-se evidentes sinais de sobreaquecimento da economia. O desaparecimento do hiato do produto e a deterioração da Balança Comercial no final dos anos oitenta, assim como a redução da taxa de desemprego e a aceleração dos custos unitários de trabalho, mostravam que a capacidade produtiva da economia estava a atingir os seus limites. O aumento da taxa de inflação, e em particular a forte aceleração dos preços no sector não transaccionável, reforçavam os sinais de sobreaquecimento.

No início dos anos 90, uma combinação de políticas macroeconómicas crescentemente desequilibrada contribuiu para reforçar o excesso de procura na economia. Com efeito, enquanto até 1989 se observou uma redução substancial do défice das Administrações Públicas e uma melhoria do saldo primário ajustado de efeitos cíclicos, no início dos anos 90 verificou-se um recuo no processo de consolidação orçamental (Gráfico 6). Este retrocesso foi inicialmente causado por um aumento substancial do rácio da despesa primária no PIB, num contexto de condições cíclicas favoráveis. Neste quadro, verificou-se uma deterioração significativa do

Gráfico 6
**DÉFICE DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS
 E DESPESA CORRENTE PRIMÁRIA**
 Em % do PIB; SEC95 para 1995-98



Fonte: Comissão Europeia.

saldo primário e do saldo primário ajustado de efeitos cíclicos.⁽⁹⁾

Por sua vez, em matéria de política monetária, e num contexto em que a liberalização dos movimentos de capitais com o exterior se encontrava em curso, as autoridades procuravam controlar a procura agregada através de uma política restritiva, evitando simultaneamente uma apreciação real excessiva do escudo. Esta conduta resultou num ciclo vicioso, que ficou conhecido como o *dilema da política monetária*: a manutenção de taxas de juro domésticas elevadas, em conjunto com uma taxa de câmbio fortemente administrada (e, por isso, altamente previsível) no contexto do regime de desvalorização deslizante, incentivavam fortes entradas de capitais (em particular de curto-prazo), causando sérias dificuldades à gestão interna da liquidez.⁽¹⁰⁾

A interrupção do processo de desinflação e as dificuldades de controlo da liquidez doméstica conduziram a uma alteração profunda no enquadramento da política monetária e cambial. Os limites de crédito, que se haviam tornado ineficazes, foram abolidos em Março de 1990; um novo siste-

ma de reservas mínimas de caixa foi introduzido em Maio de 1990; e uma grande operação de absorção de liquidez foi realizada em Dezembro de 1990 e Março de 1991, de modo a absorver a liquidez excedentária criada durante o período de vigência dos limites de crédito. Adicionalmente, foi adoptada, em Outubro de 1990, uma nova Lei Orgânica do Banco de Portugal,⁽¹¹⁾ impondo limites ao financiamento monetário dos défices orçamentais.⁽¹²⁾ As taxas de juro haviam já sido progressivamente liberalizadas na segunda metade dos anos 80.⁽¹³⁾ Um sistema de controlo indirecto da liquidez, baseado no funcionamento dos mecanismos de mercado foi, assim, introduzido.⁽¹⁴⁾

(10) Um conhecido resultado em economia diz-nos que não é possível manter em simultâneo livre circulação de capitais, um objectivo cambial e uma política monetária autónoma. De facto, num contexto de integração financeira, os mercados asseguram a igualdade da rendibilidade esperada dos activos denominados em diferentes moedas. Neste quadro, a taxa de juro doméstica reflecte a taxa de juro externa e a depreciação esperada da moeda.

(11) Veja-se “Lei Orgânica do Banco de Portugal” (Decreto-Lei nº 337/90 de 30 de Outubro, *Diário da República*, Série I, nº 251, 30.10.1990).

(12) Na prática, o financiamento monetário havia sido consideravelmente reduzido desde meados da década de 80, reflectindo a redução acentuada das necessidades de financiamento do sector público, assim como o esforço do Tesouro no sentido de obter financiamento através de um recurso crescente ao mercado de capitais. Formalmente, a Lei Orgânica de 1990 consagrava ainda duas importantes excepções à interdição de financiamento monetário: a possibilidade de um descoberto na conta corrente do Tesouro junto do Banco de Portugal (de montante equivalente a 10.0 por cento das receitas públicas) e a possibilidade de tomada firme de Bilhetes do Tesouro por parte do Banco de Portugal (embora em condições negociadas entre o Banco e o Tesouro). A tomada firme de Bilhetes do Tesouro deixou de ser praticada em 1991. Por sua vez, a conta corrente do Tesouro foi encerrada em Dezembro de 1992, tendo o saldo em dívida sido convertido num empréstimo a 10 anos, com uma taxa de juro inicial de 1.3 por cento que convergiria gradualmente para as taxas de mercado. Desde Janeiro de 1994 (data de início da Segunda Fase da UEM), a interdição de financiamento monetário aplica-se a todos os países comunitários.

(13) Entre Março de 1989 e Maio de 1992, apenas se mantiveram em vigor uma taxa máxima sobre os depósitos à ordem e uma taxa mínima sobre os depósitos a prazo a seis meses.

(14) O enquadramento da política monetária que, no início dos anos 90, surgiu da introdução de uma gestão de liquidez baseada no funcionamento dos mecanismos de mercado, era semelhante ao que vigorava na maioria dos países comunitários e ao que seria mais tarde adoptado pelo Banco Central Europeu. As instituições de crédito estavam sujeitas à constituição de disponibilidades mínimas de caixa e a liquidez era gerida através de operações de mercado (*continua...*)

(9) O rácio da despesa corrente primária no PIB aumentou de 26.5 por cento em 1989, para 30.6 por cento em 1991. No mesmo período, a deterioração acumulada do saldo primário ajustado do ciclo atingiu quase 3 p.p. do PIB. Para uma descrição pormenorizada da política orçamental no período 1986-94, veja-se Cunha e Neves (1995).

O regime cambial de desvalorização deslizando foi abandonado em Outubro de 1990. Nessa altura, a taxa mensal de depreciação do escudo face a um cabaz de 13 moedas situava-se em 0.25 por cento (3.0 por cento ao ano). A alteração do regime cambial procurou responder a um duplo objectivo. Em primeiro lugar, as autoridades desejavam introduzir alguma imprevisibilidade de curto-prazo na evolução da taxa de câmbio do escudo, de modo a desincentivar as entradas de capitais (de curto-prazo). Em segundo lugar, o novo regime deveria preparar a economia para uma futura participação no mecanismo cambial do SME. Neste contexto, as autoridades mantiveram inicialmente um objectivo de depreciação de 3.0 por cento, mas tornaram indefinido o horizonte em que essa depreciação deveria ocorrer, ou seja, no curto-prazo, seria permitida a flutuação do escudo dentro de uma banda não anunciada. Simultaneamente, o cabaz de moedas que servia de referência para a evolução do escudo foi substituído por um cabaz de moedas participantes no mecanismo cambial.⁽¹⁵⁾ Em paralelo, as autoridades procuraram isolar o mercado monetário doméstico através da re-introdução temporária de restrições à entrada de capitais. Assim, em Julho de 1990, os créditos obtidos no estrangeiro passaram a estar sujeitos a um depósito obrigatório de 40.0 por cento e, um ano mais tarde, foram re-introduzidas restrições à aquisição de dívida pública por parte de não residentes.

O objectivo de depreciação cambial foi gradualmente substituído por uma política de “estabilidade do escudo”. No período de 18 meses que mediou entre o abandono do regime de desvalorização deslizando, em Outubro de 1990, e o mês de Março de 1992, que antecedeu a adesão do escudo ao mecanismo cambial do SME, o escudo apreciou 2.6 por cento em termos nominais efectivos (Gráfico 7). A apreciação nominal face ao marco alemão

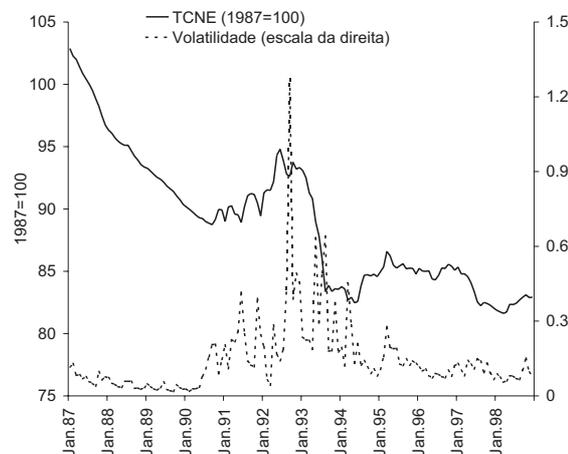
(...continuação (14))

aberto. A taxa de juro aplicável a estas operações sinalizava a orientação da política monetária e determinava o comportamento das taxas de curto-prazo no mercado monetário. Em 1993-94 foram introduzidas facilidades permanentes de crédito e de absorção de liquidez. As taxas de juro aplicáveis a estas facilidades permanentes formavam um intervalo que limitava a flutuação das taxas de juro de muito curto-prazo no mercado monetário.

(15) Estas moedas eram o marco, a libra, o franco francês, a lira e a peseta.

Gráfico 7
TAXA DE CÂMBIO NOMINAL EFECTIVA
DO ESCUDO

Médias mensais; Jan.87 a Dez.98



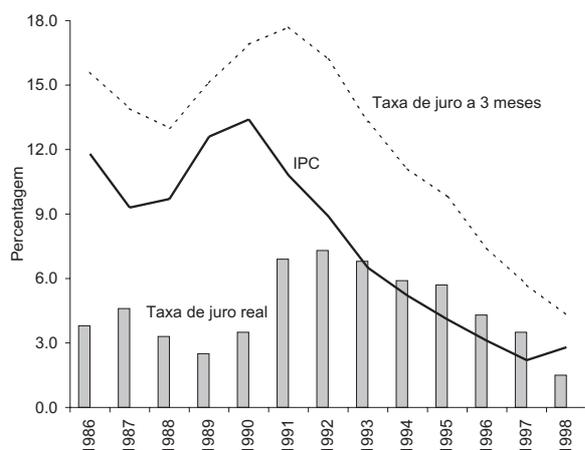
Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Volatilidade corresponde ao desvio-padrão mensal das variações diárias.

foi da mesma ordem de grandeza. Dada a manutenção de um diferencial de inflação muito substancial face à média europeia, a taxa de câmbio real efectiva do escudo (baseada nos IPC relativos) apreciou-se em cerca de 15 por cento entre 1990 e 1992.

As alterações ao enquadramento das políticas monetária e cambial não permitiram pôr fim ao dilema de política monetária, já que as autoridades mantinham taxas de juro elevadas para combater a inflação e, ao mesmo tempo, receando a perda de competitividade, continuavam a resistir às pressões para a apreciação nominal do escudo. À medida que as taxas de juro domésticas eram aumentadas para contrariar o crescimento excessivo da procura interna, o diferencial de juro positivo face ao exterior atraía fluxos de capitais significativos (em particular de curto-prazo), gerando pressões para a apreciação nominal do escudo. Este era um período de forte optimismo nos mercados financeiros internacionais. Os prémios de risco eram baixos e o escudo, à semelhança das moedas do mecanismo cambial que tinham taxas de juro mais elevadas, era objecto dos chamados “jogos de convergência” (“convergence plays” – veja-se secção 3.2). O Banco de Portugal intervinha no mercado cambial, vendendo escudos de modo a evitar uma apreciação excessiva da taxa de câmbio, que pu-

Gráfico 8
PORTUGAL – TAXAS DE JURO E INFLAÇÃO



Fonte: Comissão Europeia e INE

Gráfico 9
PORTUGAL – ACTIVOS EXTERNOS LÍQUIDOS



Fonte: Banco de Portugal.

sesse em causa a competitividade da economia. A intervenção no mercado cambial fazia aumentar a liquidez doméstica, causando pressão para a descida das taxas de juro. Para manter as taxas de juro elevadas, o Banco de Portugal procurava então absorver a liquidez excedentária através de operações de mercado aberto, estimulando novos influxos de capitais. Na medida em que o escudo era encarado nos mercados como uma “aposta certa”, as restrições administrativas aos influxos de capitais revelaram-se ineficazes, tendo os activos externos do Banco de Portugal atingido um máximo de mais de 25 por cento do PIB em 1991 (Gráfico 9). Não obstante, as dificuldades em controlar a liquidez doméstica não impediram o início de um pro-

cesso sustentado de desinflação. No período de “flutuação limitada”, a taxa de inflação, medida pela variação do IPC em termos homólogos, reduziu-se de um valor superior a 14 por cento, para um valor inferior a 9 por cento.

3.2. A participação no mecanismo cambial (1992-1998)

Em Abril de 1992, o escudo aderiu ao mecanismo cambial do Sistema Monetário Europeu, com uma banda de flutuação de ± 6.0 por cento.⁽¹⁶⁾ Para uma pequena economia aberta, a estabilidade cambial face a um conjunto de moedas caracterizadas por um elevado grau de estabilidade nominal constitui uma forma eficaz para alcançar a estabilidade de preços no médio-prazo. Neste sentido, a adesão ao mecanismo cambial demonstrava o empenho das autoridades na prossecução de uma política cambial não acomodaticia, pelo que deveria ter um impacto favorável sobre as expectativas de inflação. A participação no mecanismo cambial representava ainda uma etapa necessária à futura participação na União Económica e Monetária.

Após a adesão ao mecanismo cambial, o escudo tornou-se a moeda mais forte na grelha de paridades, atingindo o tecto de flutuação face à moeda mais fraca, na altura a libra. Esta era a época do SME “sem realinhamentos” (“*hard EMS*”) e dos “jogos de convergência”.⁽¹⁷⁾ O posicionamento do escudo na banda de flutuação criou uma pressão descendente sobre as taxas de juro domésticas, numa altura em que a taxa de inflação homóloga estava a subir, reflectindo um aumento da tributação indirecta.⁽¹⁸⁾ Em Agosto de 1992, o governo anunciou que a completa eliminação dos controlos

(16) A taxa central face ao ECU foi fixada a um nível inferior em cerca de 1.4 por cento face à taxa de mercado.

(17) A ausência de realinhamentos no SME desde 1987 e a perspectiva de criação de uma união monetária na Europa estimulavam fortes entradas de capitais nos países participantes no mecanismo cambial que mantinham taxas de juro mais elevadas. Os investidores acreditavam que os países do mecanismo cambial se encontravam numa trajectória sustentável que conduziria à participação na união monetária, pelo que os diferenciais de juro sobre-estimavam claramente os riscos de desvalorização. Este fenómeno ficou conhecido como “o jogo da convergência” (“*convergence play*”). Veja-se IMF (1993).

(18) A taxa de inflação, medida pela variação do IPC em termos homólogos, aumentou de 8.0 por cento em Fevereiro de 1992, para 9.5 por cento em Junho de 1992, retomando de seguida uma trajectória descendente.

cambiais ainda em vigor teria lugar até ao final desse ano. Este anúncio foi acompanhado por uma redução importante das taxas de juro oficiais, para prevenir um novo acréscimo das entradas de capitais. A taxa de cedência regular de liquidez foi reduzida em 2.0 p.p. (de 18.0 para 16.0 por cento) no período de três meses e meio que decorreu entre a adesão ao mecanismo cambial e meados de Agosto (aquando do anúncio da plena liberalização dos movimentos de capitais). A decisão de completar a liberalização dos movimentos de capitais eliminou quase por completo a margem de manobra da política monetária, já que as taxas de juro oficiais tinham que passar a ser usadas para assegurar a manutenção do escudo dentro da banda de flutuação do mecanismo cambial.

Apesar de um começo promissor, o primeiro ano de participação do escudo no mecanismo cambial revelou-se um ano difícil. O escudo rapidamente começou a depreciar no interior da sua banda de flutuação, reflectindo uma combinação de factores externos e domésticos. Em primeiro lugar, e sobretudo, a perda de credibilidade do mecanismo cambial na sequência do referendo dinamarquês ao Tratado da União Europeia, em Junho de 1992, traduziu-se num significativo aumento dos prémios de risco das moedas dos países com pior reputação em termos de estabilidade nominal. Os “jogos de convergência” terminaram de forma abrupta, provocando fortes saídas de capitais daqueles países. Em segundo lugar, o aumento temporário da inflação em Portugal, em conjunto com a redução acentuada das taxas de juro no âmbito do anúncio de plena liberalização dos movimentos de capitais, criaram no mercado uma crescente percepção de requisitos incompatíveis nas frentes externa e doméstica.

O escudo viu-se, assim, envolvido na crise que abalou o mecanismo cambial em 1992-93, e que conduziria ao alargamento das bandas de flutuação para ± 15.0 por cento em Agosto de 1993.⁽¹⁹⁾ Durante este período, a taxa central do escudo foi desvalorizada por duas vezes (Gráfico 10A). Após resistir a um ataque especulativo em Setembro de 1992, numa altura em que a taxa central da peseta foi desvalorizada em 5.0 por cento e em que as autoridades italianas e britânicas suspenderam as suas obrigações de intervenção no mecanismo cambial, a taxa central do escudo foi desvalorizada em 6.0 por cento em Novembro de 1992 e em 6.5

por cento em Maio de 1993. Estes ajustamentos tiveram lugar no contexto de pedidos de realinhamento por parte das autoridades espanholas e em momentos em que a taxa de câmbio do escudo não estava sujeita a pressões particularmente fortes. Contudo, a desvalorização da taxa central da peseta (em 6.0 e 8.0 por cento, respectivamente) alterava as condições que haviam determinado a escolha da paridade central do escudo. Em particular, a perda de competitividade face a Espanha (um dos nossos principais parceiros comerciais e um importante concorrente em terceiros mercados) que ocorreria se o escudo não fosse também desvalorizado, poderia revelar-se dificilmente sustentável, sobretudo num contexto em que a credibilidade do mecanismo cambial se encontrava severamente afectada e em que as condições da economia portuguesa se estavam a deteriorar rapidamente. De facto, o período de rápida expansão económica estava a chegar ao fim, verificando-se uma forte desaceleração da actividade económica que conduziria a uma recessão em 1993.

Apesar da deterioração das condições internas, as autoridades portuguesas não utilizaram a margem de manobra adicional resultante do alargamento das bandas de flutuação do mecanismo cambial, continuando a ajustar as taxas de juro oficiais de forma consistente com a manutenção da estabilidade cambial (Gráficos 10A a 10D). Na sequência da crise do México, em Dezembro de 1994, surgiram novas tensões no mecanismo cambial. Em 6 de Março de 1995, a taxa central da peseta foi desvalorizada em 7.0 por cento. Na mesma ocasião, a taxa central do escudo foi ajustada em 3.5 por cento, passando a assumir um valor próximo das taxas de mercado prevalecentes desde Agosto de 1993. Este foi o terceiro e último realinhamento do escudo durante o período de participação no mecanismo cambial. Este ajustamento não comprometeu o objectivo de estabilidade cambial.

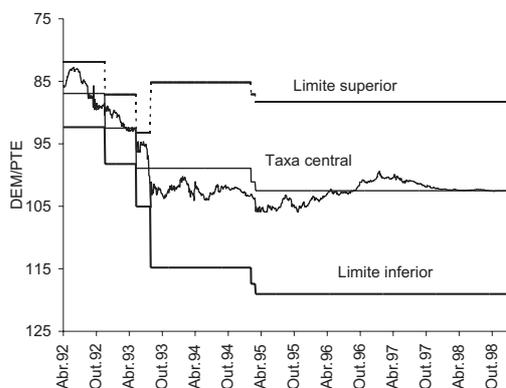
De forma algo surpreendente, a depreciação nominal da taxa de câmbio no final de 1992 e início de 1993 não impediu a continuação da descida gradual da taxa de inflação. O facto de as desvalorizações do escudo não terem sido encaradas como

(19) Sobre a crise que afectou o mecanismo cambial e a reacção das autoridades portuguesas, vejam-se os *Relatórios Anuais* do Banco de Portugal de 1992 e 1993; Bento e Gaspar (1993) e Bento (1995).

Gráfico 10

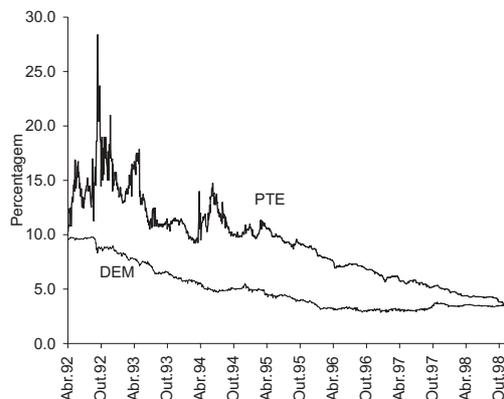
PARTICIPAÇÃO NO MECANISMO CAMBIAL: ABRIL 1992-DEZEMBRO 1998

A – Taxa de câmbio face ao marco alemão



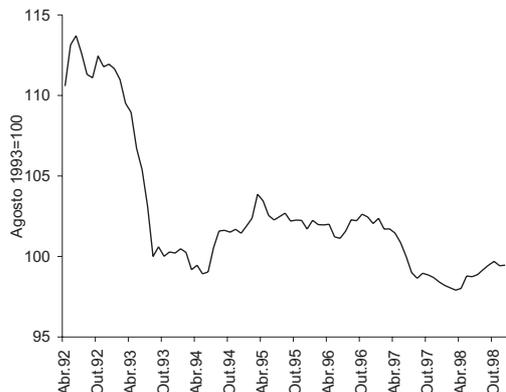
Fonte: Banco de Portugal.

D – Taxas de juro de curto-prazo – 3 meses



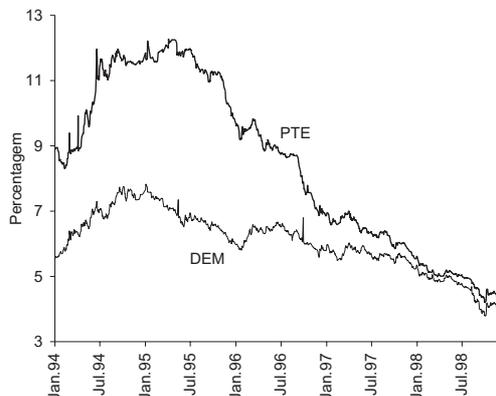
Fonte: Reuters

B – Taxa de câmbio nominal efectiva do escudo



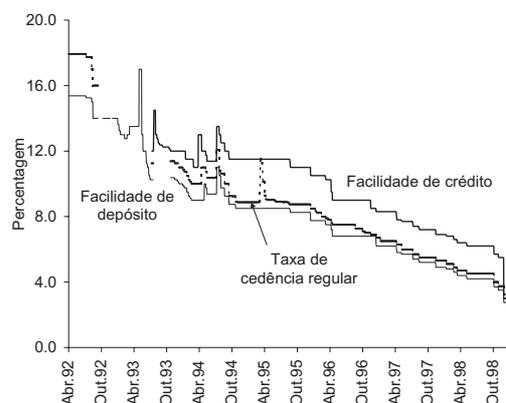
Fonte: Banco de Portugal.

**E – Taxas de Juro de Longo Prazo
10 anos; de 1 Jan. 1994 a 31 Dez. 1998**



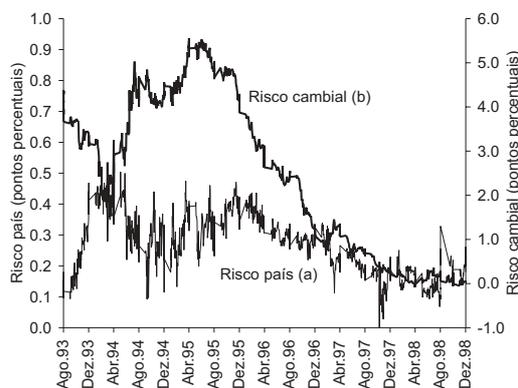
Fonte: Reuters.

C – Portugal - Taxas de juro oficiais



Fonte: Banco de Portugal.

**F – Portugal - Risco cambial e risco país
Risco face à Alemanha**



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: (a) Diferencial de juro entre obrigações do Tesouro português denominadas em marcos e obrigações do Tesouro alemão de idêntica maturidade.

(b) Diferencial entre Obrigações do Tesouro português denominadas em escudos e em marcos, para idêntica maturidade.

uma alteração de regime, conjuntamente com o surgimento de um hiato do produto negativo em 1993, deverão ter limitado a transmissão da depreciação da taxa de câmbio aos preços internos. O aumento da taxa de desemprego em 1993-95, fomentou a moderação salarial, contribuindo para uma desaceleração sustentada dos preços dos bens não-transaccionáveis.⁽²⁰⁾ Quando a economia começou a recuperar a partir de meados dos anos 90, a manutenção da estabilidade cambial desde meados de 1993 revelou-se uma âncora importante para as expectativas de inflação, evitando uma re-aceleração dos preços. A taxa média de inflação caiu de um valor superior a 9 por cento, em meados de 1992, para cerca de 2 por cento, no final de 1997.

A estabilidade da taxa de câmbio nominal desde meados de 1993 e a redução continuada da taxa de inflação desde o início dos anos 90, permitiu uma redução sustentada e significativa das taxas de juro de curto e de longo prazos. A taxa de juro de longo prazo caiu de 12.2 por cento, em Abril de 1995, para 4.1 por cento, em Dezembro de 1998 (Gráfico 10E). No mesmo período, o diferencial da taxa de longo prazo face às taxas equivalentes na Alemanha reduziu-se de mais de 5 p.p. para 0.3 p.p. A certa altura surgiu um ciclo virtuoso entre estabilidade nominal e perspectivas de participação na união monetária: os progressos em matéria de convergência nominal tornavam mais provável a possibilidade de cumprimento dos critérios de convergência e, ao mesmo tempo, a perspectiva de participação na UEM facilitava a estabilidade cambial, a convergência das taxas de juro para os níveis mais baixos prevaletentes na União Europeia e a melhoria do saldo orçamental.⁽²¹⁾ Este círculo

(20) Isto não significa, contudo, que a depreciação nominal da taxa de câmbio não teve qualquer impacto sobre os preços. Numa primeira fase, o impacto da depreciação cambial sobre os preços foi compensado por efeitos de base favoráveis relacionados com o desaparecimento do efeito do aumento do IVA no primeiro trimestre de 1992. A partir de meados de 1993, verificou-se uma aceleração temporária dos preços dos bens transaccionáveis: a taxa de variação homóloga dos preços no sector transaccionável aumentou de 3.4 por cento em Junho de 1993, para 5.3 por cento um ano mais tarde. A redução da taxa média de inflação de 6.5 por cento em 1993 para 5.2 por cento em 1994 resultou da desaceleração dos preços no sector dos bens não transaccionáveis de 9.0 para 6.3 por cento, já que a inflação média no sector transaccionável permaneceu basicamente inalterada neste período (4.6 por cento em 1993 e 4.4 por cento em 1994).

virtuoso é visível no declínio substancial do prémio de risco cambial observado desde meados de 1995 (Gráfico 10F).

4. OS CUSTOS DO PROCESSO DE DESINFLAÇÃO

É actualmente generalizado o reconhecimento de que a inflação e a incerteza quanto à inflação futura afectam negativamente o nível de bem estar na economia.⁽²²⁾ Contudo, se os benefícios de médio-prazo associados a um programa de desinflação são inquestionáveis, um processo de desinflação encontra-se frequentemente associado a um aumento temporário do desemprego e a uma redução do nível de actividade, reflectindo uma relação negativa, no curto-prazo, entre inflação e de-

(21) Como referido na secção 3.1, após progressos importantes na segunda metade da década de 80, o processo de consolidação orçamental sofreu um importante recuo no início dos anos 90. Este retrocesso ficou a dever-se a uma política orçamental expansionista em 1990-91, à forte desaceleração da actividade económica em 1993 e a uma queda abrupta de receitas fiscais associada à eliminação dos controlos fronteiriços dentro da União Europeia em Janeiro de 1993. A partir de 1994, observou-se uma melhoria sustentada do saldo orçamental. O rácio do défice orçamental no PIB reduziu-se sucessivamente, passando de mais de 6 por cento do PIB em 1993, para 2.1 por cento do PIB em 1998. Por sua vez, o rácio da dívida caiu de um máximo de 65.9 por cento do PIB em 1995, para 60.0 por cento do PIB em 1998. Em 1997, Portugal deixou de estar numa situação de défice orçamental excessivo. A decisão do Conselho sobre a existência de um défice excessivo em Portugal foi revogada em Maio de 1998, assegurando o cumprimento do critério de convergência relativo à sustentabilidade das finanças públicas. Sublinhe-se, no entanto, que a melhoria do rácio do défice no PIB foi alcançada em resultado da queda acentuada das despesas com juros. De facto, no período 1995-1998, tanto o saldo primário, como o saldo primário ajustado de efeitos cíclicos apresentaram uma deterioração.

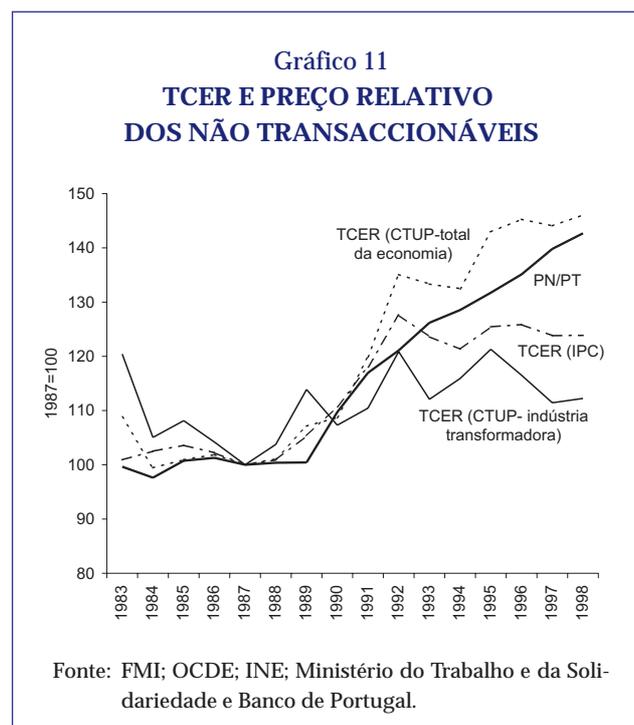
(22) Os custos da inflação identificados na literatura teórica resultam da necessidade de rever frequentemente tabelas de preços, da necessidade de economizar na quantidade real de moeda detida em cada momento, da indexação imperfeita dos sistemas de tributação e dos contratos de dívida, de uma redistribuição não programada do rendimento e da riqueza, de um acréscimo da incerteza sobre os preços futuros e da dificuldade em identificar alterações de preços relativos. A literatura teórica encontra suporte empírico num vasto número de trabalhos aplicados, os quais estabelecem uma relação negativa entre os níveis de inflação e o desempenho das economias. A existência de custos associados à inflação conduziu à adopção da estabilidade de preços como objectivo prioritário da política monetária num vasto número de países. Veja-se Briault (1995), Barbosa *et al.* (1999) e ECB (2001).

semprego.⁽²³⁾ Adicionalmente, na presença de efeitos de histerese, os custos de curto-prazo poderão persistir no médio-prazo, em particular no mercado de trabalho. Estes custos podem afectar negativamente a determinação das autoridades responsáveis pela condução da política económica em prosseguir uma estratégia de desinflação de forma consistente.

Neste contexto, uma questão importante consiste em avaliar se terão existido custos (de curto-prazo) significativos associados ao processo de desinflação em Portugal. É este o objectivo da presente secção. Será de esperar que os custos da desinflação dependam das características estruturais das economias e do tipo de programa de desinflação adoptado. Assim, e uma vez que a estratégia de desinflação em Portugal teve por base uma política cambial não acomodatória, potenciais custos deverão ter começado por se reflectir numa deterioração do desempenho do sector externo da economia. Esta, por sua vez, ter-se-á traduzido num aumento do desemprego e numa queda da produção. Assim, numa primeira fase, valerá a pena analisar o comportamento do sector externo durante o período de desinflação. Numa segunda fase será então analisada a evolução da actividade económica e do mercado de trabalho.

4.1. O Sector externo

As medidas convencionais da taxa de câmbio real efectiva apontam para uma apreciação real significativa do escudo desde 1987, altura em que a política cambial se tornou menos acomodatória (Gráfico 11). A magnitude da apreciação varia consideravelmente consoante a medida utilizada. A apreciação acumulada no período 1987-92 varia entre cerca de 35 por cento, quando medida com base nos custos de trabalho relativos para o total da economia, e cerca de 20 por cento, quando a medida utilizada tem por base os custos de trabalho relativos na indústria transformadora. A apreciação real foi particularmente acentuada no período



do 1990-92, na sequência do abandono do regime de desvalorização deslizante. Após um período de instabilidade no contexto da crise que afectou o mecanismo cambial em 1992-93, a taxa de câmbio efectiva real do escudo permaneceu relativamente estável entre 1995 e 1998, a um nível próximo do observado em meados de 1992 e início de 1993. A evolução do preço relativo dos bens não transaccionáveis aponta igualmente para uma apreciação real significativa, em particular a partir de 1989.

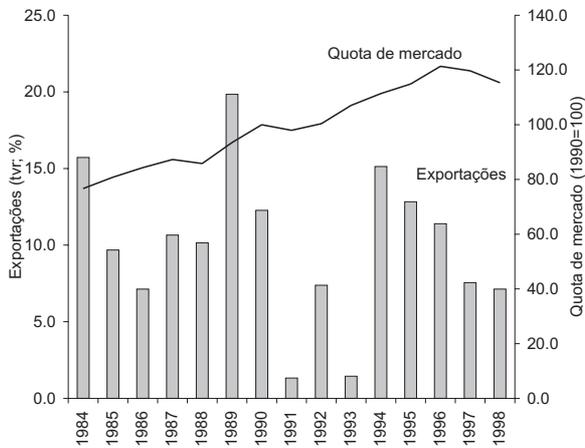
O desempenho do sector externo não sugere uma deterioração evidente da competitividade da economia portuguesa durante o período de desinflação. Como pode observar-se no Gráfico 12, o crescimento real das exportações foi elevado, houve importantes ganhos de quota de mercado, a evolução da Balança Comercial e da Balança de Transacções Correntes não apontam para a existência de uma taxa de câmbio muito afastada dos seus valores de equilíbrio e não parece ter ocorrido uma redução insustentável das margens de lucro no sector exportador.

Na sequência da adesão à Comunidade Europeia verificou-se um forte crescimento das importações e das exportações, que se traduziu num aumento substancial, quer da taxa de penetração das importações, quer da quota de mercado das exportações (Gráficos 12A e 12B). O crescimento real das importações ultrapassou largamente o das expor-

(23) Esta relação negativa resulta da existência de elementos de rigidez nos mercados de bens e de trabalho, bem como nos contratos de dívida. A menos que os agentes económicos consigam prever de forma perfeita a queda da inflação e tenham a possibilidade de ajustar os seus contratos em conformidade, a desinflação conduzirá (tudo o resto constante) a uma perda de produto e de emprego.

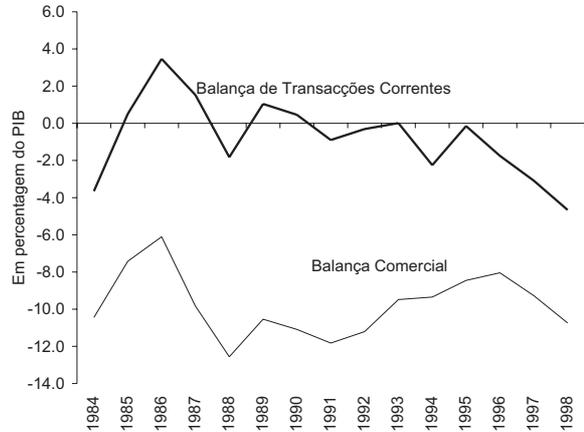
Gráfico 12
O SECTOR EXTERNO NO PERÍODO DE DESINFLAÇÃO

A – Exportações e quota de mercado



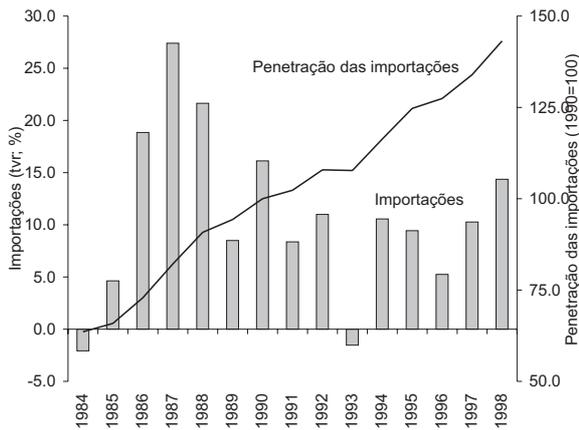
Fonte: Banco de Portugal.

D – Balanças Comercial e de Transações Correntes



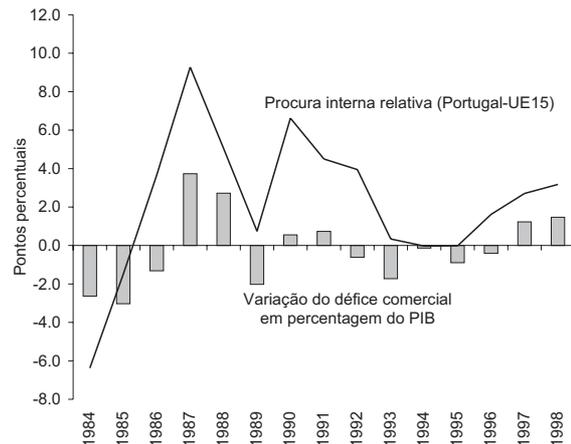
Fonte: Banco de Portugal.

B – Importações e penetração das importações



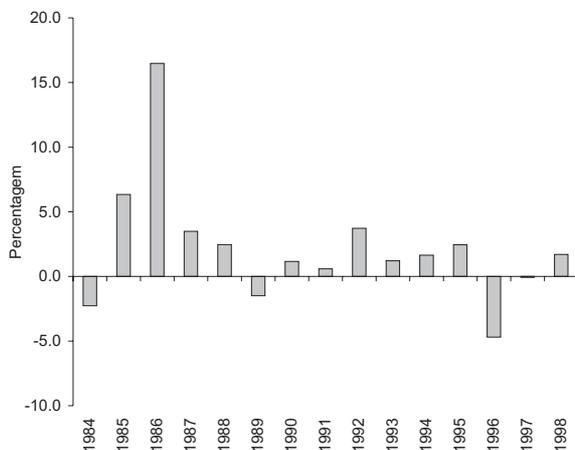
Fonte: Banco de Portugal.

E – Variação do défice comercial e procura interna relativa



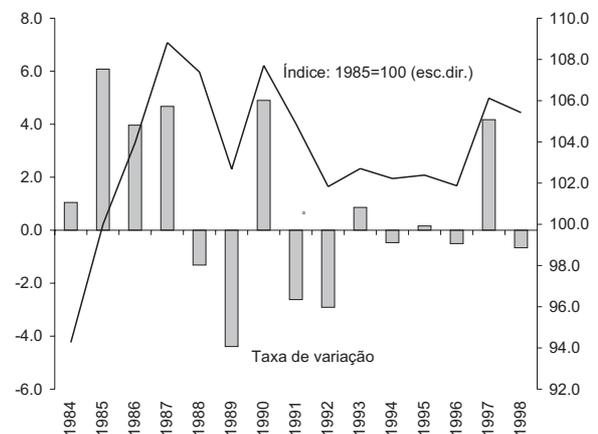
Fonte: OCDE e Banco de Portugal.

C – Evolução dos termos de troca



Fonte: Banco de Portugal.

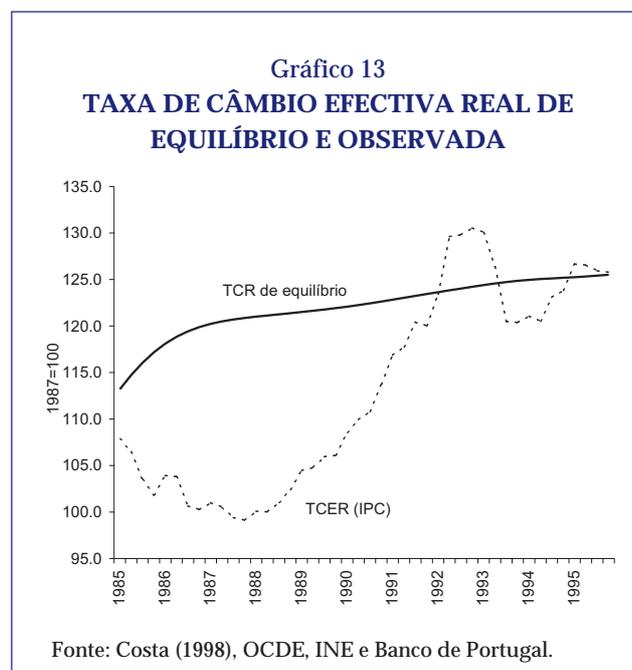
F – Margens de lucro unitárias no sector exportador



Fonte: Banco de Portugal.

tações, provocando um agravamento do défice da Balança Comercial no período 1986-88, não obstante terem ocorrido, nesse período, os importantes ganhos de termos de troca (Gráficos 12C e 12D). A deterioração do saldo da Balança Comercial teve lugar antes da apreciação real do escudo se ter tornado significativa e num período em que o crescimento da procura interna em Portugal excedia claramente o verificado no exterior (Gráfico 12E).⁽²⁴⁾ Adicionalmente, em 1988, as margens de lucro no sector exportador encontravam-se ainda muito acima do seu nível em 1985 (Gráfico 12F). O agravamento do défice comercial parece, assim, reflectir o comportamento da procura interna em termos relativos, e não uma perda de competitividade dos exportadores nacionais. O aumento do défice comercial foi parcialmente compensado pelo crescimento das transferências unilaterais públicas (em particular relacionadas com os fundos estruturais da Comunidade Europeia) e a Balança de Transacções Correntes manteve-se próxima do equilíbrio. A partir de 1989, os saldos da Balança Comercial e da Balança de Transacções Correntes em percentagem do PIB, mantiveram-se razoavelmente estáveis, evoluindo uma vez mais de forma consistente com o comportamento da procura interna relativa. O aumento substancial das margens de lucro no sector exportador que se verificara no período 1985-87, foi apenas parcialmente anulado em 1988-92, período em que se concentrou o essencial da apreciação real da taxa de câmbio. No final do processo de desinflação, em 1997-98, as margens de lucro no sector exportador situavam-se cerca de 6 por cento acima do nível observado em 1985.

O comportamento favorável do sector externo sugere que uma apreciação real de equilíbrio estaria a ocorrer em simultâneo com o processo de desinflação.⁽²⁵⁾ Estimativas da chamada “taxa de câmbio de equilíbrio fundamental” sustentam esta possibilidade.⁽²⁶⁾ O Gráfico 13 compara a evolução



da taxa de câmbio real (baseada nos IPC relativos) observada com o comportamento de uma trajetória estimada para a taxa de câmbio real de equilíbrio. Este gráfico sugere que a economia portuguesa se encontrava “sobre-competitiva” entre meados dos anos 80 e o início da década de 90, e que, entre 1992 e 1995, a taxa de câmbio real observada não se terá desviado significativamente dos seus valores de equilíbrio estimados.

As significativas entradas de capitais de que Portugal beneficiou relacionadas com os fundos estruturais da Comunidade Europeia e com o processo de integração financeira (Gráficos 14 e 15) traduziram-se num abrandamento da restrição externa inter-temporal da economia.^{(27),(28)} Estas entradas de capitais, por via do seu impacto sobre o investimento, contribuíram para a aproximação do rendimento real *per capita* em Portugal aos níveis europeus (processo habitualmente designado por “convergência real”).⁽²⁹⁾ Um processo de conver-

(24) A liberalização das importações de automóveis, que se traduziu num ajustamento de *stock*, contribuiu também para a forte deterioração da Balança Comercial ocorrida em 1988.

(25) Sobre a questão da apreciação real de equilíbrio do escudo veja-se Manteu e Neves (1998), Gaspar e Pereira (1995), Gaspar e Leite (1995), Gaspar e Pinheiro (1994), Cunha e Machado (1993), Rebelo (1992) e Gaspar (1990).

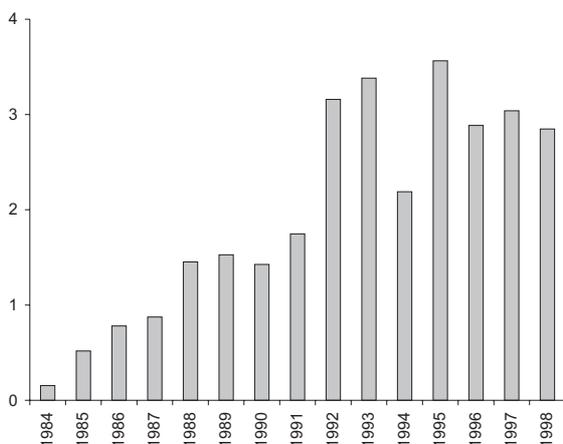
(26) Veja-se Costa (1998). Os resultados deste trabalho são consistentes com os obtidos em outros estudos. Veja-se, por exemplo, Manteu e Mello (1992).

(27) Tal significa que um dado nível da “Balança Fundamental” (que corresponde à soma da Balança de Transacções Correntes e dos fluxos de capitais “permanentes” – no essencial, o investimento directo estrangeiro) poderia ser alcançado com uma taxa de câmbio real mais apreciada.

(28) A significativa melhoria dos termos de troca, provocada pela depreciação do dólar e a queda dos preços do petróleo, contribuiu igualmente, ainda que de forma temporária, para o abrandamento da restrição externa da economia portuguesa, em particular no período 1985-87.

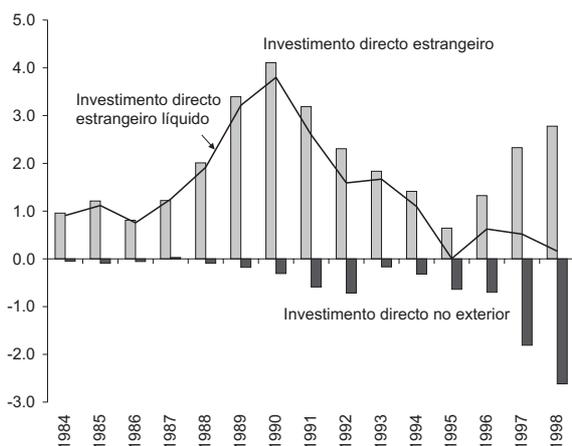
(29) Os fundos estruturais têm por objectivo reduzir a escassez relativa de capital que afecta as regiões mais (*continua ...*)

Gráfico 14
PORTUGAL - TRANSFERÊNCIAS PÚBLICAS
Valores líquidos, em percentagem % do PIB



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 15
INVESTIMENTO DIRECTO ESTRANGEIRO
Em percentagem do PIB



Fonte: Banco de Portugal.

gência real tende a estar associado a uma apreciação real de equilíbrio.⁽³⁰⁾ O comportamento da produtividade do trabalho em Portugal sugere que parte da apreciação real verificada terá, de facto, estado associada a choques de produtividade no sector transaccionável⁽³¹⁾ (Gráfico 16). A transição para a relação capital/trabalho de longo prazo terá igualmente contribuído para explicar a apreciação da taxa de câmbio real.⁽³²⁾

Para além dos efeitos de médio e longo prazos sobre a capacidade de oferta, os fundos estruturais e a integração financeira tiveram igualmente um impacto expansionista imediato sobre a procura

agregada. Este resultou não apenas do impacto sobre as despesas de investimento, mas também de efeitos expansionistas sobre as despesas públicas (como consequência dos princípios de adicionalidade e de complementaridade aplicáveis aos fundos estruturais) e sobre o consumo privado (reflectindo a percepção de um aumento do rendimento permanente). O crescimento acentuado da procura interna no início dos anos 90 reforçou as pressões

(... continuação (29))

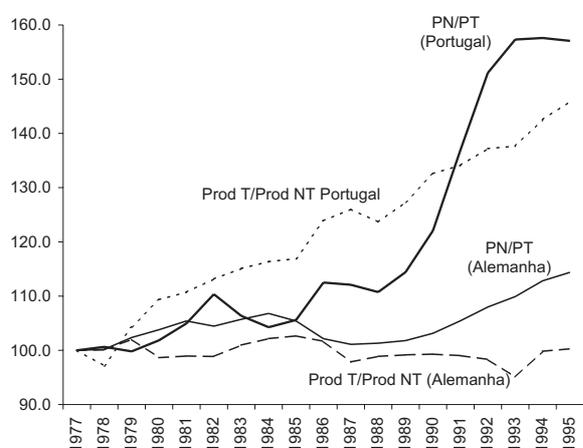
pobres da Comunidade Europeia. Ao fomentarem a acumulação de capital (público, privado e humano), os fundos estruturais contribuem para reforçar a capacidade produtiva dos países beneficiários no médio e longo prazos, promovendo, deste modo, a convergência real. Por sua vez, a integração financeira contribui para reforçar o processo de convergência real através do seu impacto favorável sobre a eficiência da intermediação financeira. A integração na Comunidade, ao melhorar as perspectivas económicas e sinalizar o empenho das autoridades em assegurar um ambiente (político e económico) favorável ao investimento, reforçou consideravelmente a atractividade de investir em Portugal. Este efeito traduziu-se numa redução (permanente) do prémio de risco da economia portuguesa, contribuindo para que Portugal beneficiasse de montantes muito substanciais de investimento directo estrangeiro no final dos anos 80 e início dos anos 90. Veja-se Gaspar e Pereira (1995) e Gaspar e Leite (1995).

(30) Observa-se empiricamente que os níveis de preços tendem a estar positivamente relacionados com os níveis de rendimento real *per capita* (veja-se Esteves (1993) para uma aplicação a Portugal), e que as diferenças de níveis de preços entre países resultam de os níveis de preços no sector não transaccionável serem inferiores nos países mais pobres. Tal significa que os países em processo de convergência real tendem a registar taxas de inflação mais elevadas do que no exterior. Explicações para esta constatação empírica incluem diferenças de produtividade entre países (a chamada hipótese de Balassa-Samuelson), diferentes dotações de factores entre países (uma explicação avançada por Bhagwati, Kravis e Lipsey) e a ideia de que a elasticidade-rendimento no sector dos bens não transaccionáveis é superior à unidade. Vejam-se Balassa (1964), Samuelson (1964), Bhagwati (1984), Kravis e Lipsey (1983 e 1987) e Bergstrand (1991).

(31) Costa (2000) analisa o comportamento dos preços e produtividades relativos nos sectores transaccionável e não transaccionável em Portugal e na Alemanha. A análise efectuada sugere que Portugal terá beneficiado de um efeito "Balassa-Samuelson" em 1986-95. Neste período, o crescimento do preço relativo dos bens não transaccionáveis foi mais expressivo em Portugal do que na Alemanha (ou seja, $\Delta PN/PT$ (Portugal) > $\Delta PN/PT$ (Alemanha)). Esta evolução coincidiu com um maior crescimento em Portugal da produtividade relativa no sector dos bens transaccionáveis (ou seja, $\Delta prod T/Prod N$ (Portugal) > $\Delta Prod T/Prod N$ (Alemanha)), a qual ficou a dever-se a um crescimento mais acentuado da produtividade no sector transaccionável em Portugal.

(32) Veja-se Brito e Correia (2000).

Gráfico 16
PREÇOS E PRODUTIVIDADES RELATIVAS
NOS SECTORES TRANSACCIONÁVEL
E NÃO TRANSACCIONÁVEL



Fonte: Costa (2000).

para a apreciação real do escudo, criando um dilema entre apreciação nominal da taxa de câmbio e aumento da taxa de inflação.⁽³³⁾ Sendo a redução da taxa de inflação um objectivo explícito da política económica, a única opção consistente na óptica da política monetária teria sido a de permitir uma maior apreciação nominal da moeda.⁽³⁴⁾ Contudo, esta opção teria concentrado os esforços de ajustamento sobre o sector dos bens transaccionáveis. Os riscos de sobre-ajustamento da taxa de câmbio não podiam ser ignorados e não houve consenso entre as autoridades responsáveis pela política económica no sentido de permitir a apreciação nominal do escudo. Neste contexto, uma política orçamental restritiva teria constituído a melhor resposta para

(33) De acordo com alguns autores, a pressão para a apreciação real do escudo no início dos anos 90 reflectia uma política monetária excessivamente restritiva, que estimulava fortes entradas de capitais. Veja-se Cunha e Machado (1993) e Lopes (1994). Taxas de juro (significativamente) mais baixas teriam certamente atenuado as entradas de capitais (de curto-prazo), contribuindo para moderar as pressões para a apreciação nominal da moeda. Contudo, menores taxas de juro teriam igualmente exacerbado o crescimento da procura interna, o que provavelmente se teria traduzido em maior inflação e numa apreciação real mais forte.

(34) Dada a política de estabilidade nominal do escudo, maiores aumentos das taxas de juro teriam estimulado ainda mais as entradas de capitais de curto-prazo, num contexto em que a gestão da liquidez interna era já particularmente difícil.

moderar as pressões de apreciação real. Contudo, em vez disso, e como já referido, a política orçamental foi claramente expansionista no período 1990-91. Em consequência, a combinação de políticas macroeconómicas neste período foi particularmente desequilibrada, uma situação que poderá ter temporariamente causado alguma sobrevalorização da taxa de câmbio real.⁽³⁵⁾

4.2. Evolução da actividade económica e do mercado de trabalho

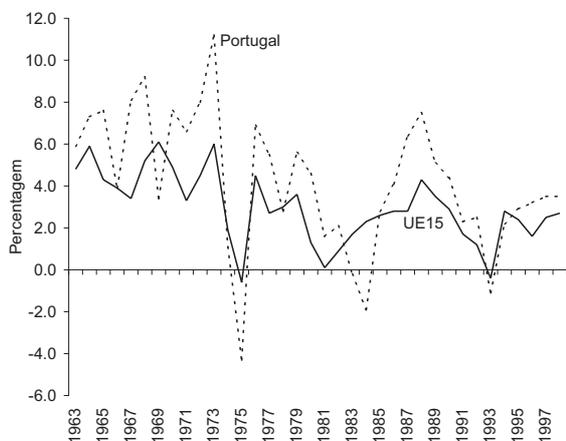
A ausência de evidência clara quanto a uma deterioração importante da competitividade da economia portuguesa no contexto de uma forte apreciação real do escudo sugere que os custos do processo de desinflação terão, quando muito, sido pouco significativos. Esta ideia é confirmada pela análise da evolução do produto e do mercado de trabalho em Portugal durante o período de desinflação.

Após uma expansão sustentada na sequência da adesão à Comunidade Europeia, a economia portuguesa registou uma desaceleração muito acentuada a partir de 1991, que conduziu a uma recessão em 1993. A taxa de desemprego aumentou de 4,0 por cento em 1992, para mais de 7 por cento em 1995-96. Poderia argumentar-se que a recessão de 1993 e o subsequente aumento da taxa de desemprego resultaram da política de desinflação que estava a ser posta em prática, ou seja, representavam os custos da política de desinflação em termos de produto e de emprego. Contudo, uma avaliação dos custos da desinflação exige um referencial. Um referencial possível consiste em avaliar a evolução da actividade económica e do mercado de trabalho em Portugal num horizonte mais longo⁽³⁶⁾ e em comparação com os desenvolvimentos nos restantes países comunitários.

A evolução da actividade económica sugere que a recessão de 1993 foi menos severa do que as

(35) Gaspar e Pinheiro (1994) referem que choques de procura positivos (relacionados com o comportamento da procura externa, com as fortes entradas de capitais e, em particular, com uma política orçamental expansionista) foram um factor importante para explicar a magnitude da apreciação real da taxa de câmbio no período 1990-92. Barbosa (1996) argumenta que o aumento da inflação no período 1988-90 foi essencialmente causado por choques de procura. Veja-se ainda Borges (1994).

Gráfico 17
CRESCIMENTO REAL DO PIB
EM PORTUGAL E NA UE15

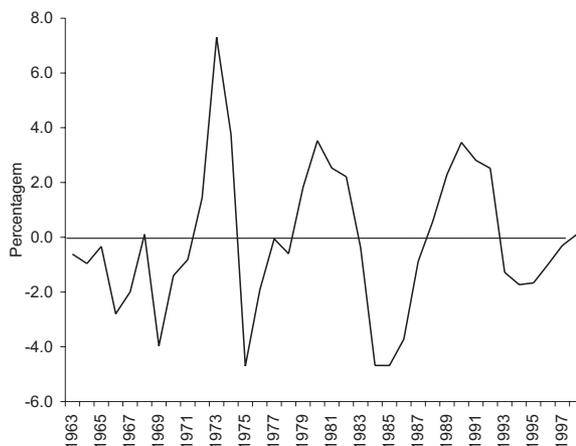


Fonte: Comissão Europeia.

anteriores, já que tanto a queda do produto, como o diferencial de crescimento negativo face à média comunitária, foram mais acentuados nas recessões de 1975 e de 1983-84 (Gráfico 17). De facto, a União Europeia sofreu igualmente uma recessão em 1993 e a desaceleração da actividade económica em Portugal pode, em larga medida, ser explicada pela redução da procura externa dirigida à economia portuguesa observada nesse ano. A ideia de que a recessão de 1993 não terá sido parti-

(36) Uma forma alternativa (e frequentemente utilizada) de medir os custos de desinflação consiste em estimar o chamado "rácio de sacrifício", que mede a redução (aumento) média(o) do produto (desemprego) face ao produto potencial (taxa natural de desemprego) por cada ponto percentual de redução na taxa de inflação. Esta abordagem é adoptada por Barbosa e Machado (1996). Estes autores calculam rácios de sacrifício para um conjunto de países comunitários que passaram por experiências de desinflação nas décadas de 80 e de 90 (Portugal, Irlanda, França, Espanha e Itália). Para Portugal, considerando os dois períodos em que se observou uma redução da taxa de inflação (1984-88 e 1991-94), os autores obtêm um rácio de sacrifício de 0.7. Contudo, e conforme sublinhado pelos próprios autores, os resultados são muito sensíveis à escolha do período para o qual o rácio de sacrifício é calculado. De facto, se os cálculos fossem actualizados até 1997 (ano em que terminou o processo de desinflação), o rácio de sacrifício obtido seria inferior, dada a evolução do hiato do produto em Portugal neste período. Em qualquer caso, valerá ainda a pena referir que os resultados obtidos para Portugal comparam favoravelmente com os obtidos para os restantes países comunitários, o que novamente reforça a ideia de que os custos da desinflação em Portugal não terão sido muito significativos.

Gráfico 18
PORTUGAL - HIATO DO PRODUTO



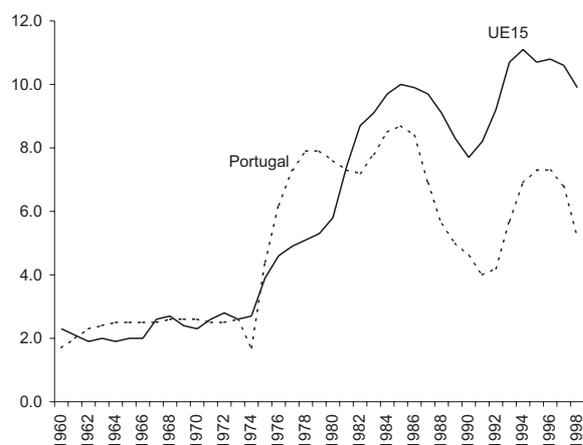
Fonte: OCDE.

cularmente severa é consistente com o comportamento do hiato do produto em Portugal (Gráfico 18).⁽³⁷⁾ Acresce que, durante o período de desinflação, a taxa de desemprego em Portugal manteve-se sistematicamente em níveis (consideravelmente) inferiores aos observados, em média, na União Europeia (Gráfico 19). A evolução do mercado de trabalho em Portugal parece ter reflectido as condições cíclicas da economia, não havendo evidência de um aumento da taxa natural de desemprego.⁽³⁸⁾ A flexibilidade dos salários reais em Portugal terá funcionado como um substituto parcial para os fluxos de emprego/desemprego e, conseqüentemente, como mecanismo de atenuação das flutuações da actividade económica (Gráfico

(37) O hiato do produto estimado por Botas, Marques e Neves (1998) para 1993 é também claramente menos negativo do que o obtido após as recessões de 1975 e de 1983-84.

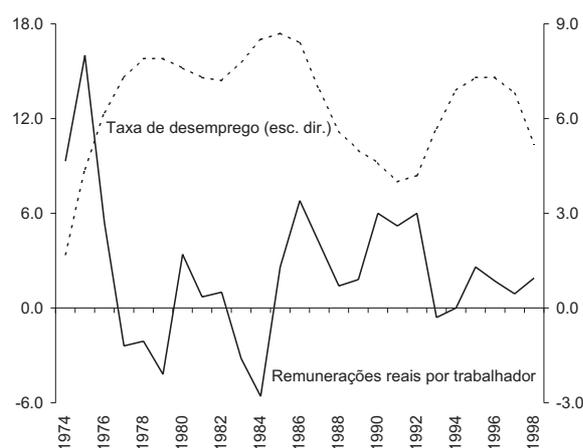
(38) Um conjunto de estudos sugere que, entre meados da década de 70 e o final da década de 90, a taxa natural de desemprego em Portugal, se terá mantido constante num intervalo entre 5.5 e 6.0 por cento (veja-se igualmente a nota de rodapé 4) e que o comportamento do mercado de trabalho em Portugal se terá caracterizado por uma relação de Okun estável (estimativas para a relação de Okun indicam que um crescimento do produto superior ao produto potencial em 1 p.p. conduz a uma redução da taxa de desemprego em cerca de 0.5 p.p. um ano mais tarde). Estes resultados sugerem que o comportamento da taxa de desemprego terá sido, no essencial, determinado pela evolução da actividade económica. Sobre as características macroeconómicas do mercado de trabalho em Portugal, vejam-se Barbosa (1999), Botas e Marques (1997), Gaspar e Luz (1997) e Luz e Pinheiro (1994).

Gráfico 19
TAXA DE DESEMPREGO



Fonte: Comissão Europeia.

Gráfico 20
PORTUGAL
DESEMPREGO E SALÁRIOS REAIS
Em percentagem



Fonte: Comissão Europeia.

20). Esta evolução sugere três observações. Em primeiro lugar, a evolução do mercado de trabalho em Portugal compara favoravelmente com a verificada nos restantes países da União Europeia. Em segundo lugar, o processo de desinflação, e a correspondente alteração do regime monetário e cambial, não parecem ter afectado as características estruturais do mercado de trabalho em Portugal. Finalmente, e em terceiro lugar, a flexibilidade dos salários reais em resposta a variações na taxa de desemprego deverá ter contribuído para os redu-

zidos custos da estratégia de desinflação em Portugal.

5. CONCLUSÃO

Em 1985, o rendimento real *per capita* em Portugal correspondia a cerca de metade da média comunitária. A economia caracterizava-se pela existência de importantes desequilíbrios macroeconómicos e o peso do sector público na actividade produtiva era significativo. A adesão à Comunidade Europeia teve associados desafios exigentes, assim como importantes oportunidades. O processo de integração comercial e financeira e, mais tarde, o objectivo de ser um dos membros fundadores da união monetária, forneceram o “pau e a cenoura” para que o país adoptasse um regime económico baseado nos mecanismos de mercado e na estabilidade macroeconómica. Este regime é uma condição necessária para uma convergência sustentada do rendimento real *per capita* para os níveis comunitários.

São muitas as lições a retirar dos sucessos e erros cometidos no processo de estabilização em Portugal. Dadas as semelhanças no ponto de partida, estas lições poderão ser da maior utilidade para os países da Europa Central e Oriental que presentemente preparam a sua adesão à União Europeia.

Em primeiro lugar, e acima de tudo, é importante sublinhar que os processos de convergência real e nominal devem ser encarados como reforçando-se mutuamente. Se é verdade que esta ideia é geralmente aceite numa perspectiva de médio e longo prazos, a existência de uma associação negativa (no curto-prazo) entre crescimento real e estabilização nominal tende a receber uma excessiva atenção no debate sobre política económica. A experiência portuguesa de desinflação mostra que, desde que as condições adequadas estejam garantidas, esta relação negativa de curto-prazo não tem que verificar-se. A apreciação real de equilíbrio do escudo no período pós-adesão à Comunidade Europeia, a prossecução de políticas macroeconómicas razoavelmente adequadas e a flexibilidade macroeconómica do mercado de trabalho em Portugal tornaram possível desinflacionar “sem dor”.

Em segundo lugar, a integração comercial e a liberalização financeira promovem uma alteração radical do enquadramento em que as autoridades

definem e executam as suas políticas económicas. A integração aumenta os custos das distorções económicas e das políticas inconsistentes, como claramente ilustrado pela incapacidade das autoridades portuguesas em prosseguir uma política monetária restritiva e uma política de contenção da apreciação nominal do escudo, em simultâneo com o processo de liberalização dos movimentos de capitais. Por outro lado, a integração reforça os benefícios associados a políticas consistentes, como patente no círculo virtuoso estabelecido entre convergência nominal e perspectivas de participação na União Económica e Monetária.

Por fim, valerá a pena salientar que uma combinação equilibrada das políticas monetária e orçamental reduz substancialmente os riscos de uma sobre-apreciação real da moeda num contexto de desinflação. A política monetária e cambial prosseguida desde a adesão à Comunidade Europeia foi decisiva para o sucesso do processo de desinflação. Em 1990-92, quando o regime de desvalorização deslizante foi abandonado e a apreciação real do escudo se tornou mais forte, aquela política foi objecto de inúmeras críticas. Argumentava-se então que uma política monetária demasiado restritiva estava a provocar uma apreciação real excessiva da moeda, a qual, por sua vez, prejudicava o sector real da economia. Contudo, a apreciação real do escudo era uma resposta endógena ao processo de convergência real e ao excesso de procura na economia. As pressões para a apreciação real do escudo poderiam ter sido atenuadas através de um programa de contenção orçamental, tendo em vista moderar o impacto expansionista sobre a procura interna associado aos fundos estruturais comunitários e ao processo de integração financeira. No entanto, e pelo contrário, a política orçamental foi expansionista em 1990-91, o que resultou numa combinação de políticas inadequada que poderá ter causado alguma sobre-apreciação da taxa de câmbio real face aos seus níveis de equilíbrio.

As ilações em matéria de política económica que se poderão retirar da experiência portuguesa de desinflação não podem ser extrapoladas para a situação actual, em que o país se tornou membro da União Económica e Monetária. A participação numa união monetária comporta novos desafios, que não são necessariamente menos exigentes do que os enfrentados durante o processo de desinflação. A estabilidade de preços subjacente ao regime

que caracteriza a UEM fornece um enquadramento favorável a um crescimento económico e a criação de emprego sustentados. Contudo, a continuação do processo de convergência real depende decisivamente da prossecução, a nível interno, de políticas adequadas nos domínios estrutural e macroeconómico. Neste contexto, a preservação da flexibilidade dos salários reais e o estrito cumprimento dos requisitos do Pacto de Estabilidade e Crescimento, condição indispensável para que a política orçamental possa desempenhar adequadamente o seu papel de estabilização, são naturalmente relevantes.

REFERÊNCIAS

- Balassa, B. (1964), "The Purchasing Power Doctrine: A reappraisal", *Journal of Political Economy*, nº72.
- Banco de Portugal, "*Relatório Anual*", várias edições.
- Banco de Portugal, "*Boletim Económico*", várias edições.
- Barbosa *et al.* (1999), "O Impacto do Euro na Economia Portuguesa", Publicações Dom Quixote, Janeiro 1999.
- Barbosa, A.P. e J.A.Ferreira Machado (1996), "O Custo da Desinflação Portuguesa: Uma Nota", Banco de Portugal, *Boletim Económico*, Vol.2, nº3, Setembro 1996.
- Barbosa, A.P. (1996), "Origem da Inflação Portuguesa:1977-1994", Banco de Portugal, *Boletim Económico*, Vol.2 nº1, Março 1996.
- Barosa, J. e Cunha, L.C. (1990), "A inflação em Portugal: Uma abordagem não estrutural", *Working Paper* nº154 Universidade Nova de Lisboa - Faculdade de Economia, Junho 1990.
- Barosa, J. e Cunha, L.C. (1989), "Short-run Dynamics of Inflation: the Portuguese Case", *in* Nova Economia em Portugal, Estudos em Homenagem a António Manuel Pinto Barbosa, FEUNL.
- Bento, V. (1995), "Gestão de Pressões Cambiais – A experiência portuguesa com a utilização do controlo de capitais", Banco de Portugal, *Boletim Económico*, Vol.1, nº3, Setembro 1995.
- Bento, V. e Gaspar, V. (1993), "A Portuguese Perspective", *in* Paul Temperton (ed), *The European Currency Crisis – What chance now for*

- a single European currency?, Probus Publishing Company, 1993.
- Bergstrand, J.H. (1991), "Structural Determinants of Real Exchange Rates and National Price Levels: Some Empirical Evidence", *The American Economic Review*, March 1991.
- Bhagwati, J. (1984), "Why are the services cheaper in the poor countries?", *The Economic Journal*, 1994.
- Borges, A. (1994), "Opções Estratégicas, *Cadernos de Economia*, ano VII, nº 26, Jan/Mar 1994.
- Borges, A. (1991a), "A Economia Portuguesa de 1985 a 1991 – Estabilização, Crescimento, Reformas Estruturais e Equidade", in Portugal em Mudança – Ensaio sobre a actividade do XI Governo Constitucional, Imprensa Nacional – Casa da Moeda.
- Borges, A. (1991b), "Portuguese Banking in the Single European Market", in Dermine, J.(ed), *European Banking in the 1990's*, Basil Blackwell.
- Borges, A. (1987), "Economia Portuguesa – Situação e Perspectivas", in *Informação IPE*, nº 17/18, Set/Dez 1987.
- Botas, S., Marques, C.R. and Neves, P.D. (1998), "Estimação do Produto Potencial para a Economia Portuguesa", Banco de Portugal, *Boletim Económico*, Vol.4 nº4, Dezembro 1998.
- Botas, S. and C.R.Marques (1997), "Estimation of the NAIRU for the Portuguese economy", Banco de Portugal WP 6/97.
- Briault, C. (1995), "*The Costs of Inflation*", Bank of England Quarterly Bulletin, Vol.35, nº1, February 1995.
- Brito, P. e I.H.Correia (2000), "Diferencial de Inflação e Convergência Real de Portugal", *Boletim Económico*, Banco de Portugal, Junho 2000.
- Centeno, M. (1994), "Política orçamental: indicadores e análise", *Boletim Trimestral*, Banco de Portugal, Março de 1994.
- Costa, S. (2000), "Diferencial de Inflação entre Portugal e a Alemanha", *Boletim Económico* Banco de Portugal, Junho 2000.
- Costa, S. (1998), "Determinação da Taxa de Câmbio Real de Equilíbrio para a Economia Portuguesa com Base na FEER", *Boletim Económico*, Banco de Portugal, Vol.4, nº2, Junho 1998.
- Cunha, J.C. e Neves, P.D. (1995), "Política Orçamental em Portugal: 1986-94", in *Boletim Económico*, Banco de Portugal, Março 1995.
- Cunha, L.C. e Machado, J.F. (1993), "A PPP Model of Real Appreciation", *Working Paper* N.210, Universidade Nova de Lisboa - Faculdade de Economia, December 1993.
- Cunha, L.C. e Machado, J.F. (1992), "Competitividade e Política Cambial: uma Análise Empírica", *Economia*, vol.XVI, nº3, Outubro 1992.
- Esteves, P.S. (1996), "Convergence across EU countries: Inflation and savings rates on physical and human capital", Banco de Portugal WP-1/96.
- Esteves, P.S. (1995), "Real convergence in the European Union: Human capital and inflation", *Boletim Económico*, Banco de Portugal, Vol.1, nº1, Março 1995.
- Esteves, P.S. (1993), "Crescimento Económico e Taxa de Câmbio Real – A Experiência Portuguesa (1948-1992)", Banco de Portugal *Boletim Trimestral*, Dezembro 1993.
- European Central Bank (2001), "Why Price Stability?", Proceedings of the first ECB Central Banking Conference, a publicar.
- European Commission (2000), *European Economy*, N.70, Statistical Annex, Directorate-General for Economic Affairs, 2000.
- European Commission (1997), "The Economic and Financial Situation in Portugal in the Transition to EMU", *DG II, Doc.II/677/96-EN-* (Final), April 1997.
- Gaspar, V. e S.Luz (1997), "Desemprego e Salários em Portugal", Banco de Portugal, *Boletim Económico*, Vol.3, nº4 Dezembro 1997.
- Gaspar, V. e A.N.Leite (1995), "Coesão e Convergência – Efeitos Económicos dos Fundos Estruturais", Banco de Portugal, *Boletim Económico*, Setembro 1995.
- Gaspar, V. e A.M.Pereira (1995), "The impact of financial integration and unilateral public transfers on investment and growth in EC-capital importing countries", *Journal of Development Economics*, Vol. 48 (1995) 43-66.
- Gaspar, V. e M. Pinheiro (1994), "Desinflação e Competitividade", *Boletim Trimestral* do Banco de Portugal, Vol.16, nº2, Junho 1994.
- Gaspar, V. (1990), "*Discussion of chapters 5 and 6*", in C.Bliss and J.B. Macedo (eds), "Unity with

- Diversity in the European Economy: the Community's Southern Frontier", Cambridge University Press.
- International Monetary Fund (1997), *World Economic Outlook*, May 1997.
- International Monetary Fund (1993), International Capital Markets – Part I: Exchange Rate Management and International Capital Flows, IMF, April 1993.
- Kravis, I. e Lipsey, R. (1987), "The assessment of national price levels", in S.Arndt and D.Richardson (eds), Real-Financial Linkages among Open Economies, MIT Press, Cambridge.
- Kravis, I. e Lipsey, R. (1983), "Toward an explanation of national price levels", *Princeton studies in International Finance*, 52.
- Lopes (1994), "A Experiência da Economia Portuguesa na Período 1990/93", *Cadernos de Economia*, ano VII, nº 26, Jan/Mar 1994.
- Luz, S. e M.Pinheiro (1994), "Wage rigidity and job mismatch in Europe: some evidence", Banco de Portugal, WP-2/94.
- Manteu, C. e P.D.Neves (1998), "Portugal 1986 to 1996: An Example of an Equilibrium Real Appreciation", in "Current Account Imbalances in East and West: Do They Matter?", Oesterreichische Nationalbank, Vienna 1998.
- Manteu, C. e Mello, A.S. (1992), "Taxa de Câmbio de Equilíbrio Fundamental", *Boletim Trimestral*, Banco de Portugal, Dezembro 1992.
- Marques, C.R. (1995), "Evolução Cambial, Inflação e Salários", *Boletim Económico*, Banco de Portugal, Junho 1995.
- Marques, C.R. (1990), "Inflação em Portugal – um Estudo Econométrico para o Período 1965-1989", Banco de Portugal WP-2/90.
- Marques, C.R. (1990), "Produto Potencial, Desemprego e Inflação em Portugal – Um Estudo Para o Período 1974-1989", Banco de Portugal, WP-1/90.
- OECD (1999), Economic Surveys – Portugal 1999.
- Rebelo, S. (1992), "Inflation in Fixed Exchange Rate Regimes: the Recent Portuguese Experience", Banco de Portugal WP-11/92.
- Samuelson, P.(1964), "Theoretical notes on Trade Problems", *Review of Economics and Statistics*, 46.
- Silva, A.C. (1994), "Combinação de Políticas de Estabilização num Quadro de Integração: A Experiência Portuguesa", Brotéria, nº138.

ALGUNS FACTOS SOBRE A CONVERGÊNCIA CÍCLICA NA ÁREA DO EURO*

*Frederico Belo***

1. INTRODUÇÃO

O grau de semelhança dos ciclos económicos e a existência de assimetrias cíclicas constituem elementos centrais no actual debate sobre uniões monetárias. Este artigo pretende contribuir para este debate, fornecendo uma análise descritiva da evolução cíclica do produto dos países da União Europeia entre 1960 e 1999. Não se pretende fornecer uma previsão relativamente à evolução futura, uma vez que a criação da União Monetária representa provavelmente uma alteração de regime⁽¹⁾. Não obstante, elementos históricos poderão ser úteis na análise e interpretação dos resultados correntes.

Através de uma abordagem no domínio temporal e recorrendo aos conceitos de associação e sincronização para definir convergência cíclica, serão utilizadas diversas estatísticas paramétricas e não paramétricas para avaliar se o ciclo económico dos países em estudo convergiu para o ciclo da área do euro durante o período em análise.

Os resultados deste artigo estão em linha com os obtidos noutros estudos, fornecendo suporte à ideia de que recentemente tem havido uma dimi-

nuição das assimetrias cíclicas entre os ciclos económicos dos países da União Europeia. Arthis e Zhang (1995) procuraram determinar se o Sistema Monetário Europeu fez aumentar ou não o grau de semelhança do ciclo económico dos países envolvidos utilizando, para tal, a variável produção industrial. Concluíram que, ao longo do período em estudo, houve um aumento do grau de associação do ciclo destes países com o ciclo da Alemanha e uma diminuição com o ciclo dos Estados Unidos. Angeloni e Dedola (1999) estudaram um conjunto mais vasto de variáveis concluindo igualmente no sentido da existência de um aumento do grau de associação cíclica no produto, preços e índices bolsistas entre os países da área do euro. No presente estudo, os resultados obtidos sugerem que a Itália, a Espanha, a Áustria, os Países Baixos, Portugal e a Grécia convergiram ciclicamente para o ciclo económico da área do euro.

Este artigo está organizado da seguinte forma: na secção 2 descreve-se os dados e o método utilizado na filtragem da série, na secção 3 analisa-se o grau de associação cíclica entre cada país e a área euro, na secção 4 analisa-se o grau de sincronização, na secção 5 avalia-se a existência de convergência cíclica e na secção 6 apresentam-se as principais conclusões.

2. DADOS E MÉTODO DE FILTRAGEM

A amostra estudada é constituída por dados anuais do produto, no período entre 1960 e 1999, para um conjunto de 17 países e o conjunto da área

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

** Departamento de Estudos Económicos.

O autor agradece os comentários de Carlos Robalo Marques, Ildeberta Abreu, José Ferreira Machado, Maximiano Pinheiro, Marta Abreu e Carlos Coimbra pelos valiosos comentários e sugestões.

(1) A extrapolação dos resultados passados para prever comportamentos futuros ficaria sujeita à crítica de Lucas (1979).

do euro. A fonte utilizada foi a Comissão Europeia – base de dados Ameco (Outono 2000).⁽²⁾

Neste estudo, será adoptada a definição proposta por Lucas (1977) de ciclo económico como o desvio do produto em relação à sua trajetória de crescimento tendencial.⁽³⁾ Por forma a distinguir as componentes tendência e ciclo das séries em análise, utilizou-se o filtro Hodrick-Prescott, método habitualmente utilizado em estudos de ciclos económicos.⁽⁴⁾ As séries foram expressas em logaritmos e a componente cíclica foi obtida através da diferença entre a série e a respectiva tendência.

3. ASSOCIAÇÃO CÍCLICA

Nesta secção será analisado o grau de associação cíclica entre os ciclos económicos dos países em estudo tendo como referência o ciclo da área do euro.

Uma vez que se pretende não só o grau de associação cíclica mas também a sua evolução, a amostra foi dividida em 2 sub-períodos: de 1960 a 1978 e de 1979 a 1999. Esta divisão coincide com a criação do Sistema Monetário Europeu em 1979.

O coeficiente de correlação simples é a estatística normalmente utilizada quando se pretende analisar o grau de associação entre os ciclos económicos. No entanto, uma vez que esta estatística mede apenas o grau de associação linear, serão também analisados a estatística de concordância, inicialmente proposta por Harding e Pagan (1999), e o coeficiente de correlação em *ranking* de Spearman.⁽⁵⁾

A concordância é uma estatística não-paramétrica que mede a proporção de tempo em que duas séries estão na mesma fase do ciclo.⁽⁶⁾ Como medida do co-movimento entre duas séries, apresenta como principal vantagem, em relação ao coeficiente de correlação simples,⁽⁷⁾ o facto de poder ser aplicada tanto a séries estacionárias como não estacionárias uma vez que não é afectada por alterações na série consideradas irrelevantes em termos de co-movimento. Adicionalmente, a estatística de concordância pode ser utilizada para detectar relações lineares e não lineares entre duas séries. Confrontando num mesmo gráfico o ciclo do país *i* com o ciclo do país *j*,⁽⁸⁾ a concordância será dada pela proporção de observações que estão no mesmo quadrante, independentemente da relação particular entre as duas séries (linear ou não linear).

Outra medida alternativa ao coeficiente de correlação simples, que também é robusta a relações não lineares, é o coeficiente de correlação em *ranking* de Spearman. Tal como o nome sugere, em vez de utilizar os valores do ciclo, utiliza o *ranking* das observações. Uma vez ordenados os valores do ciclo para cada país, o coeficiente de Spearman é dado pelo coeficiente de correlação entre o *ranking* das duas séries.

O Quadro 1 apresenta os resultados para o coeficiente de correlação simples, a concordância e coeficiente de Spearman. As diferentes estatísticas apresentam conclusões semelhantes, sugerindo que os ciclos económicos exibem, em geral, uma relação linear, o que nos permite concentrar a nossa análise no coeficiente de correlação simples.

Em relação aos resultados obtidos para os países da área do euro, o aspecto mais importante a destacar é a existência de um elevado grau de correlação contemporânea entre a maioria dos países e a área do euro, sobretudo na França, Bélgica, Alemanha, Portugal, Áustria e Países Baixos. Ao mesmo tempo, a Finlândia e a Irlanda são os países que exibem um menor grau de associação com o ciclo da área do euro.

Do sub-período anterior a 1979 para o sub-período posterior a 1979 verifica-se um aumento do grau de associação contemporânea entre a maioria dos países da área do euro com a própria área, sobretudo por parte da Itália, da Espanha e

(2) Os países incluídos são: Alemanha, França, Itália, Espanha, Países Baixos, Bélgica, Áustria, Finlândia, Portugal, Irlanda, Luxemburgo, Reino Unido, Dinamarca, Suécia, Grécia, Estados Unidos e Japão.

(3) Para uma discussão sobre definições alternativas de ciclo ver Kydland e Prescott (1990).

(4) Neste estudo, foi utilizado o parâmetro $\lambda=100$, um valor padrão para dados anuais. Para uma discussão sobre as propriedades deste e de outros filtros ver Hodrick e Prescott (1997), King e Rebelo (1993), Kydland e Prescott (1990) e Baxter e King (1999).

(5) Para uma descrição mais detalhada das estatísticas utilizadas neste estudo ver a versão *Working paper* nº 7 /2001.

(6) Tratando-se de uma proporção, a concordância estará naturalmente compreendida entre 0 e 1. Note-se no entanto que, em termos médios, a existência de uma relação positiva entre a posição cíclica de dois países implica um grau de concordância superior a 0.5, o valor esperado da concordância quando estamos perante duas séries independentes e identicamente distribuídas, simétricas em torno de 0 (McDermot e Scott (1999)).

(7) Esta discussão baseia-se na análise efectuada por McDermott e Scott (1999).

(8) Ciclo do país *i* no eixo das ordenadas e ciclo do país *j* no eixo das abcissas.

Quadro 1

**COEFICIENTE DE CORRELAÇÃO, CONCORDÂNCIA E CORRELAÇÃO
DE SPEARMAN COM A ÁREA DO EURO**

	Correlação			Concordância			Spearman		
	1960-1999	1960-1978	1979-1999	1960-1999	1960-1978	1979-1999	1960-1999	1960-1978	1979-1999
Alemanha	0.84	0.86	0.83	0.78	0.84	0.71	0.82	0.84	0.79
França	0.92	0.93	0.91	0.88	0.84	0.90	0.91	0.93	0.88
Itália	0.71	0.56	0.87	0.70	0.58	0.81	0.72	0.52	0.87
Espanha	0.72	0.56	0.83	0.75	0.68	0.81	0.70	0.41 ^(a)	0.84
Países Baixos	0.76	0.62	0.85	0.90	0.84	0.95	0.78	0.68	0.85
Bélgica	0.89	0.84	0.93	0.85	0.79	0.90	0.89	0.76	0.91
Áustria	0.77	0.71	0.85	0.73	0.74	0.71	0.73	0.58	0.80
Finlândia	0.35	0.60	0.23 ^(a)	0.58	0.58	0.57	0.27 ^(a)	0.51	0.12 ^(a)
Portugal	0.80	0.72	0.86	0.73	0.53	0.90	0.72	0.44 ^(a)	0.88
Irlanda	0.35	0.19 ^(a)	0.44	0.70	0.53	0.86	0.34	0.06 ^(a)	0.49
Luxemburgo	0.71	0.82	0.63	0.63	0.58	0.67	0.67	0.71	0.65
Reino Unido	0.40	0.57	0.32 ^(a)	0.60	0.58	0.62	0.32	0.34 ^(a)	0.27 ^(a)
Dinamarca	0.09 ^(a)	0.63	-0.25 ^(a)	0.55	0.79	0.33	0.09 ^(a)	0.70	-0.27 ^(a)
Suécia	0.40	0.38 ^(a)	0.40	0.70	0.63	0.76	0.42	0.37 ^(a)	0.41 ^(a)
Grécia	0.61	0.50	0.77	0.83	0.63	1.00	0.65	0.48	0.79
Estados Unidos	0.23	0.10 ^(a)	0.32 ^(a)	0.48	0.37	0.57	0.18 ^(a)	0.09 ^(a)	0.29 ^(a)
Japão	0.64	0.63	0.70	0.60	0.58	0.62	0.60	0.65	0.61

Nota: (a) O coeficiente de correlação não é estatisticamente significativo para um nível de significância de 10%.

dos Países Baixos. A Finlândia e o Luxemburgo constituem os únicos países da zona euro que registam uma significativa diminuição do coeficiente de correlação com o ciclo da área do euro (Quadro 1 e Gráfico 1)⁽⁹⁾. No caso particular da Finlândia, o coeficiente de correlação não é estatisticamente significativo no sub-período mais recente da amostra.⁽¹⁰⁾

Por forma a comparar os resultados, foi calculado o coeficiente de correlação contemporânea utilizando como referência o ciclo dos Estados Unidos. Em claro contraste com o observado na área do euro, os resultados (não apresentados) exibem uma fraca associação contemporânea entre o ciclo económico dos Estados Unidos e os países da área do euro. De facto, considerando todo o período, o coeficiente de correlação com o ciclo dos Estados Unidos não é estatisticamente significativo para os

países da área do euro, com excepção dos Países Baixos.

Em relação aos restantes países, os resultados obtidos para a Grécia sugerem um elevado grau de associação com o ciclo da área do euro, sobretudo no sub-período mais recente (Quadro 1 e Gráfico 1). O coeficiente de Spearman e a estatística de concordância reforçam esta conclusão, sendo interessante verificar que a concordância assume o valor unitário no sub-período mais recente.

No Reino Unido, a evidência obtida sugere a existência de uma fraca correlação contemporânea com o ciclo económico da área do euro, sobretudo no sub-período mais recente, onde o coeficiente de correlação não é estatisticamente significativo. Pelo contrário, este país apresenta uma elevada correlação contemporânea com o ciclo dos Estados Unidos, exibindo no sub-período mais recente, um coeficiente de correlação contemporânea superior com o ciclo dos Estados Unidos do que com o da área do euro.

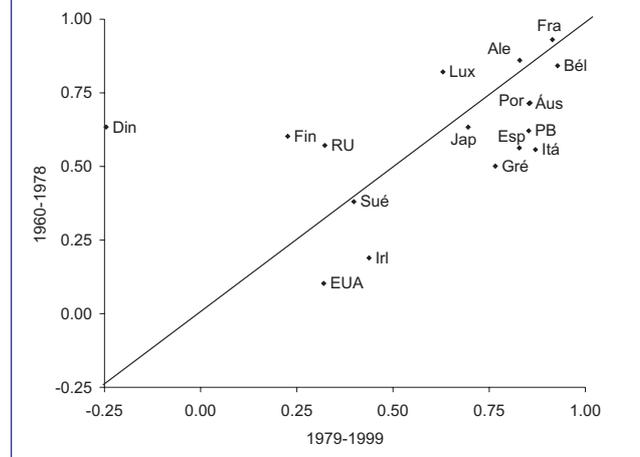
Por último, na Dinamarca e na Suécia verifica-se igualmente uma fraca associação com o ciclo da área do euro.

Uma abordagem alternativa às estatísticas não paramétricas analisadas até ao momento, consiste

(9) Na Alemanha e França também se verifica um ligeiro mas pouco significativo decréscimo da correlação contemporânea com a área do euro.

(10) Refira-se que no Gráfico 1, os países que se encontram sobre a recta de 45° mantiveram o coeficiente de correlação com a área do euro entre os dois períodos e no caso de estarem à direita (esquerda) da recta a correlação aumentou (diminuiu) entre os dois períodos.

Gráfico 1
CORRELAÇÃO CONTEMPORÂNEA
COM A ÁREA DO EURO



em estimar um modelo no qual a relação entre o ciclo do país i e o ciclo da área do euro é descrita por uma equação do tipo:

$$X_t^i = \beta_1 X_t^{UE11} + \beta_2 X_{t-2}^{UE11} + \beta_3 X_{t-1}^{UE11} + \beta_4 X_{t+1}^{UE11} + \beta_5 X_{t+2}^{UE11} + \varepsilon_{it}$$

onde X^i é o ciclo do país i e X^{UE11} o ciclo da área do euro.

A principal vantagem desta abordagem é a de fornecer uma medida do grau de associação linear entre o ciclo económico do país i e da área do euro na presença de relações desfasadas entre os ciclos.

Definindo R como a raiz quadrada do coeficiente de determinação da equação relativa ao país i , o valor de R consiste no coeficiente de correlação entre X^i e \hat{X}^i , onde \hat{X}^i são os valores estimados de X^i . Por outras palavras, R pode ser interpretado como o coeficiente de correlação múltipla entre o ciclo económico do país i e o da área do euro.

Os resultados obtidos são apresentados no Quadro 2. Em relação aos países da área do euro, verifica-se um elevado grau de consistência entre estas e as anteriores estatísticas. Os países que exibem um maior grau de associação com o ciclo económico da área do euro durante todo o período são os mesmos, nomeadamente, a França, a Bélgica, a Alemanha, a Áustria, os Países Baixos e Portugal. Da mesma forma, a Finlândia e a Irlanda continuam a ser os países que exibem um menor grau de associação com o ciclo da área do euro.

Considerando agora o coeficiente de correlação múltipla entre os dois sub-períodos, verifica-se mais uma vez que, em geral, as conclusões anteriores se mantêm válidas, em particular no que con-

Quadro 2

CORRELAÇÃO MÚLTIPLA E MÁXIMA COM A ÁREA DO EURO^(a)

	Correlação múltipla			Correlação máxima					
	1962-1997	1962-1978	1979-1997	1960-1999	$j^{(a)}$	1960-1978	$j^{(a)}$	1979-1999	$j^{(a)}$
Alemanha.....	0.89	0.89	0.93	0.84	0	0.86	0	0.85	1 ^(b)
França.....	0.93	0.95	0.93	0.92	0	0.93	0	0.91	0
Itália.....	0.79	0.74	0.92	0.71	0	0.56	0	0.87	0
Espanha.....	0.76	0.67	0.94	0.72	0	0.56	0	0.89	-1 ^(b)
Países Baixos.....	0.83	0.80	0.87	0.76	0	0.62	0	0.85	0
Bélgica.....	0.92	0.95	0.93	0.89	0	0.84	0	0.93	0
Áustria.....	0.86	0.86	0.93	0.77	0	0.71	0	0.85	0
Finlândia.....	0.51	0.87	0.79	0.36	-1 ^(b)	0.60	1 ^(b)	0.54	-1
Portugal.....	0.82	0.75	0.89	0.80	0	0.72	0	0.86	0
Irlanda.....	0.54	0.66	0.62	0.40	-1 ^(b)	0.49	-1	0.44	0
Luxemburgo.....	0.72	0.93	0.78	0.71	0	0.82	0	0.71	-1
Reino Unido.....	0.75	0.75	0.98	0.63	-1	0.57	0	0.90	-2
Dinamarca.....	0.75	0.79	0.87	0.23	-1	0.63	0	0.39	-2
Suécia.....	0.55	0.66	0.94	0.40	-1 ^(b)	0.48	1	0.70	-1
Grécia.....	0.76	0.82	0.84	0.61	0	0.68	-1	0.77	0
Estados Unidos.....	0.62	0.54	0.80	0.37	-1	0.10	0	0.67	-2
Japão.....	0.74	0.80	0.84	0.65	0	0.75	-1	0.70	0

Notas:

- (a) Desfasamento para o qual a correlação é máxima com $j=-2, -1, 0, 1, 2$. Um valor positivo (negativo) de j significa que o país apresenta um atraso (avanço) cíclico em relação à área do euro.
- (b) A correlação máxima é semelhante à correlação contemporânea (diferença absoluta ≤ 0.06)

cerne o aumento generalizado da associação com a área do euro por parte dos países da zona euro no sub-período mais recente. Este aumento foi particularmente elevado e significativo na Espanha e na Itália, bem como em Portugal. No extremo oposto, a Finlândia, o Luxemburgo e a Irlanda verificam um decréscimo do grau de associação com o ciclo da área do euro.

Nos restantes países, em claro contraste com o observado anteriormente, verifica-se agora um aumento substancial do coeficiente de correlação múltipla de um sub-período para o outro, sobretudo no Reino Unido e na Suécia. Em relação ao Reino Unido é igualmente interessante verificar que é o país que apresenta o grau mais elevado de correlação múltipla com o ciclo da área do euro. Os resultados contraditórios obtidos através do cálculo do coeficiente de correlação contemporânea e da correlação múltipla sugerem que estes países aumentaram de facto a associação com o ciclo da área do euro embora acompanhada por uma diminuição da sincronização de um sub-período para o outro, aspecto que será analisado na próxima secção.

Por último, na Grécia, o coeficiente de correlação múltipla sugere uma associação relativamente elevada com o ciclo da área do euro durante todo o período em análise.

4. SINCRONIZAÇÃO

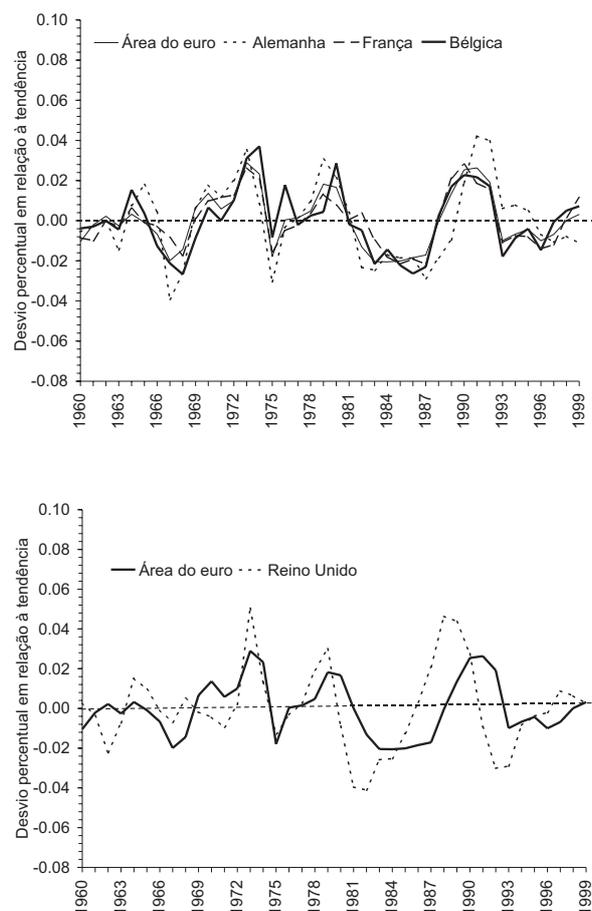
Por forma a determinar a existência de convergência cíclica com a área do euro, é necessário estudar, não só a evolução do grau de associação entre os ciclos dos diferentes países e a área do euro, mas também o seu grau de sincronização.

O grau de sincronização é medido pelo número de períodos de desfasamento para o qual a correlação máxima é obtida. Nesta perspectiva, dois países estarão ciclicamente sincronizados se a correlação máxima for obtida contemporaneamente.⁽¹¹⁾

De acordo com os resultados apresentados no Quadro 2, verifica-se que, durante o período em análise, os países da área do euro estão bastante sincronizados ciclicamente com a área do euro.

(11) Para um dado par de variáveis, X e Y , $\rho(x_{t-j}, y_t)$ representa a correlação entre X e Y no desfasamento j ($-2 \leq j \leq 2$). A correlação máxima é dada pelo máximo valor de $\rho(x_{t-j}, y_t)$.

Gráfico 2
COMPONENTE CÍCLICA DO PRODUTO



Esta sincronização está ilustrada no Gráfico 2, onde se confrontam os ciclos económicos da Alemanha, da França e da Bélgica com o ciclo da zona euro. No período mais recente da amostra, apenas a Finlândia e o Luxemburgo apresentam um ciclo avançado em relação a área do euro.

Em relação aos restantes países e considerando todo o período, verifica-se que, em geral, não estão sincronizados com o ciclo da área, com excepção da Grécia e do Japão.

Entre os dois sub-períodos, e conforme previsto na análise da secção anterior, verifica-se que o Reino Unido, os Estados Unidos e a Dinamarca apresentam uma menor sincronização com o ciclo da zona euro. Conforme ilustrado no Gráfico 2 para o Reino Unido, estes países apresentam um avanço de cerca de dois anos no período mais recente. Em contraste com o observado nestes países, o ciclo económico da Grécia tornou-se mais sincronizado com o ciclo económico da área do euro.

5. CONVERGÊNCIA CÍCLICA

Evidência de convergência cíclica implica, não só um aumento do grau de associação, mas também do grau de sincronização entre o ciclo de cada país e a área do euro pelo que os coeficientes de correlação simples, máxima e de concordância serão analisados numa perspectiva dinâmica. Adicionalmente, será estimada e avaliada a componente cíclica específica de cada país, ou seja, a parte do ciclo do país i que não é explicada pelo ciclo da área do euro.

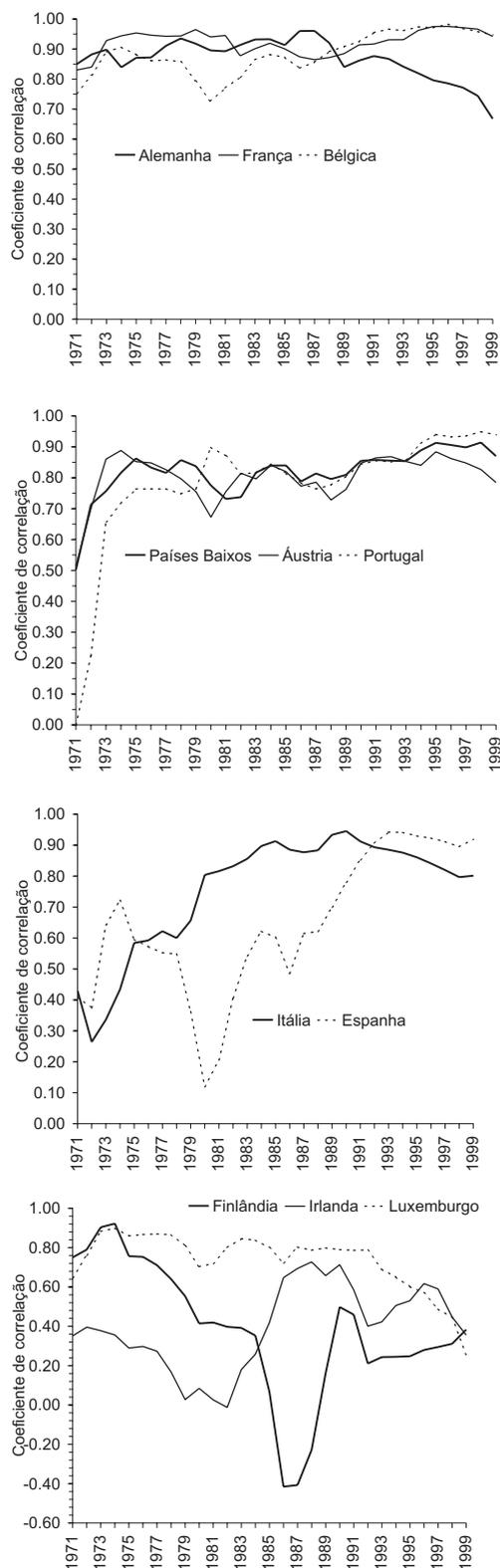
A análise efectuada até ao momento sugere que no período mais recente da amostra existe um elevado grau de associação e sincronização entre a maioria dos países da área do euro. No entanto, em termos de evolução cíclica, é possível distinguir três grupos de países.

No primeiro grupo, composto pela Alemanha, França e Bélgica, os resultados obtidos sugerem um elevado grau de associação e sincronização com o ciclo da área do euro durante o período em análise. No caso da Alemanha, verifica-se adicionalmente que o choque idiossincrático resultante da unificação e das políticas fiscais e monetárias associadas, terá provavelmente provocado uma ligeira diminuição do grau de associação e sincronização com a área do euro nos anos mais recentes. Este facto pode ser observado através do coeficiente de correlação para períodos deslizantes de 12 anos (Gráfico 3) e na evolução do desfasamento em que a correlação máxima é obtida (não apresentado), exibindo um ligeiro atraso cíclico no período pós unificação.

No segundo grupo constituído pela Itália, Espanha, Áustria, Países Baixos e Portugal, verifica-se um aumento significativo do grau de associação com o ciclo da zona euro. No Gráfico 3 é possível observar que, este aumento, na Áustria, nos Países Baixos e em Portugal ocorreu no início do período em análise, mais cedo e de uma forma mais acentuada do que no caso da Itália e da Espanha. Não obstante, o aumento significativo do grau de associação e sincronização com o ciclo da área do euro em ambos os casos, sugere que estes países apresentam uma evolução compatível com a hipótese de convergência cíclica.

No último grupo, composto pela Finlândia, Irlanda e Luxemburgo, a evidência não permite concluir acerca da existência de convergência cíclica.

Gráfico 3
CORRELAÇÃO CONTEMPORÂNEA
COM A ÁREA DO EURO^(a)



Nota:

(a) Correlação contemporânea para períodos deslizantes de 12 anos (ex: 1971 é a correlação para o período entre 1960-1971).

ca. Esta conclusão resulta do facto de, durante o período em análise, estes países apresentarem uma diminuição do grau de associação com o ciclo da área do euro (conforme ilustrado no Gráfico 3), para além de não evidenciarem uma maior sincronização.⁽¹²⁾

Nos restantes países, apesar do aumento do grau de associação com o ciclo da zona euro, sobretudo por parte do Reino Unido⁽¹³⁾, os ciclos tornaram-se menos sincronizados, não permitindo portanto concluir que estes países convergiram ciclicamente para o ciclo da área do euro. A única excepção parece ser a Grécia, onde se observa simultaneamente um aumento do grau de associação e da sincronização com a área do euro.

Uma abordagem alternativa à que até agora utilizámos no estudo da convergência cíclica, consiste em analisar a componente específica do ciclo de cada país. Para tal, foram estimadas as seguintes equações:⁽¹⁴⁾

$$X_t^i = \beta_1 X_{t-1}^i + \beta_2 X_{t-2}^i + \beta_3 X_t^{UE11} + \beta_4 X_{t-1}^{UE11} + \beta_5 X_{t-2}^{UE11} + \varepsilon_{it}$$

onde X_{t+j}^i é o ciclo do país i e X_{t+j}^{UE11} o ciclo da área do euro no período $t+j$ período, com $j=-2,-1,0$.

O resíduo de estimação ε_i pode ser interpretado como a parte do ciclo no país i que não é explicada pelo ciclo da área do euro nem pelo comportamento passado do seu ciclo. Como tal, os resíduos podem ser vistos como a componente idiosincrática das flutuações cíclicas no país i .

No Quadro 3 são apresentados os resultados do peso da variabilidade da componente específica na variabilidade total do ciclo.⁽¹⁵⁾ Tal como era esperado, este peso diminuiu na maioria dos países da área do euro, incluindo na Finlândia e na Irlanda, sugerindo um aumento da integração no ciclo da

(12) Na Irlanda, embora a correlação contemporânea e a concordância tenham aumentado, a correlação máxima e múltipla sugerem uma diminuição da associação com o ciclo da área do euro.

(13) Na Dinamarca e Japão, os resultados da correlação máxima e múltipla sugerem uma evolução diferente, por isso consideramos o coeficiente de correlação múltipla como representativo de um aumento do grau de associação linear.

(14) Esta abordagem é semelhante a uma anteriormente feita por Barbosa e outros (1998) aplicada ao ciclo económico em Portugal. Na Alemanha, França e Itália as equações foram estimadas com e sem o ciclo contemporâneo da área do euro, por forma a minimizar um eventual problema de não exogeneidade da variável explicativa. No entanto, conforme os resultados apresentados na Tabela 3, as principais conclusões mantêm-se válidas.

Quadro 3

PESO DA VARIABILIDADE DA COMPONENTE ESPECÍFICA NA VARIABILIDADE TOTAL DO CICLO E TESTE DE GOLDFELD-QUANDT

	1962-1978	1979-1999	Teste (a) GQ
			Estatística F
Alemanha.....	0.38	0.29	2.18*
França.....	0.28	0.30	1
Itália.....	0.55	0.21	16.05***
Espanha.....	0.56	0.32	3.16**
Países Baixos....	0.56	0.33	4.07**
Bélgica.....	0.35	0.37	1.71
Áustria.....	0.54	0.43	3.34**
Finlândia.....	0.52	0.32	1.46
Portugal.....	0.56	0.25	5.91***
Irlanda.....	0.70	0.57	1.35
Luxemburgo....	0.43	0.75	1.64
Estimativa com e sem o ciclo contemporâneo da área do euro			
Alemanha.....	0.7	0.51	2.64*
França.....	0.84	0.68	1.15
Itália.....	0.84	0.55	4.63***

Notas:

(a) Entre os sub-períodos 1962-1978 e 1983-1999.

* Significativo ao nível de 10%.

** Significativo ao nível de 5%.

*** Significativo ao nível de 1%.

área do euro. Apenas no Luxemburgo se verifica um aumento do peso da componente específica.⁽¹⁶⁾

Por forma a testar se as alterações na variabilidade da componente específica do ciclo eram significativas, foi aplicado o teste de Goldfeld-Quandt. Se o país i exibisse um maior grau de associação com o ciclo da área do euro, seria de esperar uma diminuição da variabilidade da componente específica do ciclo e a consequente rejeição da hipótese de homoscedasticidade. Se esta rejeição fosse o resultado de uma diminuição da variabilidade da componente específica, então sugeriria que o país i convergia ciclicamente para o ciclo da área do euro durante o período em análise, uma vez que a maioria das suas flutuações cíclicas

(15) O peso é dado por $\frac{\sigma_{\varepsilon_i}}{\sigma_{x_i}}$, onde σ_{x_i} é o desvio-padrão da componente específica do ciclo e σ_{ε_i} é o desvio-padrão total do ciclo no país i para o sub-período t .

(16) Note-se no entanto que na França (com o ciclo contemporâneo da área do euro) e na Bélgica verificou-se igualmente um aumento do peso da componente específica, embora não significativo.

seriam explicadas pelas flutuações da área do euro.

De acordo com os resultados apresentados no Quadro 3, é possível concluir a existência de um decréscimo significativo da variabilidade da componente específica na Alemanha, Itália, Espanha, Países Baixos, Áustria e Portugal, reforçando a hipótese de convergência cíclica por parte destes países em relação ao ciclo da área do euro.

Nos restantes países, não parece existir uma alteração significativa da variabilidade. No caso da França e da Bélgica tal ocorre devido à manutenção de uma baixa variabilidade ao longo de todo o período. Na Finlândia, Irlanda e Luxemburgo a variabilidade da componente específica manteve-se elevada, reforçando a ideia de inexistência de convergência cíclica por parte destes países.

6. CONCLUSÃO

Este artigo apresentou uma análise descritiva da evolução cíclica dos países da União Europeia para o período entre 1960 e 1999. Em particular, foi investigado se o ciclo destes países convergiu ou não para o ciclo da área do euro.

A análise efectuada permitiu distinguir três grupos de países. Um primeiro grupo inclui a Alemanha, França e a Bélgica, onde os resultados obtidos sugerem um elevado grau de associação e sincronização com a área do euro ao longo de todo o período. Um segundo grupo inclui a Itália, Espanha, Áustria, Países Baixos e Portugal, onde se observou um significativo aumento do grau de associação e sincronização com o ciclo da área do euro, sugerindo que estes países convergiram para o ciclo da área do euro. No último grupo, constituído pela Finlândia, Irlanda e Luxemburgo, a evidência não sugere a existência de convergência cíclica com a área do euro.

Nos restantes países, verificou-se um aumento do grau de associação cíclica, sobretudo no caso do Reino Unido, mas não na sincronização, não permitindo portanto concluir que estes países tenham convergido para o ciclo da área do euro. A única excepção parece ser a Grécia, onde se observou um aumento do grau de sincronização.

REFERÊNCIAS

- Angeloni, I. e Dedola, L. (1999) "From the ERM to the Euro: New evidence on Economic and Policy convergence among EU countries", European Central Bank, WP 4.
- Artis, M e Zhang, W. (1995) "International business cycles and the ERM: Is there a European Business Cycle? ", Centre for Economic Policy Research, WP 1191.
- Barbosa, António *et al.* (1998) "O Impacto do euro na Economia Portuguesa", Publicações Dom Quixote, 152-168.
- Baxter, Marianne e King, Robert G. (1999) "Measuring business cycles: approximate band-pass filters for economic time series" *The Review of Economics and Statistics*, 81(4), 575-593.
- Belo, Frederico (2001) "Some facts about the cyclical convergence in the euro zone", Banco de Portugal, Working Paper, 7-2001
- Harding, Don e Pagan, Adrian (1999) "Knowing the cycle", *mimeo*, Melbourne: University of Melbourne.
- Hodrick, Robert, e Prescott, Edward, (1997), "Post-war U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation", *Journal of Money, Credit and Banking*, 29(1),1-16.
- King, Robert e Rebelo, Sérgio (1993), "Low Frequency Filtering and Real Business Cycles", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 17(1), 207-231.
- Kydland, Finn E., e Prescott, Edward C. (1990) "Business Cycles: Real Facts and a Monetary Myth" *Federal Reserve Bank of Minneapolis. Quarterly Review* (Spring), 3-18.
- Lucas, Robert E., Jr. (1976) "Econometric Policy Evaluation: A Critique", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*.
- Lucas, Robert E., Jr. (1977) "Understanding Business Cycles" *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 5, 7-29.
- McDermott, C John e Scott, Alasdair (1999) "Concordance in Business Cycles", *Reserve Bank of New Zealand*, 7.

Janeiro*

4 de Janeiro (Instrução n.º 1/2001, DR n.º 14, 2ª Série)

Estabelece, ao abrigo das alíneas f) e g) do n.º 1 do art.º 6 dos Estatutos do Instituto de Gestão do Crédito Público, aprovados pelo Dec.-Lei n.º 160/96, de 04-09, e do art.º 11 do Dec.-Lei n.º 280/98, de 17-09, as normas que regulam a emissão de obrigações do Tesouro, bem como as condições de acesso e os direitos e obrigações dos operadores financeiros que actuam em mercado primário. Revoga a instrução n.º 2-A/98 (2ª Série) de 17-12, produzindo efeitos a partir de 1-1-2001.

29 de Janeiro (Carta-Circular do Banco de Portugal n.º 2/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 4,77%, para o período trimestral de contagem de juros que se inicia em 4-2-2001.

30 de Janeiro (Dec.-Lei n.º 19/2001, DR n.º 25, 1ª Série A)

Altera o regime jurídico das sociedades de garantia mútua, qualificando-as como instituições de crédito que têm uma actividade restrita à realização de operações financeiras e prestação de serviços conexos, em benefício de pequenas e médias empresas.

Fevereiro

2 de Fevereiro (Aviso do Banco de Portugal n.º 1/2001, DR n.º 34, 1ª Série B)

Altera o Aviso n.º 1/93, de 8-6, relativamente ao cálculo do rácio de solvabilidade das instituições de crédito. Introduce, designadamente, modificações nos ponderadores de risco de crédito de determinados elementos do activo (v.g. empréstimos garantidos por hipoteca, operações de locação financeira imobiliária e títulos garantidos por créditos hipotecários) e no processo de cálculo do valor ponderado de operações extrapatrimoniais relacionadas com contratos (v.g. *swaps*, futuros e opções) sobre taxas de juro, taxas de câmbio, títulos de capital, metais preciosos e mercadorias, que não sejam negociados num mercado reconhecido.

15 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal n.º 1/2001, BNPB n.º 2/2001)

Estabelece o processo de notificação ao Banco de Portugal de cedências de crédito no âmbito de operações de titularização.

15 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal n.º 2/2001, BNPB n.º 2/2001)

Altera a Instrução n.º 4/96 (Plano de Contas para o Sistema Bancário), requerendo a publicação, nas Notas anexas às contas anuais, de informações sobre operações de titularização.

16 de Fevereiro (Aviso do Banco de Portugal n.º 2/2001, DR n.º 40, 1ª Série B)

Incentiva, dada a aproximação do início da circulação física do euro em 1-1-2002, a utilização de cheques expressos em euros, regulamentando alguns aspectos do seu uso.

Março

2 de Março (Carta-Circular do Banco de Portugal n.º 4/01/DSBDR)

Informa de que foi aprovada a Instrução n.º 6/2001 - que altera o âmbito da conta "9203 - Linhas de crédito irrevogáveis" do Plano de Contas para o Sistema Bancário (PCSB) - devendo as Instituições, no prazo de um mês contado a partir da data da recepção da presente Carta-Circular, proceder à reclassificação das linhas de crédito e comunicar ao Banco de Portugal a alteração do montante de provisões para riscos gerais de crédito daí resultantes.

20 de Março (Aviso do Banco de Portugal n.º 3/2001, DR n.º 67, 1ª Série B)

Estabelece, atento o disposto no n.º 4 do art.º 1 do Decreto-Lei n.º 3/94, de 11-1, com a redacção que lhe foi dada pelo Decreto-Lei n.º 53/2001, de 15-2, os requisitos que devem ser observados pelas agências de câmbios que pretendam prestar serviços de transferências de dinheiro de e para o exterior.

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

Abril

3 de Abril (Aviso do Banco de Portugal nº 4/2001, DR nº 79, 1ª Série B)

Adita um nº 9-A e dá nova redacção aos nºs. 5 e 8 do Aviso nº 12/92, de 22-12, publicado no DR, 2ª Série, nº 299 Suplemento 2, de 29-12-1992, que fixa os elementos que podem integrar os fundos próprios das instituições sujeitas à supervisão do Banco de Portugal e que define as características que os mesmos podem revestir. Em particular, as deduções aos fundos próprios passam a incluir, pelo seu valor de aquisição, o montante correspondente a títulos, resultantes de operações de titularização, detidos por entidades não cedentes dos activos subjacentes, quando aqueles, pelas suas características, concentrem o risco de crédito dos referidos activos.

3 de Abril (Regulamento da CMVM nº 5/2001, DR nº 79, 2ª Série)

Procede à alteração do Regulamento nº 24/98, de 28-12, por forma a flexibilizar e simplificar os procedimentos de execução dos métodos de redenominação deliberados. Dá nova redacção aos artºs. 11, 18 e 19 e revoga os artºs. 8 e 17 do citado Regulamento, no qual a referência à “Central de Valores Mobiliários” é substituída pela expressão “Interbolsa”.

17 de Abril (Decreto-Lei nº 118/2001, DR nº 90, 1ª Série A)

Altera os artºs. 4, 6, 39, 59, 64 e 65 da Lei Orgânica do Banco de Portugal, aprovada pela Lei nº 5/98, de 31-01, em vigor desde a data da adopção do euro. O artº 64 da Lei Orgânica, com a redacção que lhe é dada pelo presente diploma, produz efeitos desde 1-1-2001.

17 de Abril (Decreto-Lei nº 117/2001, DR nº 90, 1ª Série A)

Regulamenta, em sede monetária, o período de dupla circulação fiduciária a decorrer entre 1 Janeiro e 28 de Fevereiro de 2002. Ao Banco de Portugal incumbe estabelecer, através de Aviso, a regulamentação deste diploma que vier a tornar-se necessária. Durante o prazo de 20 anos contados a partir de 28-2-2002, o Banco de Portugal receberá e pagará em euros as notas mencionadas no artº 2 que lhe forem apresentadas.

19 de Abril (Aviso do Banco de Portugal nº 5/2001, DR nº 92, 1ª Série B)

Altera, tendo em conta a alteração do conceito de instrumentos derivados do mercado de balcão constante da Directiva nº 93/6/CEE, de 15-03, tendo igualmente em conta a entrada em vigor da Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho nº 2000/12/CE, de 20-03 e considerando ainda o disposto nos artºs. 9 a 11 do Dec.-Lei nº 250/2000, de 13-10, a subsecção III da secção B do anexo VI do aviso nº 7/96, de 24-12. Em consequência, o apuramento dos requisitos de fundos próprios para cobertura do risco de contraparte de quaisquer instrumentos derivados do mercado de balcão incluídos na carteira de negociação deve efectuar-se segundo o método de “avaliação a preço de mercado”.

23 de Abril (Despacho nº 8484/2001, DR nº 95, 2ª Série)

Aprova, nos termos do nº 1 do artº 63 da Lei Orgânica do Banco de Portugal (Lei nº 5/98, de 31-01), os ajustamentos no Plano de Contas do Banco de Portugal, sob a forma de uma versão reduzida.

23 de Abril (Aviso do Banco de Portugal nº 6/2001, DR nº 95, 1ª Série B)

Adita uma alínea c) ao nº 5 do Aviso nº 8/94, de 2-11, (que consagra disposições em matéria de supervisão em base consolidada e subconsolidada), alargando o âmbito em que o Banco de Portugal pode requerer a supervisão em base subconsolidada.

24 de Abril (Dec.-Lei nº 134/2001, DR nº 96, 1ª Série A)

Revê o regime de retenção na fonte de IRS. Altera diversos artigos, adita um artº 2-A e republica, na íntegra, com as modificações introduzidas pelos Dec.-Lei nº 263/92, de 24-11, 95/94, de 9-4, 18/97, de 21-1, Lei nº 87-B/98, de 31-12 e pelo presente diploma, o Dec.-Lei nº 42/91, de 22-1.

26 de Abril (Regulamento da CMVM nº 2/2001, DR nº 97, 2ª Série)

Altera o artº 2 do Regulamento nº 10/98, de 5-8, que estabelece as regras relativas às operações de reporte ou empréstimo de valores mobiliários por conta de fundos de investimento mobiliário.

30 de Abril (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 7/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 4,77 por cento, para o período trimestral de contagem de juros que se inicia em 4-5-2001.

Maio

7 de Maio (Despacho nº 9501/2001, DR nº 105, 2ª Série)

Aprova, tendo presente a proposta apresentada pelo grupo de trabalho criado pelo Despacho nº 15379/2000 de 28-7, e considerando o disposto no nº 2 da Resolução do Conselho de Ministros nº 170/2000, de 7-12, o plano final de transição da administração financeira para o euro.

11 de Maio (Resolução do Conselho Europeu nº 2001/C 138/01, JOCE nº 138, Série C)

Resolução do Conselho Europeu sobre uma regulamentação mais eficaz do mercado de valores mobiliários na União Europeia.

12 de Maio (Regulamento da CMVM nº3/2001, DR nº110, 2ª Série)

Estabelece, ao abrigo do disposto na alínea b) do nº 1 do artº 353 do Código dos Valores Mobiliários, e para efeitos do disposto nos artºs. 8 e 24 do Dec.-Lei nº 276/94, de 2-11, com a redacção que lhe foi dada pelo Dec.-Lei nº 323/99, de 13-08, as regras segundo as quais as entidades gestoras de fundos de investimento mobiliário devem publicar num dos boletins de cotações das bolsas de valores, a composição discriminada das aplicações de cada fundo de investimento que administrem, o respectivo valor líquido global, as responsabilidades extrapatrimoniais e o número de unidades de participação em circulação. Revoga o Regulamento nº 7/98, de 25-6.

17 de Maio (Carta Circular do Banco de Portugal nº 10/01/DSBDR)

Recomenda às instituições de crédito e sociedades financeiras que recorrem à *Internet* como canal de distribuição dos seus serviços, um conjunto de procedimentos a serem tidos em conta no âmbito da sua organização e controlo interno, por forma a diminuir os riscos a que se encontram expostas, tendo em conta o aumento do uso de meios electrónicos na prestação desses serviços.

18 de Maio (Carta Circular do Banco de Portugal nº 11/01/DSBDR)

Recomenda que os clientes das instituições de crédito que sejam lesados por motivo de atraso na regularização de débitos indevidamente efectuados por razões imputáveis àquelas instituições, sejam indemnizados pelo menos, com o pagamento de um montante correspondente à aplicação da taxa de juro legal ao valor das importâncias em causa, calculado entre a data em que as mesmas deveriam ter sido processadas e a data da respectiva regularização.

23 de Maio (Carta Circular do Banco de Portugal nº 12/01/DSBDR)

Informa que, face às alterações ao Aviso nº 6/95 que se encontram em preparação, as quais se prevê venham a ter efeitos a partir do início do 2º semestre do corrente ano, é permitido, desde que reunidas determinadas condições, a relevação contra resultados transitados, de acréscimos de responsabilidades por reformas antecipadas.

Junho

6 de Junho (Aviso do Banco de Portugal nº 7/2001, DR nº 131, 1ª Série B)

Fixa em 50 mil euros o valor da contribuição inicial a entregar pelas instituições de crédito ao Fundo de Garantia de Depósitos (Revogando o Aviso nº 8/95).

15 de Junho (Instrução do Banco de Portugal nº 10/2001, BNPB nº 6/2001)

Estabelece regras de prestação de informações, ao Banco de Portugal, sobre a composição dos grupos financeiros.

15 de Junho (Instrução do Banco de Portugal nº 11/2001, BNPB nº 6/2001)

Estabelece os requisitos que as instituições de crédito e sociedades financeiras devem respeitar, quando promovam, junto do público, através de terceiras pessoas, a realização de operações que lhes são permitidas.

15 de Junho (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 10/2001/DSB)

Contém recomendações, de natureza prudencial, sobre a prestação de serviços financeiros através da *Internet*.

15 de Junho (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 12/2001/DSB)

Permite, até à entrada em vigor das alterações ao Aviso nº 6/95 (relativo à cobertura de responsabilidades por pensões de reforma e de sobrevivência) a relevação, contra resultados transitados, de acréscimos de responsabilidades por reformas antecipadas.

21 de Junho (Recomendação do Banco Central Europeu)

Recomendação do Banco Central Europeu relativa às exigências de informação estatística do Banco Central Europeu em matéria de estatísticas da balança de pagamentos, do modelo das reservas internacionais e da posição de investimento internacional (BCE/2000/5). A presente Recomendação substitui a Recomendação BCE/1998/NP21, conforme rectificações às págs. 4 a 6, inseridas no JOCE, Série C, nº 179, de 23-06-2001.

Julho

3 de Julho (Dec.-Lei nº 198/2001, DR nº 152, 1ª Série A)

Aprova a revisão global do articulado do Código do IRS, aprovado pelo Dec.-Lei nº 442-A/88, de 30-11, do Código do IRC, aprovado pelo Dec.-Lei nº 442-B/88, de 30-11, e do Estatuto dos Benefícios Fiscais, aprovado pelo Dec.-Lei nº 215/89, de 1-7 e, publica, em anexo, ao presente Dec.-Lei os respectivos articulados. Revoga os arts. 5, 9 e 10 do citado Dec.-Lei nº 215/89, de 1-7.

4 de Julho (Carta Circular do Banco de Portugal n.º 10/DMRPM/AR)

Remete disquete contendo ficheiros com as listas de todas as instituições sujeitas e isentas de reservas mínimas, na área do euro, em 28-06-2001.

6 de Julho (Carta Circular do Banco de Portugal n.º 15/01/DSBDR)

Envia uma disquete contendo uma aplicação de recolha de informação relativa aos mapas de natureza prudencial previstos na Instrução do Banco de Portugal n.º 25/97.

6 de Julho (Directiva n.º 2001/34/CE, DR nº 184, 1ª Série A)

Adopta medidas relativas à admissão de valores mobiliários à cotação oficial de uma bolsa de valores e à informação a publicar sobre esses valores. Os Estados-Membros comunicarão à Comissão o texto das principais disposições de ordem legislativa, regulamentar ou administrativa que adoptem no domínio regulado pela presente Directiva. São revogadas as Directivas 79/279/CEE, 80/121/CEE e 88/627/CEE, tal como modificadas pelos actos que constam da parte A do Anexo II, sem prejuízo das obrigações dos Estados-Membros em relação aos prazos de transposição que constam da parte B do Anexo II. As referências feitas às directivas revogadas devem entender-se como feitas à presente directiva e ser lidas de acordo com o quadro de correspondência que consta do Anexo III. A presente directiva entra em vigor vinte dias após a sua publicação no JOCE.

6 de Julho (Carta Circular do Banco de Portugal n.º 16/01/DSBDR)

Envia uma disquete contendo uma aplicação para recolha de informação relativa aos mapas de provisões previstos na Instrução do Banco de Portugal n.º 91/96.

18 de Julho (Carta Circular do Banco de Portugal n.º 18/01/DSBDR)

Recomenda às instituições de crédito e sociedades financeiras que examinem com especial atenção as operações contratadas com pessoas residentes ou estabelecidas em países e territórios considerados não cooperantes no âmbito da prevenção e repressão do branqueamento de capitais.

19 de Julho (Carta Circular do Banco de Portugal n.º 19/01/DSBDR)

Envio de nova Instrução (a ser publicada no “Boletim de Normas e Informações” relativo a Agosto) sobre informações periódicas de liquidez.

27 de Julho (Directriz Contabilística n.º 27 do Ministério das Finanças, DR nº 173)

Estabelece princípios para relatar informação financeira por segmentos, por forma a tornar mais clara a sua compreensão por parte dos utentes das demonstrações financeiras.

27 de Julho (Carta Circular do Banco de Portugal n.º 41/DPGDS)

Remete os planos de descontinuação do escudo no âmbito do SICOI - Sistema de Compensação Interbancária, referentes aos subsistemas de Telecompenção de Cheques, Efeitos, Débitos Directos e TEI a Crédito, e respectivos cronogramas.

30 de Julho (Carta Circular do Banco de Portugal n.º 12/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 4.51%, para o período trimestral de contagem de juros que se inicia em 4-8-2001.

Agosto

2 de Agosto (Carta Circular do Banco de Portugal n.º 13/DMRPM/AR)

Remete disquete contendo ficheiros com as listas de todas as instituições sujeitas a e isentas de reservas mínimas, na área do euro em 30-7-2001.

2 de Agosto (Carta Circular do Banco de Portugal n.º 20/01/DSBDR)

Informações a prestar aos clientes, pelas instituições de crédito, previamente à celebração de contratos de empréstimos à habitação - Comunica que a Recomendação da Comissão n.º 2001/193/CE deve ser observada pelas instituições de crédito.

20 de Agosto (Lei n.º 91/2001, DR n.º 192, 1ª Série A)

Estabelece as disposições gerais e comuns de enquadramento dos orçamentos e contas de todo o sector público administrativo (Lei de Enquadramento Orçamental).

Setembro

17 de Setembro (Carta-Circular do Banco de Portugal n.º 20/2001/DSB)

Recomenda às instituições que, sem prejuízo do dever de cumprimento das regras sobre transparência e informações ao público, sigam a Recomendação da Comissão n.º 2001/193/CE, de 10.03, relativamente às informações a prestar aos clientes antes da celebração de contratos de empréstimo à habitação.

17 de Setembro (Aviso do Banco de Portugal n.º 8/2001, DR n.º 223, 1ª Série B)

Revoga, na sequência da publicação da Instrução n.º 20/2001, que define um novo quadro de acompanhamento regular dos níveis de liquidez das instituições de crédito que recebem depósitos, o Aviso do Banco de Portugal publicado no Diário da República, 2ª Série, n.º 142 Supl., de 20-6-84.

25 de Setembro (Aviso do Banco de Portugal n.º 9/2001, DR n.º 231, 1ª Série B)

Altera o Aviso n.º 1/93, de 8-6, referente ao cálculo do rácio de solvabilidade das instituições de crédito, no domínio da ponderação de risco dos empréstimos garantidos por hipoteca sobre imóveis destinados à habitação do mutuário e dos processos de avaliação dos referidos imóveis. Dá nova redacção ao n.º 2 e adita um n.º 4-C à parte I do anexo ao citado aviso.

25 de Setembro (Instrução do Banco de Portugal n.º 23/2001, BNPB n.º 10/2001)

Fixa a taxa contributiva de base a aplicar no cálculo das contribuições a entregar ao Fundo de Garantia de Depósitos pelas instituições participantes para o ano de 2002.

25 de Setembro (Instrução do Banco de Portugal n.º 24/2001, BNPB n.º 10/2001)

Fixa em 75% o limite do compromisso irrevogável de pagamento a aplicar nas contribuições do ano 2002 para o Fundo de Garantia de Depósitos.

28 de Setembro (Dec.-Lei n.º 262/2001, DR n.º 226, 1ª Série A)

Estabelece o regime das sociedades corretoras e sociedades financeiras de corretagem. Revoga o Dec.-Lei n.º 229-I/88, de 4-7.

Outubro

4 de Outubro (Regulamento da CMVM n.º 4/2001, DR n.º 247, 2ª Série)

Estabelece, nos termos dos arts. 10, 32, 34 n.º 3, 35 ns. 3 e 4, 36 n.º 2, do Dec.-Lei n.º 394/99, de 13-10, o regime legal aplicável às entidades gestoras de mercados, de sistemas centralizados de valores mobiliários, de sistemas de liquidação de valores mobiliários e de serviços. Revoga os Regulamentos n.º 3/2000 de 02-02 e 28/2000 de 01-08.

15 de Outubro (Carta-Circular do Banco de Portugal n.º 35/01/DSBDR)

Esclarece que, no caso de redução do capital social de uma caixa agrícola pertencente ao SICAM, nos termos do artigo 17º, n.º 3, alínea c) do Regime Jurídico do Crédito Agrícola Mútuo, os fundos próprios a considerar deverão ser expurgados de montantes que levassem ao incumprimento da relação entre os fundos próprios de base e complementares ou do limite previsto para os empréstimos subordinados de médio/longo prazo.

17 de Outubro (Carta-Circular n.º 36/01/DSB)

Recomenda às instituições de crédito e sociedades financeiras que examinem com especial atenção as operações contratadas com pessoas residentes ou estabelecidas em países e territórios considerados não cooperantes, no âmbito da prevenção do branqueamento de capitais. Revoga a Carta-Circular n.º 18/01/DSBDR, de 11 de Julho.

29 de Outubro (Carta-Circular nº 16/DMR)

Comunica, na sequência de Carta-Circular nº 347/DMR de 27-10-1999, que a taxa de remuneração dos Títulos de Depósito Série B será de 3,76%, para o período trimestral de contagem de juros que se inicia em 04-11-2001.

Novembro

20 de Novembro (Aviso do Banco de Portugal nº 11/2001, DR nº 269, 1ª Série B)

Altera, considerando o disposto na alínea a) do artº 4 do Dec.-Lei nº166/95, de 15-07, o quadro regulamentar dos cartões de pagamento. Revoga o Aviso nº 4/95, de 28-07, bem como a Instrução nº 47/96, publicada no Boletim de Normas e Informações do Banco de Portugal, de 17-06-96.

20 de Novembro (Aviso do Banco de Portugal nº 10/2001, DR nº 269, 1ª Série B)

Estabelece o enquadramento regulamentar, para fins prudenciais, das operações de titularização de créditos e outros activos realizadas pelas instituições de crédito e sociedades financeiras. Altera os nºs. 8 e 9 da parte I do anexo ao Aviso nº 1/93, de 08-06, o nº 9-A do Aviso 12/92, de 29-12, e adita uma alínea d) ao nº 11 do Aviso nº 10/94, de 18-11. O Banco de Portugal determinará, por Instrução, a data em que termina o regime transitório previsto no Aviso.

21 de Novembro (Regulamento da CMVM nº 5/2001, DR nº 270, 2ª Série)

Altera, ao abrigo do disposto na alínea b) do artº 242 do Código dos Valores Mobiliários, o artº 50 do Regulamento nº 10/2000, com o objectivo de flexibilizar a instrução do processo de aprovação do prospecto de admissão a mercado regulamentado de valores mobiliários, que não acções.

22 de Novembro (Portaria nº 1303/2001, DR nº 271, 1ª Série B)

Determina, ao abrigo do disposto no artº 211 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, designadamente pelas entidades gestoras dos mercados, incidentes sobre o valor de cada operação de compra e sobre o valor de cada operação de venda, tanto em sessões normais como em sessões especiais, pelas entidades gestoras de sistemas centralizados de liquidação e sistemas centralizados de valores mobiliários, pelas entidades gestoras de fundos de investimento, pelas entidades comercializadoras de participações em instituições de investimento colectivo estrangeiras, bem como as taxas devidas pelas transmissões de valores negociados em mercado regulamentado e realizadas fora do mercado regulamentado. Revoga as Portarias nºs. 313-A/2000 (2ª Série) de 29-02, e 1338/2000 (2ª Série) de 05-09.

26 de Novembro (Aviso do Banco de Portugal nº 12/2001, DR nº 272, 1ª Série B)

Introduz modificações ao quadro regulamentar relativo à cobertura das responsabilidades com pensões de reforma e de sobrevivência a respeitar pelas instituições de crédito e sociedades financeiras e adapta esse quadro a algumas regras de contabilidade internacionalmente aceites, designadamente o IAS 19. Revoga o Aviso nº 6/95, de 21-9. O presente Aviso entra em vigor no dia 31-12-2001, com excepção da alínea c) do nº 2) do nº 7º, a qual entra em vigor na data prevista na Instrução aí referida.

Dezembro

5 de Dezembro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 49/01/DSBDR)

Esclarece dúvidas sobre as contas a utilizar na contabilização de comissões cobradas em operações sobre derivados negociados em mercados organizados.

6 de Dezembro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 18/DMRPM/AR)

Remete disquete contendo ficheiros com as listas de todas as instituições sujeitas a e isentas de reservas mínimas, na área do euro, em 29-11-2001.

7 de Dezembro (Orientação do Banco Central Europeu 2001/833/CE, JOCE nº 310, Série L)

Altera a Orientação BCE/2000/1 relativa à gestão dos activos de reserva do Banco Central Europeu pelos Bancos Centrais Nacionais e à documentação legal para as operações envolvendo os activos de reserva do Banco Central Europeu. Os Bancos Centrais Nacionais dos Estados-Membros participantes são os destinatários da presente Orientação, que entra em vigor em 23-11-2001 (BCE/2001/12).

28 de Dezembro (Regulamento da CMVM nº 7/2001, DR nº 299 Suplemento, 2ª Série)

Determina, ao abrigo do artº 353, nº 1, alínea b), nos termos do artº 249, nº 3, e para os efeitos do disposto nas alíneas c), d) e g) do nº 1 do artº 359, todos do Código dos Valores Mobiliários, a sujeição das sociedades cujas acções estão admitidas à negociação em mercado regulamentado ao dever de divulgar o grau e o modo de adopção das Recomendações sobre o Governo das Sociedades Cotadas.

Janeiro 2002

7 de Janeiro (Regulamento da CMVM nº 8/2001, DR nº 299 Suplemento, 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 8-11, e da alínea b) do nº 1 do art. 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 35/2000, de 14-12. O presente Regulamento entra em vigor em 1-1-2002.

7 de Janeiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 1/2002/DET)

Esclarece sobre o processo de troca de notas e moedas em escudos por outras expressas em euros, nomeadamente sobre o que dispõem os artigos 3º, 4º e 6º do Dec.-Lei nº 117/2001, de 17 de Abril. Entende-se, nesta medida, que esta troca não pode ser subordinada a qualquer restrição que a lei não preveja e que a exigência de comissões ou outra remuneração atenta contra o próprio curso legal da moeda.

WORKING PAPERS**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 Sarmento*
- 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*

2001

- 1/01** THE SURVIVAL OF NEW DOMESTIC AND FOREIGN OWNED FIRMS
— *José Mata, Pedro Portugal*
- 2/01** GAPS AND TRIANGLES
— *Bernardino Adão, Isabel Correia, Pedro Teles*
- 3/01** A NEW REPRESENTATION FOR THE FOREIGN CURRENCY RISK PREMIUM
— *Bernardino Adão, Fátima Silva*
- 4/01** ENTRY MISTAKES WITH STRATEGIC PRICING
— *Bernardino Adão*
- 5/01** FINANCING IN THE EUROSISTEM: FIXED VERSUS VARIABLE RATE TENDERS
— *Margarida Catalão-Lopes*
- 6/01** AGGREGATION, PERSISTENCE AND VOLATILITY IN A MACROMODEL
— *Karim Abadir, Gabriel Talmain*
- 7/01** SOME FACTS ABOUT THE CYCLICAL CONVERGENCE IN THE EURO ZONE
— *Frederico Belo*
- 8/01** TENURE, BUSINESS CYCLE AND THE WAGE-SETTING PROCESS
— *Leandro Arozamena, Mário Centeno*
- 9/01** USING THE FIRST PRINCIPAL COMPONENT AS A CORE INFLATION INDICATOR
— *José Ferreira Machado, Carlos Robalo Marques, Pedro Duarte Neves,
Afonso Gonçalves da Silva*
- 10/01** IDENTIFICATION WITH AVERAGED DATA AND IMPLICATIONS FOR HEDONIC REGRESSION STUDIES
— *José A.F. Machado, João M.C. Santos Silva*