

Banco de Portugal

Boletim económico

Dezembro de 2002

Textos de política e situação económica

- **Perspectivas da economia portuguesa para 2003 e 2004**..... 5

Artigos

- **Índices de preços hedónicos de automóveis ligeiros de passageiros novos em Portugal (1997-2001)** 21
- **Nota sobre uma lei “explosiva”** 27
- **Análise de persistência no mercado accionista português: os efeitos de fim-de-semana e de feriado** .. 31

Cronologia das principais medidas financeiras

- **Janeiro a Dezembro de 2002** I

Working papers

- **1998 a 2002** i

Estudos Económicos

Volume 8

Número 4

Textos de política e situação económica

PERSPECTIVAS DA ECONOMIA PORTUGUESA PARA 2003 E 2004

1. INTRODUÇÃO

Este artigo apresenta as projecções macroeconómicas do Banco de Portugal para os anos de 2003 e 2004. Estas projecções foram desenvolvidas no âmbito do exercício de previsão do Outono do Euro-sistema, preparado conjuntamente por especialistas do Banco Central Europeu (BCE) e dos Bancos Centrais Nacionais, cujos resultados principais para a área do euro foram divulgados no *Boletim Mensal* de Dezembro do BCE. Na preparação destas projecções foi usada informação disponível até meados de Novembro. As projecções agora divulgadas referem-se ao horizonte completo do exercício do Outono do Euro-sistema. Em termos de apresentação, contudo, neste artigo será dada uma

especial atenção à projecção para 2003, devido à maior incerteza associada a uma previsão a dois anos.

As projecções do Banco de Portugal para 2003 apontam para um crescimento do produto no intervalo de $\frac{1}{4}$ a $1\frac{1}{4}$ por cento (Quadro 1 e Gráfico 1). Para 2004 projecta-se um crescimento do produto no intervalo de 1 a $2\frac{1}{2}$ por cento. No que respeita à evolução da inflação, projecta-se que a variação média anual do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC)⁽¹⁾ se situe entre 2.4 e 3.4 por cento, em 2003, e entre 1.4 e 2.9 por cento, em 2004.

Os valores projectados para a inflação representam uma clara diminuição em relação à taxa de va-

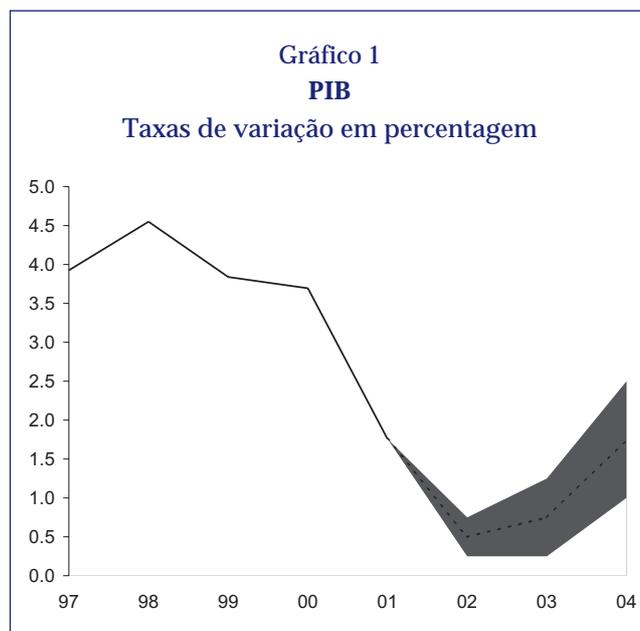
Quadro 1

PROJECÇÕES DO BANCO DE PORTUGAL
Taxas de variação em percentagem

	2001	Projecção actual			Por memória: BE Jun/2002	
		2002 ^(a)	2003	2004	2002	2003
Consumo privado	1.0	[0 ; $\frac{3}{4}$]	$[\frac{1}{4} ; 1\frac{1}{4}]$	[1 ; $2\frac{1}{2}$]	$[\frac{1}{2} ; 1\frac{1}{2}]$	$[\frac{1}{4} ; 2\frac{1}{4}]$
Consumo público	2.9	1.5	-1.0	-0.5	0.9	0.1
Formação Bruta de Capital Fixo	-0.4	[-5 ; -3]	$[-4\frac{1}{4} ; -\frac{1}{4}]$	$[-2\frac{1}{4} ; 3\frac{3}{4}]$	[-5 ; -3]	[-2 ; 2]
Procura interna	1.1	$[-\frac{3}{4} ; -\frac{1}{4}]$	$[-\frac{3}{4} ; \frac{1}{4}]$	$[\frac{1}{4} ; 1\frac{3}{4}]$	$[-\frac{3}{4} ; \frac{1}{4}]$	$[-\frac{1}{4} ; 1\frac{3}{4}]$
Exportações	1.7	[1 ; 2]	$[5 ; 6\frac{1}{2}]$	$[6 ; 8\frac{1}{2}]$	[1 ; $2\frac{1}{2}$]	$[5\frac{3}{4} ; 8\frac{3}{4}]$
Procura global	1.3	$[-\frac{1}{4} ; \frac{1}{4}]$	$[\frac{1}{2} ; 1\frac{1}{2}]$	$[1\frac{3}{4} ; 3\frac{1}{4}]$	$[-\frac{1}{4} ; \frac{3}{4}]$	[1 ; 3]
Importações	0.1	$[-2\frac{1}{4} ; -\frac{1}{4}]$	$[\frac{1}{4} ; 3\frac{1}{4}]$	$[2 ; 6\frac{1}{2}]$	$[-1\frac{1}{2} ; \frac{1}{2}]$	[2 ; 6]
PIB	1.8	$[\frac{1}{4} ; \frac{3}{4}]$	$[\frac{1}{4} ; 1\frac{1}{4}]$	[1 ; $2\frac{1}{2}$]	[0 ; 1]	$[\frac{1}{2} ; 2\frac{1}{2}]$
Balança corrente + balança de capital (% PIB)	-8.4	$[-6\frac{1}{2} ; -5\frac{1}{2}]$	[-6; -4]	$[-5\frac{1}{2} ; -2\frac{1}{2}]$	$[-6\frac{1}{2} ; -5]$	$[-6\frac{1}{2} ; -3\frac{1}{2}]$
Índice Harmonizado de Preços no Consumidor	4.4	3.7	[2.4 ; 3.4]	[1.4 ; 2.9]	[3.5 ; 4.5]	[2.0 ; 4.0]

Nota:

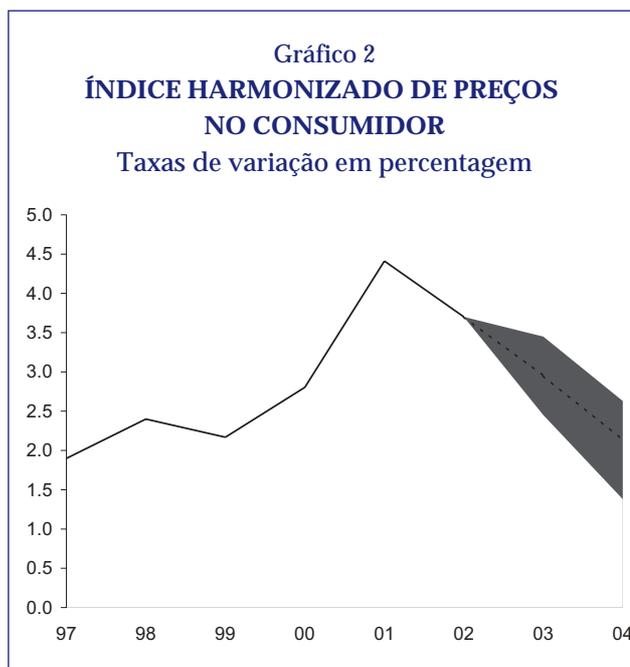
(a) As estimativas agora publicadas para 2002 não correspondem exactamente às apresentadas no *Boletim Económico* de Setembro, que se basearam em informação disponível até 16 de Outubro. As pequenas diferenças são fundamentalmente explicadas pela incorporação de nova informação referente às administrações públicas, não correspondendo, portanto, a uma reavaliação global das estimativas. Esta reavaliação será efectuada no *Boletim Económico* de Março.



riação observada em 2002, que se deverá situar em cerca de 3.7 por cento (Quadro 1 e Gráfico 2). A esperada redução da inflação é justificada quer pelo posicionamento cíclico da economia portuguesa, que deverá condicionar a evolução das margens de lucro e dos salários, quer também pelas hipóteses relativamente favoráveis do exercício do Euro-sistema, nomeadamente no que respeita à evolução dos preços de importação de bens de consumo em 2002 e 2003. Ao longo de 2003, a taxa de inflação deverá ser ainda influenciada por significativos efeitos de base, já que as taxas de variação homóloga deixarão de incluir os impactos ascendentes associados, por um lado, ao processo de conversão em euros de preços em escudos, verificado no início de 2002, e, por outro lado, ao aumento da taxa normal do IVA, que produziu efeitos a partir de Junho de 2002.

A projecção de crescimento do PIB para 2003 tem subjacente uma nova redução da procura interna, em termos reais, embora menos acentuada do que a estimada para 2002. Para 2004 já se prevê um crescimento positivo moderado da procura interna. A evolução em 2003 reflecte um crescimento

(1) Estas projecções de inflação foram efectuadas tendo como referência a actual série do IHPC. Refira-se que o INE irá proceder a uma revisão da estrutura do índice a partir do Inquérito aos Orçamentos Familiares de 2000. Esta revisão terá efeito a partir de Janeiro de 2003, não sendo possível antecipar desde já o seu impacto.



marginalmente positivo da procura interna privada e a hipótese de variações negativas, em termos reais, para o consumo e o investimento públicos, em resultado da necessidade de consolidação orçamental. As exportações de bens e serviços deverão ser o componente da procura global a registar o crescimento mais significativo, no intervalo de 5 a 6½ por cento, o que reflecte, no essencial, a hipótese de que se verificará em 2003 uma significativa melhoria no enquadramento externo da economia portuguesa. Em resultado da projectada recuperação da procura global, as importações deverão variar positivamente em 2003, em termos reais, ao contrário do estimado para 2002. Para 2004, em linha com a hipótese de continuação do fortalecimento da procura externa dirigida à economia portuguesa, projecta-se uma nova aceleração das exportações. No que respeita à procura interna, continuam a assumir-se crescimentos negativos do consumo e investimento públicos, embora menos acentuados do que em 2003, e alguma recuperação do consumo e investimento privados. O crescimento das importações deverá aumentar, embora mantendo-se claramente inferior ao das exportações.

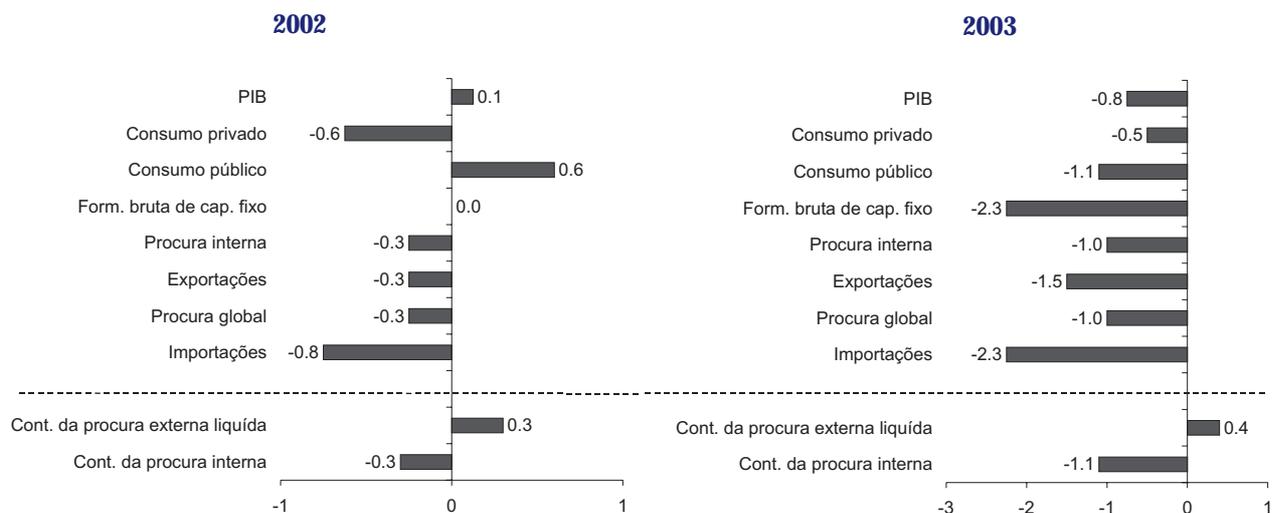
A evolução prevista das exportações e das importações deverá permitir uma redução do défice da balança de bens e serviços no horizonte de previsão, o que deverá contribuir para que prossiga a redução das necessidades de financiamento externo da economia portuguesa. A projecção do défice

conjunto da balança corrente e da balança de capital situa-se no intervalo de 4 a 6 por cento do PIB em 2003 e de 2½ a 5½ por cento do PIB em 2004. Deste modo, perspectiva-se o prosseguimento em 2003 e 2004, nos seus traços essenciais, do processo gradual de ajustamento do comportamento dos agentes económicos privados residentes (famílias e empresas) iniciado em 2000. Este processo tem-se traduzido, nomeadamente, no crescimento da procura interna privada a uma taxa inferior à do produto e pela atenuação do ritmo de endividamento bruto do sector privado, depois do significativo aumento observado nos últimos anos da década de 90. O impacto sobre o crescimento económico deste processo de ajustamento é, aliás, reforçado, no curto e médio prazos, pela necessidade de proceder à consolidação das finanças públicas.

Comparativamente com as projecções para 2003 apresentadas no *Boletim Económico* de Junho, as actuais projecções correspondem a uma revisão em baixa do crescimento económico, conforme se pode observar no Gráfico 3. Esta revisão é muito significativa — cerca de ¾ pontos percentuais (p.p.), se forem considerados os valores centrais dos intervalos de previsão de Junho e de Dezembro. A revisão da projecção do crescimento do produto é explicada por três factores principais. Em primeiro lugar, uma das hipóteses cruciais neste

exercício de previsão é a referente ao crescimento dos mercados externos da economia portuguesa. Como se verá na secção seguinte, em consequência de um enquadramento externo mais desfavorável para a economia portuguesa, verificou-se uma revisão em baixa do crescimento das exportações. Em segundo lugar, a inclusão de nova informação sobre as finanças públicas e a necessidade de garantir um défice das contas das administrações públicas inferior ao limite de 3 por cento do PIB determinaram uma revisão significativa em baixa do consumo e do investimento públicos para 2003. Finalmente, em terceiro lugar, é de referir que, embora as actuais estimativas para o crescimento económico em 2002 sejam próximas das publicadas no *Boletim Económico* de Junho, se registaram alterações em termos de composição da despesa, sendo de assinalar a revisão em baixa da procura interna privada — em particular no que se refere ao consumo de bens duradouros e ao investimento — e as revisões em alta da despesa final das administrações públicas.⁽²⁾ As novas estimativas para a evolução da procura interna privada em 2002 produzem efeitos de *carry-over* nas projecções para 2003, que se reflectem em revisões em baixa relativamente ao exercício anterior. Por contraste, apesar do seu maior dinamismo em 2002, as despesas das administrações públicas são igualmente revis-

Gráfico 3
REVISÃO DAS PROJEÇÕES RELATIVAMENTE AO BOLETIM ECONÓMICO DE JUNHO ^(a)
Pontos percentuais



tas em baixa, num contexto de consolidação orçamental.⁽³⁾

2. HIPÓTESES SUBJACENTES ÀS PROJECCÕES

As actuais projecções para a economia portuguesa foram preparadas no âmbito do exercício de projecções macroeconómicas do Outono do Euro-sistema, conduzido conjuntamente por especialistas do BCE e dos bancos centrais nacionais da área do euro. Uma síntese das projecções para a área do euro foi apresentada no *Boletim Mensal* de Dezembro de 2002 do BCE. Estas projecções têm por base um conjunto de hipóteses comuns para taxas de juro, taxas de câmbio, preços das matérias-primas e evolução da economia internacional.⁽⁴⁾ No que se refere à taxa de juro de curto prazo e às taxas de câmbio bilaterais do euro, a hipótese técnica assumida é a manutenção ao longo do horizonte de previsão dos níveis observados no período imediatamente anterior à data de fecho da informação (que ocorreu em meados de Novembro). A hipótese assumida para a taxa de juro de longo prazo baseou-se nas expectativas de mercado, o que se traduz num perfil ligeiramente ascendente ao longo do horizonte de previsão. No que diz respeito aos preços das principais matérias-primas nos mercados internacionais, as hipóteses assumidas baseiam-se nas trajectórias implícitas nos mercados

de futuros. Em conformidade, admite-se que os preços mundiais do petróleo, em dólares dos EUA, registem uma quebra de 10 por cento ao longo do horizonte de previsão. Em contrapartida, assumiu-se que os preços das matérias-primas não energéticas aumentem tanto em 2003 como em 2004, invertendo, assim, a acentuada descida observada em 2001.

No que se refere ao enquadramento internacional, este exercício de projecção assumiu que o crescimento do PIB fora da área do euro se situe em cerca de 3 por cento em 2002, valor superior à taxa de crescimento de 2.3 por cento registada em 2001, aumentando para 3.5 por cento em 2003 e para 4.5 por cento em 2004. Nos Estados Unidos admite-se que o crescimento se fortalecerá de forma gradual em 2003 e que permanecerá forte em 2004, apesar de se esperarem taxas de crescimento inferiores às observadas no final da década de 90. No caso da economia japonesa não se admite que ocorram alterações significativas no comportamento da economia ao longo do período de previsão, enquanto que, para o Reino Unido, é assumido um crescimento mais robusto, tal como na generalidade das outras economias desenvolvidas. Entre as economias emergentes, espera-se que as economias asiáticas continuem a beneficiar de uma expansão rápida, enquanto que se admite a manutenção de um fraco ritmo de crescimento na América Latina. Para os países candidatos a integrarem a União Europeia e a generalidade das outras economias em transição, assumem-se crescimentos relativamente fortes. De forma consistente com as hipóteses sobre a evolução da actividade económica, considera-se que o crescimento dos mercados externos de exportação da área do euro recuperará gradualmente ao longo de 2003, para 5.5 por cento, em termos médios anuais, o que constitui uma aceleração significativa em relação ao valor de 2.2 por cento de 2002. Para 2004 projecta-se uma nova aceleração, para cerca de 7 por cento.

Na elaboração das projecções relativas à evolução dos mercados externos relevantes para a economia portuguesa há ainda a considerar o crescimento previsto para as restantes economias da área do euro, que representam cerca de dois terços do comércio externo português. Recorde-se que o presente exercício assegura a consistência entre a previsão efectuada para cada uma das economias nacionais que constituem a área do euro e a procu-

(2) Em relação às projecções da Primavera, o menor contributo da procura interna para o crescimento foi compensado por um maior contributo da procura externa líquida. Apesar de o crescimento das exportações se situar abaixo do então projectado, o crescimento das importações foi revisto significativamente em baixa, reflectindo a já referida evolução dos componentes da procura global com maior conteúdo importado.

(3) No *Boletim Económico* de Setembro, o Banco de Portugal apresentou um intervalo de previsão de 4.5 a 4.7 por cento para a taxa de desemprego em 2002. Posteriormente, foram divulgados os resultados do Inquérito ao Emprego referentes ao terceiro trimestre do ano, em que se registou um valor de 5.1 por cento. Nestas circunstâncias, o valor para a taxa de desemprego em 2002 deverá ficar ligeiramente acima do limite superior de previsão apresentado pelo Banco de Portugal. Porém, esta revisão não teve grande efeito nas estimativas de actividade e despesa para 2002, dada a natureza da subida não antecipada. A este propósito, veja-se a Caixa 1: *Evolução recente da taxa de desemprego*.

(4) Para mais informações sobre os procedimentos e técnicas utilizadas pode consultar-se "A *guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*" (Guia das projecções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosystem), publicada em Junho de 2001 pelo BCE.

Quadro 2

**PROJECCÕES DO OUTONO
PARA A ÁREA DO EURO**

Taxas de variação em percentagem

	Projeções			
	2001	2002	2003	2004
Consumo privado	1.9	[0.4 ; 0.8]	[1.1 ; 2.1]	[1.5 ; 3.1]
Consumo público	1.9	[1.3 ; 2.5]	[0.7 ; 1.7]	[0.8 ; 1.8]
Formação Bruta de Capital Fixo	-0.4	[-2.9 ; -1.9]	[-0.6 ; 2.4]	[1.4 ; 4.6]
Exportações	3.0	[-0.9 ; 1.9]	[2.4 ; 5.6]	[3.9 ; 7.1]
Importações	1.5	[-2.4 ; 0.2]	[2.6 ; 6.0]	[4.1 ; 7.5]
PIB	1.5	[0.6 ; 1.0]	[1.1 ; 2.1]	[1.9 ; 2.9]
Índice Harmonizado de Preços no Consumidor	2.5	[2.1 ; 2.3]	[1.3 ; 2.3]	[1.0 ; 2.2]

Fonte: *Boletim Mensal* do BCE de Dezembro.

ra externa dirigida à economia portuguesa. Conforme foi divulgado pelo BCE no *Boletim Mensal* de Dezembro, a taxa de crescimento do PIB estimada para 2002 na área do euro reflecte os efeitos de *carry-over* resultantes das reduzidas taxas de crescimento observadas no segundo semestre de 2001. Com efeito, o Eurosistema projecta para 2002 um crescimento do PIB na área do euro no intervalo de 0.6 por cento a 1.0 por cento, após uma variação de 1.5 por cento em 2001. Para 2003 e 2004, as projecções do Eurosistema apontam para crescimentos entre 1.1 e 2.1 por cento e entre 1.9 e 2.9 por cento, respectivamente (ver Quadro 2). Reflectindo esta evolução, as importações (incluindo as referentes ao comércio intra-área), após registarem uma variação provavelmente negativa em 2002 (entre -2.4 e +0.2 por cento), deverão apresentar crescimentos já significativos, entre 2.6 e 6.0 por cento em 2003 e entre 4.1 e 7.5 por cento em 2004.

Em resultado, estima-se que a procura externa de bens e serviços relevante para a economia portuguesa tenha tido uma variação ligeiramente negativa em 2002, esperando-se que, em 2003 e 2004, recupere para crescimentos próximos de 5 e de 6½ por cento, respectivamente. Apesar desta recuperação, é de referir que a taxa de crescimento agora projectada para 2003 se situa cerca de 1 p.p. abaixo do valor considerado no exercício da Primavera do Eurosistema.

Além das hipóteses relativas ao enquadramento externo, foi ainda assumido um conjunto de hi-

póteses sobre a evolução das finanças públicas, baseado, em grande medida, na informação contida no Orçamento de Estado para 2003, embora tendo em conta a diferença entre o cenário macroeconómico apresentado no Relatório do Orçamento de Estado e o agora divulgado pelo Banco de Portugal. Para 2004, foram consideradas algumas hipóteses adicionais, por forma a garantir que o défice das contas das administrações públicas fosse inferior a 3 por cento do PIB neste ano. No que respeita a 2003, saliente-se, pelos seus efeitos na projecção da inflação, que se admite a concretização da possibilidade de aumento do Imposto sobre Produtos Petrolíferos, implícita no Orçamento de Estado para 2003.

3. PERSPECTIVAS PARA A ECONOMIA PORTUGUESA EM 2003

3.1. Actividade económica

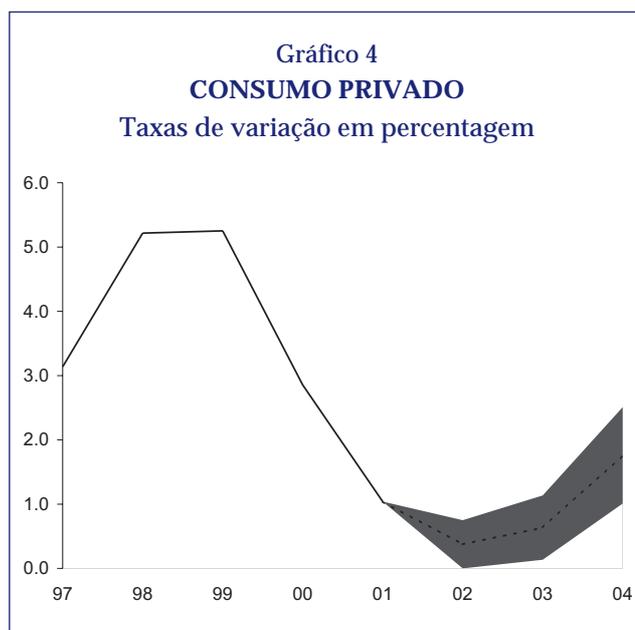
As projecções agora apresentadas neste *Boletim Económico* apontam para que, em 2003, a economia portuguesa possa apresentar, em termos médios anuais, um ritmo de crescimento próximo do estimado para 2002, embora, em termos intra-anuais, esteja implícita uma aceleração da actividade ao longo de 2003. Estas perspectivas de crescimento muito moderado reflectem, sobretudo, a falta de dinamismo da procura interna. Pelo contrário, as exportações deverão evidenciar um ritmo de cres-

cimento significativo, caso se concretize a recuperação da procura externa relevante para a economia portuguesa, como considerado nas hipóteses técnicas do exercício do Eurosistema. Para 2003, e na sequência do que já aconteceu em 2002, esperam-se um contributo negativo da procura interna e um contributo positivo da procura externa líquida para o crescimento económico, quantitativamente próximos dos registados no ano anterior.

Para 2004 projecta-se uma recuperação da taxa de crescimento do produto, que se deverá situar no intervalo de 1 a 2½ por cento. Um contributo importante para esta evolução é dado pela aceleração das exportações, se as hipóteses sobre o enquadramento externo da economia portuguesa se concretizarem. A procura interna deverá continuar a apresentar um crescimento inferior ao do PIB, mas o consumo e o investimento privados já deverão apresentar variações claramente positivas. Contudo, a necessária continuação do processo de consolidação orçamental deverá determinar novas reduções, em termos reais, do consumo e investimento públicos, embora menos intensas do que em 2003.

Os factores que têm condicionado a expansão da procura interna no passado recente ainda continuarão a estar presentes em 2003 e, em menor grau, em 2004. Entre esses factores destaca-se, pelos seus efeitos na evolução da procura interna, a necessidade de promover a consolidação orçamental. Adicionalmente, o ajustamento da situação financeira das famílias e das empresas, após um período de forte expansão de investimento e de consumo, aliada a uma maior precaução na realização de despesas, num contexto de perspectivas económicas pouco favoráveis, são factores que tenderão a impedir uma aceleração mais pronunciada do consumo privado e a recuperação do investimento privado para terreno positivo já em 2003.

As exportações tenderão a exibir algum dinamismo à medida que se concretizar a reanimação do enquadramento externo da economia portuguesa, em linha com as hipóteses técnicas do exercício. Esta evolução reflectirá, sobretudo, o movimento de recuperação da procura externa, que se espera que atinja mais expressão na segunda metade de 2003. A evolução das exportações tenderá a exercer uma influência positiva sobre o consumo e investimento privados, constituindo a principal linha de força para a ligeira aceleração do produto que resulta destas projecções. De facto, em termos



intra-anuais, a projecção de crescimento económico para 2003 tem implícita uma aceleração da actividade económica ao longo do ano.

A evolução projectada para o consumo privado, em 2003, corresponde à continuação de um ritmo de crescimento muito moderado, apenas ligeiramente superior ao verificado em 2002 (Gráfico 4). Esta ténue aceleração resulta do efeito combinado de um pequeno abrandamento no consumo corrente e de uma redução do consumo de bens duradouros, embora menos acentuada do que em 2002. A continuação da redução do consumo de bens duradouros constitui uma das características mais marcantes do processo de ajustamento da despesa privada, que acontece na sequência da forte expansão do final dos anos 90.

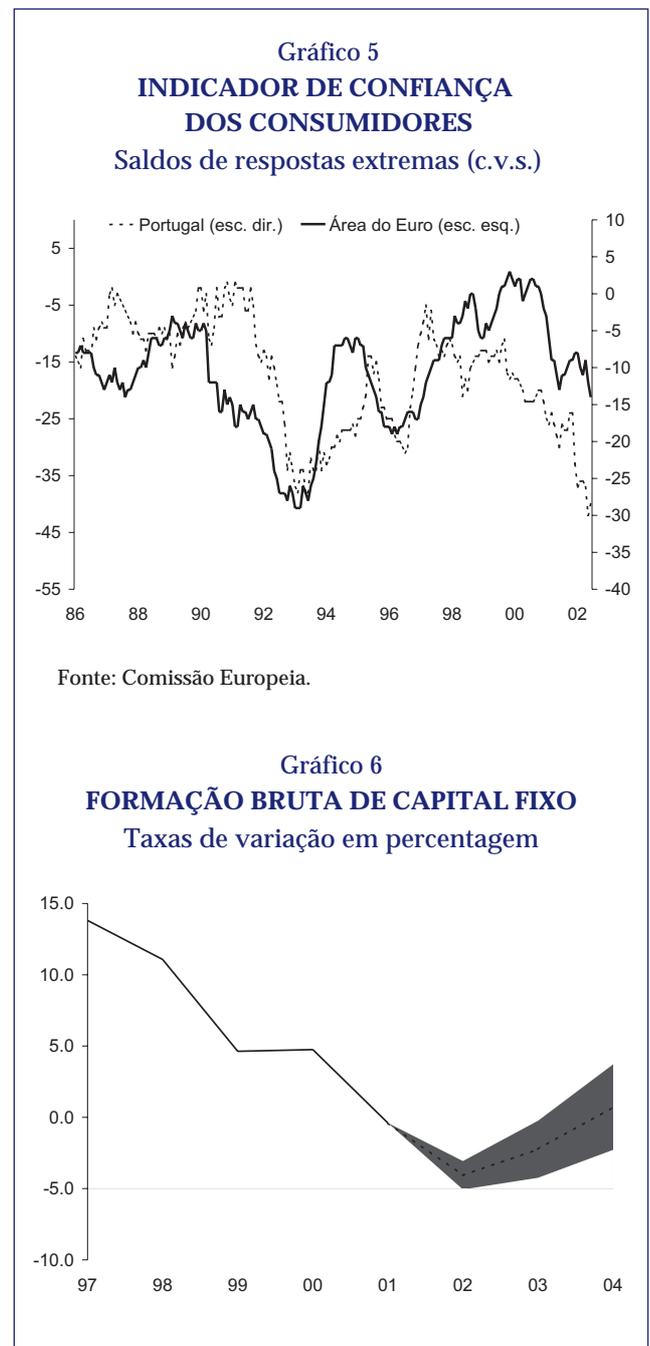
O fraco crescimento projectado para o consumo privado em 2003 tem subjacente um pequeno aumento do rendimento disponível, em termos reais, e uma estabilização da taxa de poupança dos particulares. O comportamento projectado para o rendimento disponível está associado a uma estabilização do nível de emprego global da economia, interrompendo-se a tendência de crescimento que se tem manifestado desde 1994. Adicionalmente, também condicionando a evolução do rendimento disponível, espera-se que se verifique em 2003 uma desaceleração dos salários reais por trabalhador, reflectindo essencialmente um contexto de agravamento da taxa de desemprego e as necessidades de consolidação orçamental. Refira-se ainda que, também contribuindo para limitar o cresci-

mento do rendimento disponível, se espera um maior crescimento dos impostos directos a pagar pelas famílias, decorrente, sobretudo, de uma redução dos reembolsos do IRS em 2003.⁽⁵⁾

Não obstante o fraco crescimento do rendimento disponível, esta projecção aponta para uma estabilização da taxa de poupança em 2003. A evolução da taxa de poupança reflecte, por um lado, um motivo de precaução dos particulares, associado a um agravamento das condições do mercado de trabalho, em particular no que se refere ao aumento previsível da taxa de desemprego. Adicionalmente, o elevado ritmo de crescimento do endividamento dos particulares no passado recente implica que uma parte do rendimento disponível tenha que ser forçosamente destinada ao pagamento das correspondentes amortizações. Este conjunto de factores encontra-se reflectido nas expectativas dos agentes económicos, como sugerido pelos indicadores de confiança. O Gráfico 5 apresenta a evolução do indicador de confiança⁽⁶⁾ em Portugal e na área do euro, ilustrando alguns pontos importantes sobre o actual sentimento dos consumidores em Portugal. Em primeiro lugar, é de destacar que, no caso português, o indicador registou uma queda bastante significativa e algo brusca nos meses de Maio e Junho, quando é possível que se tenha generalizado a consciência da inevitabilidade do processo de consolidação orçamental. De facto, foram então anunciadas um conjunto de medidas, nomeadamente o aumento da taxa normal do IVA de 17 para 19 por cento. Em segundo lugar, note-se que o indicador de confiança dos consumidores em Portugal atingiu os valores mais baixos da série em Outubro e Novembro de 2002, sugerindo mesmo uma avaliação mais negativa dos consumidores do que a verificada na recessão de 1993.⁽⁷⁾ Finalmente, é de referir que esta avaliação mais des-

(5) A actualização em Janeiro de 2002 das tabelas de retenção na fonte do IRS em 8 por cento, sem que tenha havido medidas efectivas de desagravamento neste imposto, diminuiu a receita em 2002. Em contrapartida, este efeito determinará um aumento da receita do IRS em 2003, visto que os reembolsos líquidos a pagar pelo Estado serão menores.

(6) A Comissão Europeia publica mensalmente os resultados de um inquérito conduzido em todos os Estados-membros destinado a avaliar o sentimento económico dos consumidores. A partir de respostas a quatro questões prospectivas desse inquérito (situação financeira, situação económica geral, expectativas de desemprego e poupança nos próximos doze meses) a Comissão apura o indicador de confiança dos consumidores.



favorável dos consumidores, apesar de ser generalizada às quatro componentes do indicador, é particularmente significativa naquela que se refere às expectativas de desemprego nos próximos 12 meses, ilustrando de uma forma clara a avaliação francamente desfavorável que as famílias perspectivam para a evolução do mercado de trabalho naquele período.

(7) Pelo contrário, os valores observados para o conjunto da área do euro situam-se apenas ligeiramente abaixo da média do indicador.

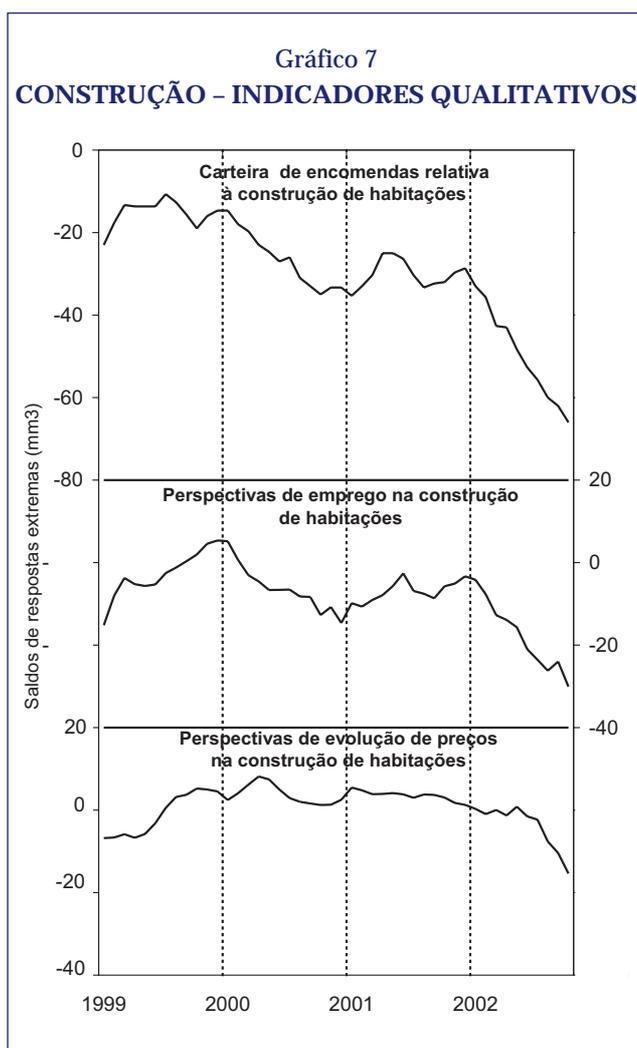
Quadro 3

CONSTRUÇÃO RESIDENCIAL

Percentagem média de respostas

	Nenhum obstáculo	Insuficiência de procura	Falta de pessoal qualificado
1999	39	31	55
2000	32	42	62
2001	21	49	53
2002 ^(a)	18	65	42

Nota: (a) Janeiro a Outubro.



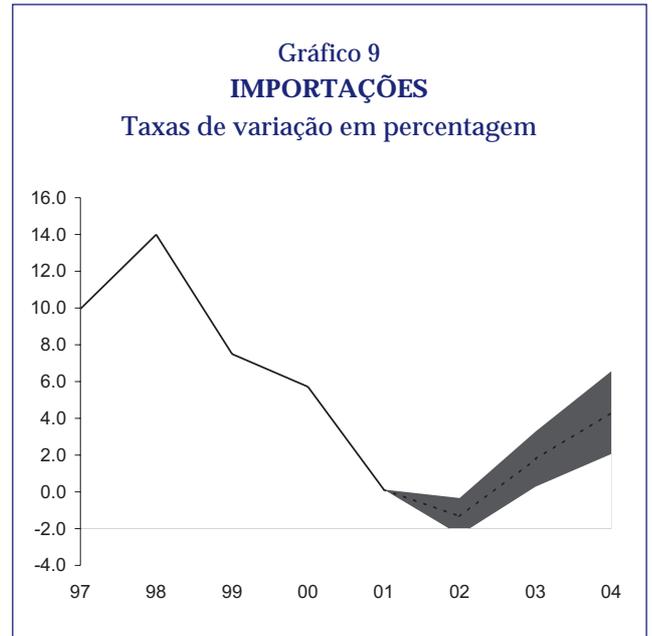
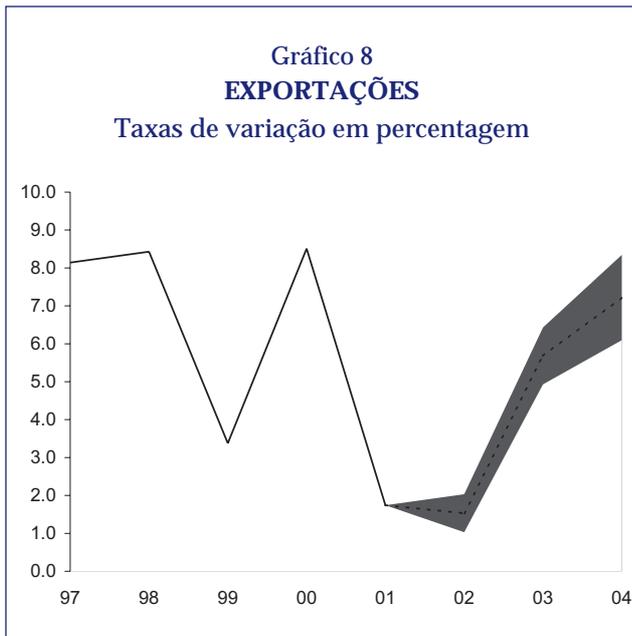
A actual projecção aponta para uma nova queda, em termos reais, do investimento em 2003, embora menos acentuada do que a estimada para 2002 (Quadro 1 e Gráfico 6). Esta evolução incorpora uma redução significativa do investimento público, após uma variação positiva em 2002, contemplando ainda uma redução, embora não tão acentuada como a estimada para 2002, do investimento privado, quer na sua vertente de investimento em habitação, quer na sua vertente de investimento empresarial.

A continuação em 2003 da evolução negativa do investimento residencial reflecte, em larga medida, o mesmo tipo de factores que afectam o comportamento do consumo privado, constituindo também uma das características principais do processo de ajustamento da economia portuguesa. Recorde-se que o investimento das famílias apresentou, num passado recente, taxas de crescimento muito elevadas, que não seria sustentável manter, em resultado do processo de transição para um re-

gime de inflação e taxas de juro mais baixas. Como se pode observar no Gráfico 7, as questões de natureza prospectiva do Inquérito de Conjuntura à Construção do INE relativas ao sector residencial apresentam tendências acentuadamente negativas. Aliás, é interessante notar, no mesmo inquérito, a alteração nas respostas das empresas do sector sobre obstáculos à actividade, passando a verificar-se uma clara predominância das empresas que referem a insuficiência da procura como um obstáculo à sua actividade quando, no passado recente, o falta de pessoal qualificado era o obstáculo mais frequentemente mencionado (Quadro 3).

A variação negativa do investimento empresarial projectada para 2003 tem subjacente a permanência do efeito de um conjunto de factores já anteriormente identificados, nomeadamente, a necessidade de reajustar o *stock* de capital para níveis mais consentâneos com a actual posição cíclica da economia, após um período de forte expansão no final da década de 90, e a necessidade de impedir uma progressão insustentável do endividamento das empresas. Contudo, a projecção do crescimento para 2003 aponta para uma variação menos negativa do que a ocorrida em 2002, fundamentalmente devido à melhoria esperada da envolvente externa da economia portuguesa. O impacto dessa melhoria nas expectativas dos agentes económicos e, sobretudo, a sua tradução em termos de um crescimento mais forte das exportações, constituem os elementos cruciais para que se verifique a progressiva recuperação do investimento empresarial.

A aceleração projectada para as exportações de bens e serviços (Quadro 1 e Gráfico 8) reflecte, es-



sencialmente, a hipótese assumida para o comportamento da procura externa relevante, referida na secção anterior e, em menor grau, um pequeno ganho de quotas de mercado, inferior ao que se estima ter ocorrido em 2002.⁽⁸⁾ A aceleração das exportações e a evolução, menos negativa em 2003 e moderadamente positiva em 2004, do consumo privado de bens duradouros e do investimento empresarial deverão conduzir a um crescente dinamismo das importações de bens e serviços, após a redução em 2002 (Quadro 1 e Gráfico 9). Ainda assim, o maior crescimento relativo das exportações de bens e serviços, combinado com uma pequena melhoria dos termos de troca, deverá permitir novas reduções no défice da balança de bens e serviços, tanto em 2003 como em 2004.

No horizonte de projecção, deverá manter-se a tendência de agravamento do défice da balança de rendimentos. Esta tendência é o reflexo natural do aumento do nível de endividamento dos agentes económicos internos no exterior, que permitiu no passado recente financiar a forte expansão da procura interna. Em todo o caso, a melhoria da balança de bens e serviços mais do que compensará a

deterioração que se espera que ocorra na balança de rendimentos, constituindo o principal factor para que diminuam globalmente as necessidades líquidas de financiamento externo da economia portuguesa. A projecção agora divulgada aponta para uma melhoria do saldo conjunto das balanças corrente e de capital, que se deverá situar, em 2003, no intervalo de -6 a -4 por cento do PIB, após um valor no intervalo de -6½ a -5½ em 2002. Em 2004, as necessidades de financiamento da economia face ao exterior deverão registar uma nova redução, para um valor no intervalo entre 2½ e 5½ por cento do PIB.

3.2. Inflação

Para 2003 e 2004, projectam-se reduções significativas da inflação, medida pela variação média anual do IHPC, para valores entre 2.4 e 3.4 por cento e entre 1.4 e 2.9 por cento, respectivamente. Estas projecções reflectem o posicionamento cíclico da economia portuguesa e a ausência de pressões inflacionistas no enquadramento externo da economia portuguesa. Durante 2003, em termos intra-anuais, espera-se uma trajectória relativamente marcada de redução da taxa de variação homóloga dos preços no consumidor, particularmente no início do segundo semestre. Para este perfil contribuirão factores especiais associados à dissipação de efeitos que levaram ao aumento da taxa de inflação em 2002, como foram, no início do ano, o processo de conversão em euros dos preços em

(8) A este respeito ver o artigo "A economia portuguesa em 2002" publicado no *Boletim Económico* de Setembro de 2002, onde se chama à atenção para a incerteza sobre as revisões dos resultados preliminares do comércio internacional publicados pelo INE. Em consequência, existe algum risco de imprecisão sobre as estimativas para 2002 das exportações e importações de mercadorias, o que naturalmente também condiciona os resultados obtidos para as projecções destas variáveis em 2003.

escudos e, em meados do ano, o aumento da taxa normal do IVA.

Depois de vários anos de forte crescimento salarial, deverá assistir-se ao longo do horizonte de projecção a uma desaceleração salarial significativa, reflectindo desfasadamente a evolução da actividade. Deste modo, de acordo com as projecções do Banco de Portugal, os salários reais em 2003 e 2004 crescerão menos do que em 2002 e o seu crescimento deverá ser inferior ao da produtividade, ao contrário do que aconteceu nos últimos anos.

A taxa de variação do deflator das importações de bens de consumo deve ter sido virtualmente nula em 2002, o que produzirá efeitos desfasados favoráveis nos preços no consumidor em 2003. Para 2003, projecta-se que os preços das importações de bens de consumo cresçam muito moderadamente (próximo de 1 por cento). Refira-se, no entanto, que esta evolução é em parte condicionada pela hipótese técnica de taxas de câmbio inalteradas ao longo do horizonte de previsão, na medida em que esta hipótese implica, em termos médios anuais, uma apreciação efectiva do euro em 2003.

Relativamente aos factores especiais que deverão contribuir para a trajectória decrescente da inflação ao longo de 2003, refira-se, em primeiro lugar, o efeito de base associado ao processo de conversão em euros de preços em escudos, e que deixará de afectar a taxa de variação homóloga do IHPC no início de 2003. Resultados publicados no *Boletim Económico* de Setembro de 2002 indicam que o impacto na variação homóloga do Índice de Preços no Consumidor, no primeiro trimestre de 2002, terá rondado os 0.2 pontos percentuais, com especial relevância no caso dos preços dos serviços (cerca de 0.5 p.p. naquele período).⁽⁹⁾

No que respeita ao efeito do aumento da taxa normal do IVA, que ocorreu em Junho de 2002, as projecções de inflação no âmbito deste exercício de previsão incorporam um impacto em termos médios anuais de cerca de +0.4 p.p. em 2003, o que compara com +0.2 p.p. em 2002. A informação disponível sugere que o impacto total do aumento da taxa normal do IVA no índice de preços no consumidor terá sido inferior ao inicialmente esperado (0.6 contra 0.8 por cento), o que aparentemente re-

flecte uma repercussão não integral do aumento da taxa normal do IVA (associada possivelmente a uma diminuição das margens de lucro em alguns sectores da economia, num contexto de fraco dinamismo do consumo privado). Adicionalmente, deverá ter-se verificado uma transmissão mais lenta do que o inicialmente assumido, contribuindo também desta forma para um impacto menor na taxa de inflação média de 2002.⁽¹⁰⁾ Não obstante as actuais projecções incorporarem um impacto associado ao aumento do IVA, em 2003, superior ao verificado em 2002, o efeito de base também deverá concorrer para a desaceleração dos preços ao longo de 2003, em particular a partir de Junho.

As projecções de inflação apresentadas neste Boletim incorporam um aumento dos preços no consumidor dos produtos energéticos, em 2003, superior ao registado em 2002. Em larga medida, este resultado está associado à concretização da possibilidade de aumento do Imposto sobre Produtos Petrolíferos que o Orçamento de Estado permite, visto que se assume a hipótese, consistente com as indicações do respectivo mercado de futuros, de uma ligeira redução, em média anual, do preço do petróleo bruto em dólares. Refira-se, ainda, a possibilidade de os preços de bens e serviços condicionados por procedimentos de natureza administrativa virem a registar aumentos mais acentuados de preços do que os incluídos nesta projecção, devido à necessidade de promover a consolidação orçamental através da limitação das transferências públicas para algumas das empresas produtoras destes bens e serviços.

Espera-se que a inversão do comportamento recente dos preços nos serviços constitua um elemento crucial para a redução da inflação em 2003. Efectivamente, desde 1999, tem-se vindo a verificar uma aceleração dos preços dos serviços no consumidor, devendo a respectiva taxa de variação média anual situar-se na vizinhança dos 6 por cento em 2002 (4.7 por cento, no ano anterior). Em resultado, o diferencial de crescimento de preços nos serviços e nos bens assumiu, em 2002, um valor muito elevado. É um facto que os referidos factores especiais terão tido uma repercussão particularmente forte nos preços dos serviços. Contudo,

(9) Ver artigo "Análise do impacto da conversão de escudos em euros", *Boletim Económico* de Setembro de 2002.

(10) Ver "Caixa 2: Inflação em 2002 - Desvio em relação à projecção anterior" no artigo sobre a economia portuguesa do *Boletim Económico* de Setembro.

os fortes crescimentos dos preços dos serviços são difíceis de conciliar com o enfraquecimento da procura interna e com a desaceleração salarial admitida em 2002. Assim, é possível que, perante o abrandamento da actividade económica, em alguns sectores de serviços, com mercados pouco abertos à concorrência, se tenha procurado compensar momentaneamente a desaceleração da procura e/ou a pior situação financeira de algumas empresas com aumentos dos preços praticados.

4. AVALIAÇÃO DOS FACTORES DE RISCO E CONCLUSÕES

Um dos principais factores de risco para a projecção de crescimento económico reside na incerteza que rodeia a evolução da situação económica internacional e, conseqüentemente, do enquadramento externo da economia portuguesa. Dois elementos merecem ser destacados a este respeito. Por um lado, as sucessivas revisões em baixa do crescimento económico e do comércio mundial têm-se traduzido em revisões para baixo da procura externa dirigida à economia portuguesa. Por outro lado, não pode ser de todo afastada a possibilidade de se agravarem factores de tensão internacional, nomeadamente com a eclosão de conflitos armados, com efeitos muito difíceis de anteciper sobre a situação económica internacional. Em todo o caso, ambos os elementos sugerem riscos de revisão em baixa da procura externa relevante para a economia portuguesa, com conseqüências para a projecção do crescimento do PIB, em particular em 2003 (ver Caixa 2: *Um cenário externo mais desfavorável em 2003*).

Outro factor de risco fundamental para o crescimento está associado aos efeitos sobre a procura

interna do inevitável esforço de consolidação orçamental. Em particular, o recurso, em 2002, a medidas extraordinárias e transitórias com um impacto temporário sobre o saldo global das administrações públicas torna indispensável a adopção de medidas adicionais em 2003, no caso de a projecção de crescimento económico apresentada neste *Boletim Económico* se concretizar.

A avaliação dos riscos associados ao comportamento da inflação é, ao contrário do que acontece com a evolução da actividade económica, mais equilibrada. Numa situação de maior fragilidade da evolução da actividade económica, é de esperar uma evolução mais moderada dos salários e da procura interna e, em última instância, dos preços no consumidor. Em sentido oposto, e relacionado com as necessidades de consolidação orçamental, refira-se a possibilidade dos preços sujeitos a procedimentos administrativos poderem vir a registar aumentos superiores aos incorporados no cenário central desta previsão. É de salientar igualmente, enquanto fonte de risco no sentido ascendente, a possibilidade de persistir, ainda por mais algum tempo, a resistência à desaceleração dos preços dos serviços, na sequência dos aumentos muito significativos registados ao longo de 2002. Refira-se, finalmente, que a evolução do preço do petróleo nos mercados internacionais e a possibilidade dos preços dos bens alimentares não transformados poderem ter evoluções distintas das assumidas nestas projecções constituem importantes elementos de incerteza para a projecção da inflação.

Texto redigido em Dezembro de 2002, com base em valores de um exercício de projecção que utilizou informação de meados de Novembro de 2002.

Caixa 1: EVOLUÇÃO RECENTE DA TAXA DE DESEMPREGO

Conforme tem sido referido nos “Indicadores de Conjuntura”, o apuramento estatístico do Inquérito ao Emprego foi objecto de algumas alterações a partir do primeiro trimestre de 2002, na sequência da incorporação dos resultados do Censo de 2001. Essas alterações expressam-se, nomeadamente, na utilização de novos ponderadores demográficos para extrapolar os resultados amostrais obtidos.

No Quadro 1 apresentam-se os fluxos trimestrais de entrada e saída do desemprego, em amostra constante. Em cada trimestre uma parcela da amostra (1/6) é renovada, o que origina algum ruído amostral quando se analisam os apuramentos do Inquérito. Para eliminar os efeitos deste ruído resultante das rotações de amostra, os fluxos de entrada e saída do desemprego foram calculados considerando apenas o componente comum (5/6) nas amostras de cada dois trimestres consecutivos. Dos valores assim obtidos, é possível retirar algumas indicações interessantes sobre o comportamento recente da taxa de desemprego, entre as quais se destaca o facto de todos os (quatro) fluxos considerados — do emprego para o desemprego, da inactividade para o desemprego, do desemprego para o emprego e do desemprego para a inactividade — terem contribuído para aumentar o desemprego no terceiro trimestre de 2002. Porém, destaca-se claramente a contribuição do fluxo da inactividade para o desemprego. Apesar deste último resultado poder reflectir parcialmente factores de natureza sazonal, a sua magnitude sugere que uma das formas mais importantes de crescimento recente do desemprego está relacionada com a maior dificuldade por parte de inactivos na obtenção de emprego, nomeadamente, para aqueles que concluíram ou abandonaram os seus estudos no final do ano lectivo transacto. De referir que o impacto negativo no rendimento disponível deste maior crescimento do desemprego — mais baseado na passagem de inactivos para o desemprego do que em fluxos do emprego para o desemprego — não é suficientemente significativo para alterar as estimativas para 2002 de crescimento económico e de variação das principais componentes da despesa, nomeadamente, do consumo privado.

Quadro 1

FLUXOS TRIMESTRAIS DE ENTRADA E SAÍDA NO DESEMPREGO EM 2002

Em percentagem da população activa

	T1	T2	T3
Fluxos de entrada no desemprego ^(a)	1.7	1.7	2.2
Emprego-Desemprego	0.8	0.8	1.0
Inactividade-Desemprego	0.9	0.9	1.2
Fluxos de saída do desemprego ^(a)	1.7	1.9	1.8
Desemprego-Emprego	1.0	1.0	1.0
Desemprego-Inactividade	0.7	0.8	0.8
Fluxos líquidos de entrada no desemprego ^(a)	0.1	-0.1	0.4
Outros factores ^(b)		0.2	0.2
Variação da taxa de desemprego		0.1	0.6
Por memória:			
Taxa de desemprego	4.5	4.5	5.1

Notas:

(a) Considerando o componente comum da amostra do trimestre t e do trimestre $t-1$, e utilizando os ponderadores populacionais do trimestre t .

(b) Determinados de forma residual. Incluem nomeadamente os efeitos da irregularidade de natureza amostral.

Caixa 2: UM CENÁRIO EXTERNO MAIS DESFAVORÁVEL EM 2003

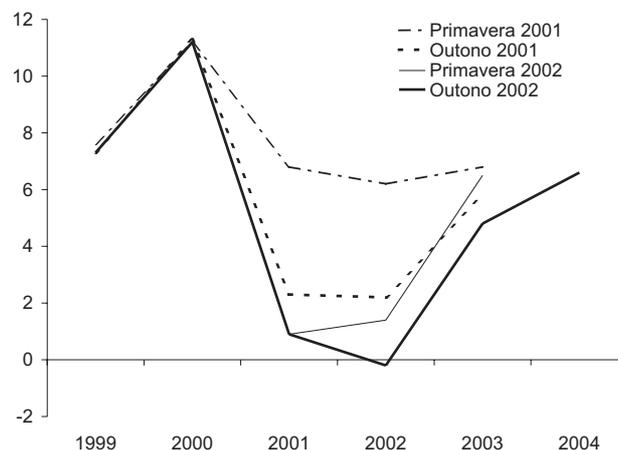
A experiência recente tem mostrado sucessivas revisões em baixa do crescimento económico mundial e da área do euro, conduzindo, conseqüentemente, a revisões, também em baixa, da procura externa relevante para a economia portuguesa, como se pode ver no Gráfico 1. Este facto sugere que uma possível revisão em baixa do crescimento dos mercados externos deve ser considerado um importante elemento de risco, com potenciais efeitos negativos sobre a economia portuguesa.

Como foi referido na secção 2 do texto principal do artigo, as projecções para a economia portuguesa assentam na hipótese de um crescimento da procura externa, em 2003, de cerca de 5 por cento. Este crescimento é obtido através da ponderação do crescimento projectado para as importações de cada economia de acordo com o respectivo peso nas exportações portuguesas.

Refira-se, a propósito, que tendo em consideração os riscos descendentes para a actividade da área do euro, e já depois da finalização do exercício de projecções macroeconómicas do Outono de 2002 do Eurosistema, o Conselho de Governadores decidiu, em 5 de Dezembro passado, reduzir em 0.5 p.p. as taxas de juro de referência do BCE. Esta decisão foi justificada por um acentuar da evidência que aponta para uma redução das pressões inflacionistas, num contexto em que os riscos descendentes para o crescimento económico na área do euro não se desvaneceram. Com a alteração das taxas de juro de referência do BCE, as taxas de juro de curto prazo também se alteraram desde a data de encerramento da informação.⁽¹⁾ Na prática essa alteração começou a verificar-se ainda antes da decisão do Conselho de Governadores do BCE (Gráfico 2).

Nesta Caixa pretende-se avaliar os efeitos para a economia portuguesa de um cenário de crescimento mais fraco da procura externa em 2003. Com esse objectivo, considerou-se que a procura externa dirigida à economia portuguesa, em vez de crescer cerca de 5 por cento em 2003, cresceria apenas 2.5 por cento (após uma variação virtualmente nula em 2002). Neste cenário alternativo, teve-se ainda em conta a recente alteração das taxas de juro do BCE. Naturalmente, os efeitos desfavoráveis na actividade económica da hipótese alternativa de evolução da procura externa superam os efeitos associados à descida das taxas de juro. O Gráfico 3 evidencia as diferenças em pontos percentuais entre as taxas de crescimento para 2003 projectadas neste cenário alternativo globalmente mais desfavorável e as projecções correspondentes ao cenário de base, tomando como referência os valores centrais dos intervalos de projecção. Conforme se pode observar, relativamente ao cenário de base, o impacto destas duas hipóteses determinaria uma redução em 0.4 p.p. da taxa de variação do PIB em 2003. Para esta diferença contribui, sobretudo, a forte revisão em baixa do crescimento das exportações, variável directamente afectada pela comportamento dos mercados externos, e, em segundo lugar, a revisão também em baixa do crescimento do investimento. A reacção desta variável está associada à sua elevada sensibilidade à evolução do produto que mais do que compensa o efeito da descida das taxas de juro. O mesmo tipo de reacção pode ser observado no consumo privado embora de uma forma mais moderada. De referir ainda que o impacto negativo sobre a procura global determina uma revisão

Gráfico 1
PROCURA EXTERNA RELEVANTE PARA A ECONOMIA PORTUGUESA
Taxas de variação em percentagem



(1) Como referido na secção 2 do artigo, as projecções foram baseadas num conjunto de hipóteses técnicas, com base na informação disponível até meados de Novembro, entre as quais se incluem a manutenção das taxas de juro de curto prazo e uma trajectória para as taxas de juro de longo prazo consistente com as expectativas de mercado então existentes.

Gráfico 2
TAXAS DE JURO DE CURTO PRAZO
Em percentagem

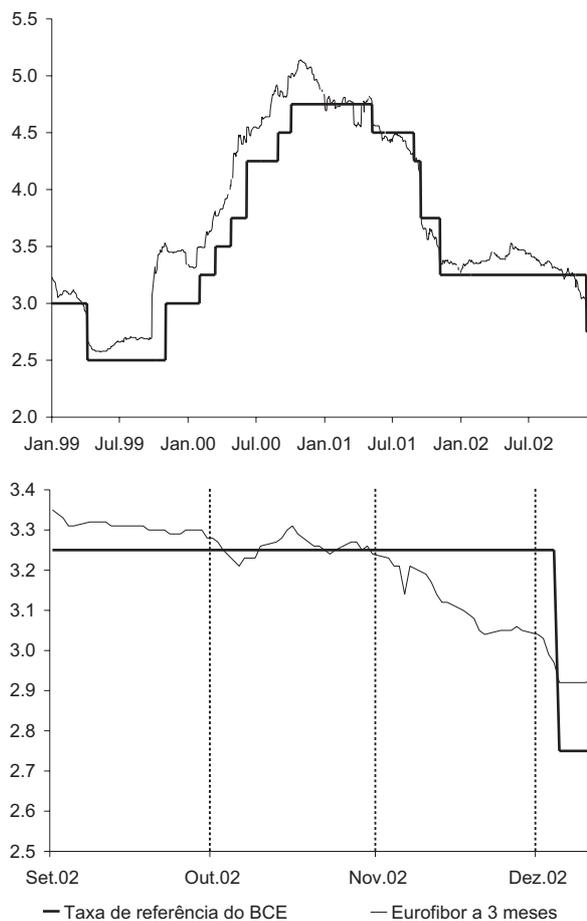
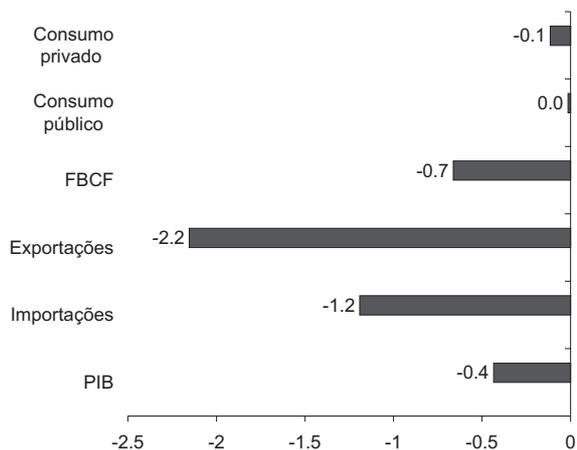


Gráfico 3
IMPACTOS EM 2003 DE UMA DIMINUIÇÃO DO CRESCIMENTO DA PROCURA EXTERNA EM 2.5 PONTOS PERCENTUAIS E DE UMA REDUÇÃO DAS TAXAS DE JURO DE CURTO PRAZO EM 50 PONTOS BASE
Desvio percentual em relação ao ponto médio do intervalo de projecção



em baixa das importações, permitindo minorar o aumento das necessidades de financiamento da economia portuguesa decorrentes do menor nível de exportações.

Artigos

ÍNDICES DE PREÇOS HEDÓNICOS DE AUTOMÓVEIS LIGEIOS DE PASSAGEIROS NOVOS EM PORTUGAL (1997-2001)*

Hugo Reis**

João Santos Silva***

1. INTRODUÇÃO

O impacto das alterações de qualidade nos índices de preços tornou-se um importante tópico de investigação. De facto, o relatório Boskin (1996) sugere que medições incorrectas dos efeitos de qualidade num período de rápido progresso tecnológico pode levar a uma significativa sobrestimação da inflação. Em consequência, a literatura que relaciona alterações de qualidade e preço tem crescido rapidamente. Estudos recentes nesta área abordaram, por exemplo, o efeito de alterações de qualidade no preço de computadores (Moch, 2001, e Pakes, 2002), de habitações (Bover e Velilla, 2002, e Hoffman e Kurz, 2002), e de automóveis (Bode e Van Dalen, 2001, e Izquierdo, Licandro e Maydeu, 2001). Uma actualização sumária das principais contribuições nesta área pode ser encontrada em Triplett (2000).

O presente estudo avalia o efeito das alterações no índice de preços de veículos ligeiros de passageiros novos em Portugal para o período 1997-2001. Este trabalho estende o estudo pioneiro de Santos e Coimbra (1995), que apresenta medidas de alteração de qualidade para veículos ligeiros de passageiros novos e índices de preços ajustados de qualidade para o período 1991-1994. No

entanto, em alguns aspectos, o presente estudo demarca-se do trabalho de Santos e Coimbra (1995). Para além do período em análise ser distinto, foi possível dispor de uma base de dados mais rica, bem como beneficiar de todos os desenvolvimentos da literatura nos anos mais recentes. Naturalmente, subsistem ainda algumas diferenças que resultam simplesmente das diferentes abordagens dos autores. O artigo está organizado da seguinte forma: secção 2 descreve os dados utilizados, secção 3 discute os principais resultados e, finalmente, secção 4 conclui.

2. BASE DE DADOS UTILIZADA

Os automóveis são nos dias de hoje um dos bens de consumo mais complexos. Deste modo, qualquer estudo hedónico⁽¹⁾ do preço de automóveis novos necessita de uma quantidade significativa de informação sobre as características dos modelos disponíveis. Esta secção descreve as principais questões relacionadas com a base de dados utilizada.

A informação utilizada tem origem em duas fontes distintas. Os preços e características dos automóveis ligeiros de passageiros novos disponíveis no mercado português foram compilados por *Marketing Systems GmbH*⁽²⁾, uma empresa de estudos de mercado que regista este tipo de informação tanto para a indústria automóvel como para

* Os autores agradecem os comentários e sugestões de Carlos Coimbra, Pedro Duarte Neves, Maximiano Pinheiro, José Machado, Rui Evangelista, Paulo Parente, Pedro Portugal e Daniel Santos. Agradecemos também a assistência computacional de João Barrambana e a Adelino Correia Martins da *Marketing Systems GmbH* pelos comentários sobre os dados utilizados.

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

** Departamento de Estudo Económicos.

*** Instituto Superior de Economia e Gestão.

(1) Análise de regressões para avaliação dos efeitos de alterações de qualidade.

(2) Mais informação relacionada sobre esta empresa pode ser obtida em <http://www.marketingsystems.de>

Quadro 1

CARACTERÍSTICAS DOS VEÍCULOS

Gerais

Tipo de carroçaria
Número de portas
Capacidade da mala

Técnicas

Combustível
Cilindrada
Potência
Potência (às rpm)
Binário
Binário (desde as rpm)
Transmissão(dianteira/traseira/integral)
Velocidade máxima
Aceleração
Relação peso/potência
Capacidade do depósito
Consumo urbano
Consumo extra-urbano
Consumo combinado
Autonomia

Equipamento

ABS
Volante regulável em altura
Volante regulável em alcance
Ar condicionado
Alarme
Imobilizador
Pintura metalizada
Air-bag condutor
Air-bag passageiro
Elevador eléctrico dos vidros da frente
Elevador eléctrico dos quatro vidros
Retrovisores eléctricos
Fecho centralizado
Fecho centralizado com comando à distância
Banco do condutor com regulação apoio lombar
Banco do condutor com regulação em altura
Banco do condutor com regulação eléctrica
Bancos desportivos
Bancos em pele
Faróis antinevoeiro
Jantes liga leve
Tecto de abrir manual
Tecto de abrir eléctrico
Som - pré-equipamento
Som - rádio + cassetes
Som - rádio + CD
Bancos traseiros rebatíveis
Computador de bordo
Direcção assistida

revistas especializadas do sector. Os ficheiros da *Marketing Systems* contêm informação detalhada sobre o preço e características técnicas de sensivelmente 1500 diferentes versões de automóveis de

passageiros no mercado português. A informação relacionada com o número de unidades vendidas foram gentilmente fornecidas pela ACAP, Associação do Comércio Automóvel de Portugal.⁽³⁾ A informação sobre os preços e características disponíveis para este estudo corresponde aos dados referentes aos meses de Outubro de 1997 a 2001. Ao usar os dados da ACAP, o número de unidades vendidas é referente ao período compreendido entre os meses de Setembro e Novembro para os mesmos anos. Em ambos os casos, o modelo e a versão são factores de distinção na base de dados.

Tendo em conta o facto de a informação ter sido obtida em duas fontes diferentes, foi necessário proceder à compatibilização das bases de dados. Este foi um processo complexo, uma vez que se torna necessário assegurar uma compatibilização correcta. Os ficheiros ACAP, para além de identificarem as diferentes versões, disponibilizam também o preço e algumas características de cada versão, o que facilitou de certo modo a compatibilização. Porém, em alguns casos foi impossível obter uma compatibilização correcta o que levou a que essas observações fossem retiradas da amostra. Apesar desta limitação, os dados disponíveis correspondem a um número total de 267 876 unidades vendidas no período de Setembro a Novembro nos cinco anos considerados, o que representa mais de 90 por cento do total vendido no período em análise. Contudo, cerca de 4 por cento destas observações foram também perdidas, devido a dados incompletos sobre as características utilizadas na especificação final do modelo da regressão. Assim, a amostra final ficou ligeiramente mais reduzida.

O conjunto de todas as características disponíveis na base de dados da *Marketing Systems* é disponibilizada no Quadro 1 e correspondem à listagem da Automotor, uma das revistas especializadas do sector.⁽⁴⁾ Embora seja uma vasta lista de características, parece-nos clara a impossibilidade de levar em consideração todos os factores que originam a decisão final dos consumidores. Por exemplo, existem aspectos subjectivos que não podem sequer ser objecto de medida. Deste modo, vamos ter sempre factores importantes que não poderão

(3) Para mais detalhes, ver <http://www.acap.pt>.

(4) Para mais informação sobre esta revista ver <http://www.automotor.pt>.

ser incluídos na construção de um índice de preços para automóveis.

Como último ponto, destaca-se o facto de a informação disponível para os preços corresponder a valores recomendados pelos industriais, incluindo por isso o imposto de valor acrescentado (IVA) e o imposto automóvel (IA). Este imposto é em função da cilindrada e é regularmente actualizado. No seu estudo sobre índices de preços hedónicos para automóveis novos no mercado português, Santos e Coimbra (1995) usaram o preço de automóveis novos líquido de IA, mas incluíram o IVA. Neste estudo considerou-se o preço incluindo todos os impostos uma vez que, neste período, as alterações fiscais foram uma fonte importante de variação dos preços. Naturalmente, era preferível utilizar dados a preços reais de transacção, o que implicaria um método de recolha de informação diferente e mais dispendioso.

3. ÍNDICES DE PREÇOS HEDÓNICOS E PRINCIPAIS RESULTADOS

O método que é frequentemente utilizado para construir índices de preços hedónicos, o chamado método das variáveis *dummy*, consiste em utilizar informação de diversos períodos para estimar um modelo em que a variável dependente é o logaritmo natural do preço, e que inclui como regressores indicadores de qualidade do automóvel e variáveis *dummy* específicas para os anos em questão. Ao utilizar esta abordagem, os coeficientes das referidas variáveis *dummy* são uma estimativa da variação de preço ajustada de qualidade. No entanto, esta abordagem só é válida se os coeficientes da regressão forem constantes para todos os períodos considerados, o que implica que o valor das características permanece constante com o passar do tempo e com a evolução tecnológica (ver Pakes, 2002). Mesmo que se use na estimação apenas dois anos adjacentes, esta hipótese pode ser violada se o produto se alterar rapidamente e se usarmos informação anual. Deste modo, procedeu-se à generalização do método das variáveis *dummy* relaxando a restrição da estabilidade dos coeficientes. De facto, ao estimar um modelo de regressão hedónica somente para o ano base, os parâmetros estimados podem ser utilizados para calcular as vendas num período, a preços do ano base. Esta abordagem é semelhante à conhecida decomposição de

Oaxaca (1973), que neste caso é usada para decompor a variação total do preço médio em duas partes: alteração das características dos produtos vendidos e variação pura dos preços.⁽⁵⁾

Neste estudo, tal como na maioria dos casos, os melhores resultados foram obtidos com modelos em que a variável dependente é o logaritmo do preço. Uma vez que regressões deste tipo só são compatíveis com índices de preços baseados em média geométrica (ver Reis e Santos Silva, 2002), todos os índices hedónicos são estimados com base em médias geométricas dos preços.

Utilizando estas regressões log-lineares, os índices de preços corrigidos de qualidade foram construídos de acordo com metodologias diferentes, o método *dummy* comum, utilizando tanto a amostra completa como dados de anos adjacentes, e o método baseado na decomposição de Oaxaca (1973). Tendo em conta os maus resultados dos modelos estimados com informação para mais do que um ano, o índice de preços ajustado de qualidade do tipo Oaxaca baseado nas regressões anuais⁽⁶⁾ foi o preferido.

Uma vez que a informação disponível não é uma amostra dos preços dos automóveis realmente comprados, mas sim construída a partir da lista de preços reportadas pelos industriais, a quota de mercado teve de ser utilizada como pesos médios, de forma a obter uma estimativa do preço médio de automóveis novos vendidos num dado período.⁽⁷⁾ Quando são usadas médias ponderadas, os índices de preços hedónicos podem ser construídos como normalmente, se a estimação for feita através dos mínimos quadrados ponderados. Na estimação foram utilizados como pesos as vendas de cada modelo entre os meses de Setembro e Novembro de um dado ano dividido pelas vendas totais consideradas durante o mesmo período.

Para obter os índices corrigidos de qualidade, é necessária a escolha das características a incluir na regressão. Este é um processo, vital uma vez que os resultados dependem claramente do conjunto de características considerado. Como referido na secção anterior, o conjunto de características incluídas na base de dados vêm descritas numa re-

(5) Para mais pormenores ver Reis e Santos Silva (2002), secção 2.

(6) Os parâmetros estimados foram usados para calcular as vendas num período a preço do ano anterior (ano base).

(7) Ver Machado e Santos Silva (2001) para mais detalhes.

Quadro 2

DEFINIÇÃO DOS REGRESSORES UTILIZADOS

Designação	Definição
<i>CntrlLock</i>	1 se tem fecho centralizado
<i>CntrlLockR</i>	1 se tem fecho centralizado com comando à distância
<i>Lumb</i>	1 se tem banco do condutor com regulação apoio lombar
<i>EltrcSR</i>	1 se tem tecto de abrir eléctrico
<i>PwrS</i>	1 se tem direcção assistida
<i>Comp</i>	1 se tem computador de bordo
<i>AirCon</i>	1 se tem ar condicionado
<i>Immob</i>	1 se tem imobilizador
<i>ABS</i>	1 se tem ABS
<i>Leather</i>	1 se tem bancos em pele
<i>TlscpcAdj</i>	1 se tem volante regulável em alcance
<i>EltrcW</i>	0 se não tem elevador eléctrico dos vidros, 1 se tem apenas nos vidros da frente, 2 se tem nos 4 vidros
<i>Fog</i>	1 se tem faróis antinevoeiro
<i>Cassettes</i>	1 se tem som (rádio + cassetes)
<i>CD</i>	1 se tem som (rádio + CD)
<i>Tank</i>	Logaritmo da capacidade do depósito
<i>Cons</i>	Consumo Combinado
<i>TransF</i>	1 se transmissão dianteira
<i>CC</i>	Logaritmo da cilindrada
<i>Diesel</i>	1 se tipo de combustível for gasóleo
<i>Pwr</i>	Potência
<i>MaxS</i>	Velocidade máxima
<i>Accel</i>	Aceleração
<i>Boot</i>	Capacidade da mala
<i>Doors</i>	1 se tem quarto ou cinco portas
<i>BR</i>	1 se carrinha
<i>CO</i>	1 se coupé
<i>CA</i>	1 se descapotável
<i>RO</i>	1 se descapotável desportivo
<i>OR</i>	1 se todo-o-terreno
<i>MPV</i>	1 se monovolume
<i>D</i>	1 se alemão
<i>S</i>	1 se sueco
<i>J</i>	1 se japonês
<i>K</i>	1 se coreano
<i>USA</i>	1 se é dos Estados Unidos da América
<i>E</i>	1 se Espanhol
<i>East</i>	1 se é dos países de leste
<i>UK</i>	1 se é do Reino Unido

vista especializada, pelo que serão razoavelmente representativas dos atributos que os consumidores levam em consideração na compra de um automóvel novo. Apesar deste conjunto de variáveis ser relativamente completo e fornecer informação detalhada no que diz respeito ao equipamento dos veículos e suas especificações técnicas (ver Quadro 1 da secção anterior), existem características importantes que não estão incluídas nesta lista. Por exemplo, o estilo do carro e a sua qualidade de construção são certamente factores relevantes para os consumidores que não estão disponíveis neste estudo e em termos gerais são difíceis de medir.

Quadro 3

ESTIMATIVAS OBTIDAS A PARTIR DA DECOMPOSIÇÃO OAXACA

Taxa de variação homóloga

	Qualidade	Preço	Total
1998	4.72	0.94	5.71
1999	6.12	1.08	7.26
2000	5.97	0.77	6.78
2001	2.60	0.60	3.21
Média	4.84	0.85	5.73

De forma a compensar parcialmente a falta deste tipo de variáveis, um conjunto de *dummies* indicando a origem do país construtor foram incluídas como regressores.⁽⁸⁾ Este conjunto de *dummies* poderão ajudar a reduzir a dependência condicional entre as observações correspondentes a automóveis produzidos pela mesma empresa. A lista das variáveis incluídas na especificação final e a forma como estas entram no modelo é apresentada no Quadro 2.⁽⁹⁾ Note-se que os valores dos parâmetros estimados não serão reportados, uma vez que não têm um interesse directo e são de difícil interpretação (ver Pakes, 2002).

O Quadro 3 apresenta a decomposição do tipo Oaxaca da variação dos preços em variação pura dos preços e uma estimativa da variação de qualidade dos automóveis novos que foram vendidos.

A análise destes resultados mostram que a qualidade dos automóveis novos no mercado português aumentou em média 4.8 por cento ao ano entre 1997 e 2001.⁽¹⁰⁾ Esta melhoria na qualidade foi particularmente elevada em 1999 e 2000, onde o crescimento atingiu cerca de 6 por cento.

A comparação entre o índice de preços hedónicos e a correspondente componente do Índice de

(8) Como em Santos e Coimbra (1995), uma única variável *dummy* foi utilizada para todos os países de leste.

(9) Para além das variáveis incluídas na tabela, o modelo final inclui igualmente o produto da cilindrada (CC) com a *dummy* relativa ao combustível (*Diesel*) e com o consumo combinado (Cons).

(10) Para dar uma ideia da importância do uso de pesos neste tipo de estudos, é interessante realçar o facto de que, se ignorássemos a informação relativa às vendas, a estimativa para o crescimento da qualidade, em termos médios, seria de apenas 1.6 por cento.

Preços no Consumidor (IPC) é igualmente interessante. O Quadro 4 apresenta o IPC total, a componente do IPC correspondente à venda de veículos novos, a estimativa hedónica para esta componente do índice de preço e os valores corrigidos do IPC obtidos a partir destas estimativas. É de realçar o facto de, apesar de o IPC ser baseado numa metodologia e informação diferentes, a variação da componente do IPC relativa à venda de veículos novos ser relativamente próxima do índice de preços hedónicos anual, e de uma forma particular para os dois primeiros anos. No entanto, para os dois últimos anos, o IPC fica claramente acima das variações registadas pelo índice de preços para veículos novos. A diferença entre o IPC e o índice de preços hedónicos atinge um máximo de 2.16 em 2001 (1.34 em média entre 1997 e 2001). De qualquer forma, e considerando os valores reportados no Quadro 3, parece claro que o IPC consegue eliminar uma parte substancial do impacto das variações de qualidade.

Note-se que em 1997 a metodologia para a construção do IPC foi substancialmente revista (Instituto Nacional de Estatística, 1998). Em particular, desde 1997, a componente correspondente à aquisição de automóveis de passageiros novos tem em consideração a informação de cerca de 20 modelos diferentes divididos em três categorias de acordo com a cilindrada. Em cada classe são considerados os modelos mais vendidos.⁽¹¹⁾ Aparentemente, esta metodologia terá resultado razoavelmente bem até 1999, mas os resultados para os anos mais recentes são menos satisfatórios. De facto, tendo em consideração que o peso da componente veículos novos no IPC geral é sensivelmente 7 por cento, a diferença entre esta componente do IPC e as estimativas do índice de preços hedónicos não é negligenciável. Tal como é reportado no Quadro 4, a diferença implica uma sobrestimação do IPC geral de aproximadamente 0.1 pontos percentuais (p.p.) em termos médios, atingindo um máximo de 0.15 p.p. em 2001. Este facto, sugere que com a metodologia actual será necessária uma actualização regular dos modelos a incluir na elaboração do IPC, de forma a levar em consideração as alterações das quotas de mercado dos diferentes modelos.

Quadro 4

ÍNDICE DE PREÇOS NO CONSUMIDOR

Taxa de variação homóloga

	Dados oficiais		Estimativa hedónica	
	IPC veículos novos	IPC total	Índice de preços para automóveis novos	IPC total ajustado
1998	1.72	2.78	0.94	2.72
1999	1.88	2.34	1.08	2.28
2000	2.42	2.87	0.77	2.75
2001	2.76	4.35	0.60	4.20
Média	2.19	3.08	0.85	2.98

4. CONCLUSÃO

Os resultados deste estudo mostram que a qualidade média dos automóveis de passageiros novos tem aumentado significativamente no mercado português e que este factor tem de ser levado em consideração na estimação de índices de preços. Naturalmente, a complexidade de um estudo como este torna impraticável o uso desta metodologia pelas agências de estatística de uma forma regular para aferir das alterações de qualidade na elaboração de índices de preços. Deste modo, métodos mais simples são mais aconselháveis.

Os resultados descritos na secção anterior sugerem que a metodologia adoptada pelo INE na elaboração do IPC foi razoavelmente positiva na contabilização das alterações de qualidade de automóveis de passageiros novos. No entanto, a divergência crescente entre o índice de preços calculado neste estudo e os resultados do IPC sugerem que este necessita de uma actualização com alguma regularidade. Os resultados do estudo indicam que a componente do IPC correspondente à venda de veículos novos terá sido sobrestimada no máximo em 2.2 p.p. por ano. Isto corresponde a uma sobrestimação do IPC geral em cerca de 0.15 p.p. por ano. Finalmente, é igualmente possível concluir que a qualidade de automóveis de passageiros novos em Portugal aumentou em média 4.8 por cento por ano entre 1997 e 2001.

(11) Agradecemos a Daniel Santos e Rui Evangelista do Instituto Nacional de Estatística pela disponibilização desta informação.

REFERÊNCIAS

- Bode, B. e van Dalen, J. (2001). Quality-Corrected Price Indexes of New Passenger Cars in the Netherlands, 1990-1999, *Paper* presented at the Sixth Meeting of the International Working Group on Price Indexes (Ottawa Group) in Canberra.
- Boskin, M.J.; Dulberger, E.R.; Gordon, R.J.; Griliches, Z. e Jorgenson, D. (1996). Toward a More Accurate Measure of the Cost of Living, *Final Report to the Senate Finance Committee* from the Advisory Commission to Study the Consumer Price Index.
- Bover, O. e Velilla, P. (2002). Hedonic House Prices Without Characteristics: The Case of New Multiunit Housing. European Central Bank, *Working Paper* No. 117.
- Hoffmann, J. e Kurz, C. (2002). Rent Indices for Housing in West Germany 1985 to 1998, European Central Bank, *Working Paper* No. 116.
- Instituto Nacional de Estatística (1998). Índice de Preços no Consumidor (IPC97) Nova Série (Base 100:1997), Instituto Nacional de Estatística/Departamento de Estatísticas Socio-Económicas, Lisboa.
- Izquierdo, M.; Licandro, O. e Maydeu, A. (2001). Car Quality Improvements and Price Indices in Spain. *Estudios Económicos*, nº 72, Banco de España, Madrid.
- Machado, J.A.F. e Santos Silva, J.M.C. (2001). Identification with Averaged Data and Implications for Hedonic Regression Studies, Banco de Portugal, Economic Research Department, *Working Paper* No. 10-01, Lisbon.
- Moch, D. (2001). Price Indices for Information and Communication Technology Industries – An Application to the German PC Market, ZEW *Discussion Paper* No. 01-20, Mannheim.
- Oaxaca R. (1973). “Male-Female Wage Differentials in Urban Labor Markets”, *International Economic Review*, 14, 693-709.
- Pakes, A. (2002). A Reconsideration of Hedonic Price Indices with an Application to PC's. NBER *Working paper series*, *Working Paper* 8715.
- Reis, H.J. e Santos Silva, J.M.C. (2002), Hedonic Prices Indexes for New Passenger Cars in Portugal (1997-2001 Banco de Portugal, Economic Research Department, *Working Paper* No.10-02, Lisbon.
- Santos, E. e Coimbra, C. (1995). "Preços de Automóveis e Alterações de Qualidade", Banco de Portugal *Boletim Económico*, Setembro, 57-64.
- Triplett, J. (2000). Handbook on Quality Adjustment of Price Indexes for Information and Communications Technology Products (draft). Organisation for Economic Cooperation and Development, Paris.

NOTA SOBRE UMA LEI “EXPLOSIVA”*

António S. Pinto Barbosa**

De acordo com o artigo 24, nº 3, da Lei das Finanças Locais, de 6 de Agosto de 1998:

“Os encargos anuais com amortizações e juros dos empréstimos a médio e longo prazo, incluindo os dos empréstimos obrigacionistas não podem exceder o maior dos limites do valor correspondente a três duodécimos dos Fundos Geral Municipal e de Coesão Municipal que cabe ao município ou a 20% das despesas realizadas para investimento pelo município no ano anterior.”

Será esta lei suficientemente disciplinadora do endividamento das autarquias? Ou será possível, pelo contrário, um endividamento ilimitado e insustentável, apesar de assegurado o cumprimento sistemático desta norma? Demonstrar-se-á, examinando os limites da indisciplina consentidos pela lei, tratar-se deste último caso.⁽¹⁾ Para isso, interessará analisar o comportamento extremo de uma autarquia com incontida propensão ao despesismo e, simultaneamente, ao financiamento deste através do recurso exclusivo ao crédito, tudo, é claro, dentro dos limites permitidos pela lei.

Consideremos, assim, uma autarquia que financia o seu investimento socorrendo-se exclusivamente do endividamento, sendo K_t o *stock* de dívida (e, supondo amortizações similares, neste caso

também, o *stock* de capital) em t . Admitamos que, por ser modesto o valor correspondente aos três duodécimos dos Fundos Geral Municipal e de Coesão Municipal que cabe ao município, só o segundo dos limites indicados na lei é relevante.⁽²⁾ Neste caso ter-se-á:

$$(i + \delta)K_{t-1} \leq 0.2I_{t-1} \quad (1)$$

onde i e δ são a taxa de juro e a taxa de amortização aplicáveis à dívida, enquanto que I_t representa o endividamento adicional, em termos brutos, no período. O lado esquerdo de (1) representa, pois, o serviço da dívida no período, enquanto que o lado direito representa o limite do endividamento imposto pela lei. Tem-se, por outro lado, a relação,

$$K_t = I_t + (1 - \delta)K_{t-1}. \quad (2)$$

Usando (2) em (1) obtém-se

$$(i + \delta)K_{t-1} \leq 0.2K_{t-1} - 0.2(1 - \delta)K_{t-2} \quad (3)$$

ou, supondo $i + \delta < 0.2$,

$$K_{t-1} \geq \frac{0.2(1 - \delta)}{0.2 - i - \delta} K_{t-2}. \quad (4)$$

o que representa uma dinâmica explosiva para K dado que $0.2(1 - \delta) > 0.2 - i - \delta$.

A intuição deste resultado poderá ainda melhorar se usarmos (2) em (1) de modo a substituir K_{t-1} no lado esquerdo desta desigualdade:

$$(i + \delta)[I_{t-1} + (1 - \delta)K_{t-2}] \leq 0.2I_{t-1}. \quad (5)$$

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

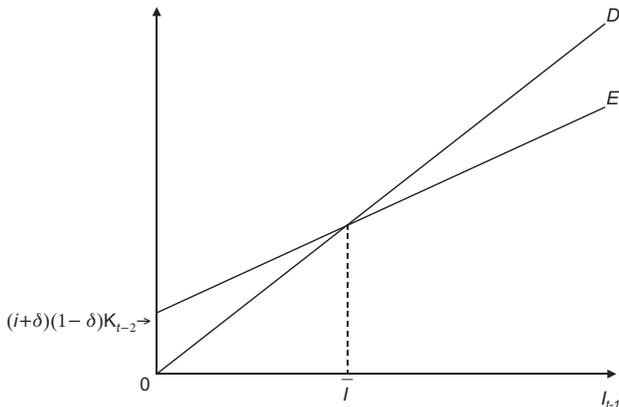
Agradeço os comentários e sugestões feitos a uma versão preliminar deste artigo por Paulo Bárcia, Rui Baleiras, Vítor Cons-tâncio, Luís C. Cunha, Mário Páscoa, Maximiano Pinheiro e Vasco Santos. Responsabilidade por eventuais erros permanece comigo.

** Faculdade de Economia, Universidade Nova de Lisboa.

(1) Refira-se que os aspectos dinâmicos da lei aqui abordados já estavam presentes anteriormente, no Decreto-Lei nº 98, de 29 de Março de 1984.

(2) Como adiante se tornará claro, esta hipótese não limita o argumento que se pretende desenvolver.

Esta expressão põe em evidência I_{t-1} , como variável de decisão no período $t-1$, dado o valor de K_{t-2} herdado do passado. A escolha de I_{t-1} tem reflexo nos dois membros da desigualdade e deverá, por isso, ser feita de modo a satisfazê-la. As linhas E e D no gráfico seguinte retratam, respectivamente, o lado esquerdo e o lado direito da desigualdade, como funções de I_{t-1} , dado K_{t-2} .



Só um valor de I_{t-1} superior a \bar{I} consegue satisfazer a desigualdade. Esse valor positivo do investimento significa que o *stock* de capital inicial aumentará no período seguinte, $K_{t-1} > K_{t-2}$. A recta E , no período seguinte, ficará mais acima (pois a sua intercepção na origem será agora $(i + \delta)(1 - \delta)K_{t-1}$), o que implicará um aumento no limite inferior \bar{I} ao investimento requerido no período. Ou seja, está-se numa dinâmica explosiva.⁽³⁾

Supondo, ao invés do que se admitiu anteriormente, que $i + \delta > 0,2$, ter-se-ia,

$$K_{t-1} \leq \frac{0,2(1-\delta)}{0,2-i-\delta} K_{t-2}, \quad (6)$$

o que é uma condição impossível de satisfazer dado que implica valores negativos para K .

Em conclusão, ou há lugar a uma dinâmica explosiva da dívida, ou há lugar a uma condição impossível de satisfazer.

Na desigualdade (1) admitiu-se que o serviço da dívida pública no período t atingia unicamente

o *stock* da dívida no início do período, K_{t-1} . Poder-se-ia, todavia, considerar uma alternativa em que o próprio investimento do período, I_t , origina já serviço de dívida, para além de K_{t-1} . Neste caso, (1) dará lugar a

$$(i + \delta)(I_t + K_{t-1}) \leq 0,2I_{t-1} \quad (7)$$

e, usando novamente (2), obtém-se, com apropriadas substituições,

$$K_t + K_{t-1} \left(\delta - \frac{0,2}{i + \delta} \right) + \frac{1 - \delta}{i + \delta} 0,2K_{t-2} \leq 0. \quad (8)$$

Esta expressão, no limite da igualdade, é uma equação às diferenças de segunda ordem, que se pode apresentar na forma canónica

$$(1 - t_1 L - t_2 L^2) K_t = 0, \quad (9)$$

onde L é o operador de atraso e, neste caso,

$$t_1 = \frac{0,2}{i + \delta} - \delta, \quad t_2 = \frac{\delta - 1}{i + \delta}. \quad (10)$$

Para valores plausíveis dos parâmetros i e δ obtém-se uma dinâmica explosiva para o *stock* de dívida. Assim, por exemplo, com $i = 0,05$, e $\delta = 0,07$, o que fará $t_1 = 1,6$, $t_2 = -1,55$, obtém-se um comportamento explosivo para K_t , com oscilações e valores negativos.

Pôr-se-á eventualmente a questão de saber se o crescimento da dívida não poderá possibilitar, em simultâneo, um crescimento também mais rápido da economia local e, por essa via, do respectivo colateral, de tal sorte que a evolução explosiva detectada não seja, ao fim e ao cabo, tão grave. Na verdade, se, em resultado do investimento financiado pela dívida, a economia local crescer também ela mais depressa, o risco de insolvência poderá vir atenuado. Mas conseguirá ser eliminado?

Considere-se aquela que parece ser, neste contexto, a variável relevante: o rácio da dívida/produto local, $B = K / Y$, onde Y designa o produto da autarquia⁽⁴⁾. Admitamos que este é descrito simplesmente pela função de produção Cobb-Douglas

$$Y = K^\gamma N^{1-\gamma} \quad 0 < \gamma < 1, \quad (11)$$

(3) Por aqui se vê que, caso prevaleça inicialmente a restrição alternativa consignada na lei (três duodécimos dos Fundos Municipais), a dinâmica explosiva do investimento acabará por se tornar dominante (obviamente dentro de um quadro de valores plausíveis para o crescimento dos Fundos Municipais), fazendo com que aquela restrição acabe por ser suplantada pelo limite alternativo $0,2I_{t-1}$ que tem vindo a ser analisado.

(4) Ignoramos aqui efeitos externos à autarquia.

onde se admitiu que o endividamento é inteiramente canalizado para a acumulação de *stock* de capital produtivo. Por sua vez, N designa, genericamente, todos os outros factores produtivos (e.g., trabalho) usados na produção, factores que se supõe crescerem anualmente à taxa constante n . Nestes termos, a evolução do rácio B pode ser descrita através da sua taxa de crescimento, b , dado por

$$b = k - y, \quad (12)$$

onde as letras minúsculas representam as taxas de crescimento das correspondentes variáveis em maiúsculas. Por sua vez, a taxa de crescimento da produção local será dada por

$$y = \gamma k + (1 - \gamma)n \quad (13)$$

e, substituindo (13) em (12),

$$b = (1 - \gamma)(k - n). \quad (14)$$

Por conseguinte, o rácio Dívida/Produto só não terá um crescimento (ou decrescimento) ilimitado se $k = n$. Tomando, a título ilustrativo, a expressão

(4) acima,⁽⁵⁾ tira-se imediatamente para k o valor mínimo de

$$k = \frac{0.2(1 - \delta)}{0.2 - i - \delta} - 1, \quad (15)$$

e, com os valores razoáveis, atrás usados, de $i = 0.05$ e $\delta = 0.07$, obtém-se o valor de $k = 133\%$. Ou seja, os outros factores produtivos teriam de crescer (pelo menos) a esta implausível taxa anual para que se gerasse um colateral comensurável com a evolução (explosiva) da dívida.

Em suma, não se conseguem vislumbrar na análise resultados tranquilizadores para a estabilidade da dívida ao longo do tempo. Trata-se, pois, de uma lei deficiente, a carecer de reformulação. E a questão central aqui, sublinhe-se de novo, não será a de mostrar ser eventualmente possível escapar à instabilidade através do recurso, complementar ou exclusivo, a outros modos mais saudáveis de financiamento, como, por exemplo, a tributação ou outras receitas efectivas da autarquia. O ponto principal é o de que é possível, no cumprimento estrito da lei, obter-se um endividamento insustentável da autarquia.

Lisboa, 24 de Setembro de 2002

(5) Este é o caso com interesse, uma vez que as dinâmicas alternativas descritas por (6) e (8) envolvem, como se assinalou já, valores negativos para o *stock* de capital.

ANÁLISE DE PERSISTÊNCIA NO MERCADO ACCIONISTA PORTUGUÊS: OS EFEITOS DE FIM-DE-SEMANA E DE FERIADO*

*Miguel Balbina***

*Nuno C. Martins***

1. INTRODUÇÃO

Neste artigo pretende-se, por utilização do índice PSI Geral, analisar a presença de efeitos de calendário nas rendibilidades diárias no mercado accionista português.

Na generalidade dos casos, as bolsas de valores estão fechadas aos sábados e domingos. Se o processo de formação da rendibilidade de mercado se realizar de forma contínua, é de esperar que a rendibilidade à segunda-feira seja três vezes superior às dos restantes dias da semana. Esta hipótese é designada como “hipótese de calendário”. Contudo, se o processo de geração de rendibilidades se realizar com base nos dias de negociação, é de esperar que as rendibilidades sejam iguais em todos os dias da semana. Esta hipótese é conhecida como “hipótese de dia de negociação”. Contrariamente às duas hipóteses descritas, diversos resultados empíricos em várias bolsas de valores evidenciam a existência de um efeito de fecho de mercado. Segundo este efeito, as rendibilidades diárias são positivas antes do seu encerramento e tendem a ser negativas após a sua reabertura. Este comportamento das rendibilidades é evidente quer antes e depois de um fim-de-semana quer nos dias próximos de feriados e a sua manutenção potencia o estabelecimento de estratégias de arbitragem.⁽¹⁾ De acordo com Board e Sutcliffe (1988), o efeito tende

a desaparecer com o desenvolvimento dos mercados, enquanto Arsad e Coutts (1997) verificam que estes efeitos persistem no tempo.

Este artigo analisa alguns efeitos persistentes nas rendibilidades do índice PSI Geral, relativo ao mercado accionista português. A partir do final da década de 80, o aumento do investimento de carteira, em conjunto com o processo de privatizações, revolucionou a estrutura e a dimensão do mercado de capitais portugueses. Durante o ano de 1997, o Banco Mundial passou a considerar o mercado accionista português como um mercado desenvolvido. A mudança rápida verificada no mercado português e sua crescente integração sugerem a relevância de um estudo das anomalias de mercado e a análise de uma eventual persistência ao longo do tempo.

Analisando o período compreendido entre 1988 e 2001, os resultados deste artigo revelam a inexistência de um efeito significativo de fecho de mercado. Contudo, a estrutura incipiente que caracterizou o mercado português no final da década de 80 parece coincidir com as diferenças verificadas no comportamento das rendibilidades do índice PSI Geral ao longo dos dias da semana. Este efeito diminui ao longo do tempo e é inexistente para o período 1997-2001.

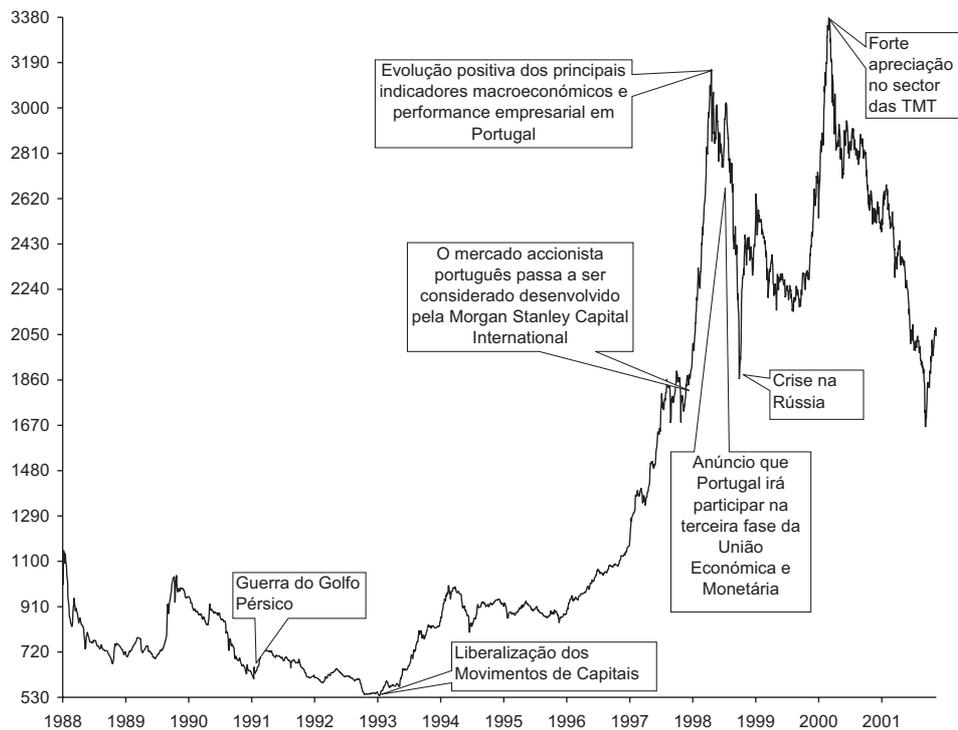
Este trabalho analisa ainda o comportamento das rendibilidades do índice PSI Geral nos dias próximos de feriados. Os resultados encontrados são consistentes com outros estudos empíricos, como por exemplo, Lakonishok e Smidt (1988). Para o período 1988-2001, verifica-se que a rendi-

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

** Departamento de Estudo Económicos.

(1) Ver por exemplo: French (1980), Board e Sutcliffe (1988), Lakonishok and Smidt (1988), Arsad e Coutts (1997)

Gráfico 1
O ÍNDICE PSI GERAL
O índice do mercado accionista português



bilidade nos dias antes de feriado é, em média, significativamente maior do que nos dias depois de feriados, variando de uma média diária de 0.184 por cento nos dias antes de feriado para 0.008 por cento nos dias regulares.

Este artigo está organizado do seguinte modo: na secção 2 é apresentada uma breve descrição do comportamento do mercado accionista português e do índice PSI Geral, desde o momento da sua criação, em Janeiro de 1988, até ao final de 2001. Nas secções 3 e 4 são estudados os efeitos de dia da semana e de feriado nas rendibilidades do índice. Na secção 5 são apresentadas as principais conclusões.

2. O MERCADO ACCIONISTA PORTUGUÊS E O ÍNDICE PSI GERAL

As cotações do índice PSI Geral⁽²⁾ estão disponíveis diariamente desde 5 de Janeiro 1988. Este índice é uma média ponderada das cotações de acções de todas as empresas admitidas à negociação em bolsa e cujos ponderadores são as capitalizações bolsistas das mesmas empresas. O índice é

ajustado por eventuais comportamentos idiossincráticos das empresas, como por exemplo, por *stock splits*, distribuição de dividendos ou aumentos do capital social.

Durante a década de 90, tanto o processo de privatizações como os fluxos de investimento de carteira do estrangeiro em Portugal⁽³⁾ contribuíram significativamente para um maior volume e liquidez do mercado accionista português. O Gráfico 1 representa a evolução do índice desde 1988 até ao final de 2001. O ano de 1997 representou um momento histórico para o mercado português, que deixou de ser considerado um mercado emergente, para passar a ser considerado um mercado desenvolvido. Em Outubro de 1997, acções de 19 empresas portuguesas passaram a ser incluídas nos índices Dow Jones, enquanto em Dezembro do mesmo ano, a Morgan Stanley Capital Internatio-

(2) Em 2000, a Bolsa de Valores de Lisboa e a Bolsa de Valores do Porto fundiram-se. Até àquela data, a designação do índice era BVL Geral.

(3) Em 1996-2000 (dados trimestrais), o peso do investimento estrangeiro na capitalização bolsista do sector accionista português foi, em média, 26.1 por cento.

nal passou a incluir o índice accionista português no grupo dos índices referentes a mercados desenvolvidos.

Os acontecimentos em 1997 sugerem a criação de dois sub-períodos: 1988-1996 (mercado accionista português como mercado emergente) e 1997-2001 (mercado accionista português como desenvolvido). Esta subdivisão permite analisar a persistência de uma eventual evidência de efeitos anómalos ao longo do tempo.

A evolução do índice ao longo da sua existência foi bastante condicionada por factores de ordem política e financeira. Entre os factores de ordem política encontram-se, por exemplo, a crise no Golfo Pérsico no final de 1990 e a crise russa com o consequente clima de desconfiança entre os investidores, bem como efeitos de substituição por activos financeiros de risco mais reduzido. Em resultado, houve uma correcção acentuada nos preços das acções, quer em Portugal quer no resto da Europa. No caso português, os efeitos desta crise foram parcialmente minimizados em resultado das notícias que anunciavam em Maio de 1998, a participação de Portugal na terceira fase da união monetária.

3. O EFEITO DE FIM-DE-SEMANA

Neste estudo utilizaram-se dados referentes às cotações diárias do índice PSI Geral entre 1988 e 2001. Definindo P_t a cotação do índice no dia t , a rendibilidade diária do índice k_t , é calculada como o logaritmo da variação entre dois dias de negociação consecutivos: $R_t = \ln(P_t / P_{t-1})$.⁽⁴⁾

Com o objectivo de detectar possíveis diferenças no comportamento das rendibilidades ao longo dos dias da semana, estimou-se uma regressão linear da série das rendibilidades diárias num conjunto de cinco variáveis dicotómicas, representadas por D_1 a D_5 , que assumem o valor 1 quando o dia t é uma segunda-feira, terça-feira, ..., sexta-feira, respectivamente (0, noutras situações).

Entre Janeiro de 1988 e Abril de 1989, a Bolsa de Valores de Lisboa fechava à segunda-feira. Com vista à análise da igualdade de rendibilidade dos dias de semana, este facto sugere que, durante este período, a terça-feira deverá apresentar um comportamento semelhante ao do primeiro dia da se-

mana, ou seja, ao de uma segunda-feira. Neste sentido, considera-se uma variável dicotómica adicional, representada por D_{2t}^* , que assume o valor 1 se o dia t for uma terça-feira entre Janeiro 1988 e Abril de 1989 (0, noutras situações).

Board e Sutcliffe (1988) analisam o efeito de dia da semana para as rendibilidades do índice FTAS,⁽⁵⁾ incluindo no seu modelo o primeiro desfasamento dessa série, verificando que o coeficiente associado a essa variável apresenta um valor significativamente positivo. Easton e Faff (1994) analisam o efeito de dia da semana no índice *Statex-Actuaries Accumulation*, incluindo no seu modelo os primeiros quatro desfasamentos da correspondente série da rendibilidade. Neste estudo consideram-se os primeiros três desfasamentos da série da rendibilidade⁽⁶⁾ e seis variáveis dicotómicas definidas acima como variáveis explicativas.⁽⁷⁾

Em resumo, o teste do efeito consiste na estimação da seguinte equação:

$$R_t = \sum_{i=1}^5 \alpha_i D_{it} + \alpha_6 D_{2t}^* + \sum_{i=1}^3 \phi_i R_{t-i} + \varepsilon_t \quad (1)$$

Com o objectivo de testar o efeito de fim-de-semana, utiliza-se a hipótese $\alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 = \alpha_4 = \alpha_5$ e $\alpha_6 = 0$ ⁽⁸⁾ (H1). Finalmente, a presença de autocorrelação nos resíduos do modelo é testada por utilização da estatística Portmanteau, considerando 12 desfasamentos, à semelhança do que fazem Board e Sutcliffe (1988) no seu artigo.

O Quadro 1 apresenta os resultados da estimação da equação (1). De acordo com o quadro, verifica-se quer no total das observações, quer para os dois sub-períodos da amostra, que a hipótese (H1) não pode ser rejeitada.⁽⁹⁾

(5) *Financial Times All Shares*.

(6) Foram testadas especificações com outros desfasamentos. No entanto não se registaram diferenças significativas nas estimativas das variáveis que medem o efeito do dia de semana.

(7) Os dias antes e depois de feriados são excluídos da amostra de modo a que não haja sobreposição dos efeitos de fim-de-semana e feriado.

(8) Em 1997-2001, a variável D_2^* é eliminada, logo a hipótese é representada por $H_0: \alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 = \alpha_4 = \alpha_5$.

(9) Este resultado é consistente com Santesmases (1986). Embora Santesmases (1986) tenha encontrado rendibilidades médias negativas às terças-feiras para o índice da Bolsa de Valores de Madrid, a hipótese de igualdade das médias em todos os dias da semana não é rejeitada.

(4) No caso em que t =segunda-feira ter-se-á $t-1$ =sexta-feira.

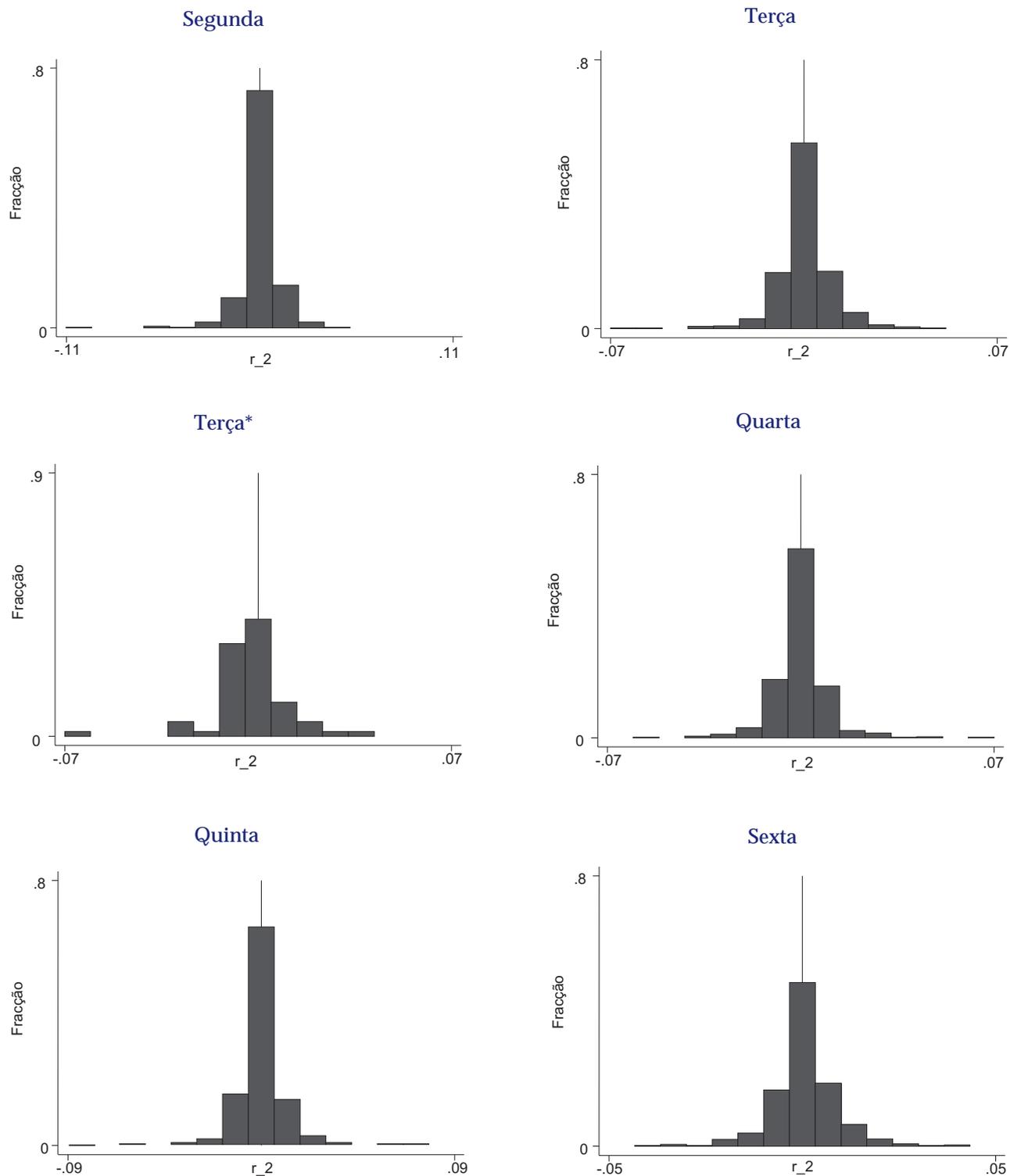
Quadro 1

EFEITO DE DIA DA SEMANA

1988-2001						
	Coefficiente	Desvio-padrão	Estatística <i>t</i>	Mediana	Rendibilidades positivas (percentagem n ^o observações)	Número de observações
Segunda	-0.00027	0.00039	-0.68	-0.00026	47.60	565
Terça	0.00025	0.00039	0.65	-0.00029	47.50	630
Terça*	-0.00219	0.00126	-1.74*	-0.00153	36.70	60
Quarta	-0.00041	0.00037	-1.1	-0.0003	46.90	622
Quinta	0.00003	0.00037	0.08	0.00002	50.20	629
Sexta	0.00052	0.00037	1.4	0.00016	51.20	621
1 ^o Desfasamento	0.24316	0.0179	13.58***			
2 ^o Desfasamento	0.00229	0.01853	0.12			
3 ^o Desfasamento	0.02205	0.01786	1.23			
Teste F: 1.33 (P-Value: 0.247)		R^2 : 0.0638				
Teste Portmanteau (12): 12.86		$P > \chi^2$ (12)=0.379				
1988-1996						
	Coefficiente	Desvio-padrão	Estatística <i>t</i>	Mediana	Rendibilidades positivas (percentagem n ^o observações)	Número de observações
Segunda	-0.00051	0.00039	-1.32	-0.00022	47.40	346
Terça	0.0002	0.00039	0.53	-0.00046	44.10	406
Terça*	-0.00203	0.001	-2.02**	-0.00153	36.70	60
Quarta	-0.0003	0.00036	-0.83	-0.00028	46.10	399
Quinta	0.00053	0.00036	1.5	-0.00013	48.40	407
Sexta	0.00024	0.00036	0.66	0.00005	50.30	400
1 ^o Desfasamento	0.34293	0.02243	15.29***			
2 ^o Desfasamento	0.04654	0.02358	1.97*			
3 ^o Desfasamento	-0.06217	0.02202	2.82***			
Teste F: 1.86 (P-Value: 0.098)		R^2 : 0.1333				
Teste Portmanteau (12): 16.92		$P > \chi^2$ (12)=0.153				
1997-2001						
	Coefficiente	Desvio-padrão	Estatística <i>t</i>	Mediana	Rendibilidades positivas (percentagem n ^o observações)	Número de observações
Segunda	-0.00001	0.00081	-0.01	-0.00046	47.90	219
Terça	0.00049	0.0008	0.61	0.00061	53.60	224
Quarta	-0.00042	0.00081	-0.52	-0.00064	48.40	223
Quinta	-0.00089	0.00081	-1.11	0.00071	53.60	222
Sexta	0.00087	0.00081	1.08	0.0006	52.90	221
1 ^o Desfasamento	0.17741	0.02978	5.96***			
2 ^o Desfasamento	-0.02847	0.03059	-0.93			
3 ^o Desfasamento	0.06654	0.03007	2.21**			
Teste F: 0.76 (P-Value: 0.628)		R^2 : 0.1202				
Teste Portmanteau (12): 5.52		$P > \chi^2$ (12)=0.938				

Nota: O quadro contém os resultados da estimação, pelo método dos mínimos quadrados, de uma regressão em que a variável dependente é a série das rendibilidades do índice PSI Geral e as variáveis explicativas são variáveis dicotómicas para cada dia da semana, uma variável dicotómica para as terças-feiras entre Janeiro de 1988 e Abril de 1989 — representada por Terça* — e os primeiros três desfasamentos da variável dependente. As estatísticas *t* correspondem aos testes de nulidade individual sobre os coeficientes da regressão, a estatística F corresponde ao teste de igualdade conjunta dos coeficientes associados às variáveis dicotómicas e a estatística Portmanteau corresponde ao teste de autocorrelação dos resíduos. O quadro contém ainda as medianas, o número de observações e as percentagens de rendibilidades positivas por dia da semana e para Terça* (representado por D_2 na equação (1)). Períodos considerados: 1988-2001, 1988-1996 e 1997-2001. Os dias imediatamente antes ou depois de feriados são excluídos. ***, ** e * representam significância estatística, aos níveis de 1 por cento, 5 por cento e 10 por cento, respectivamente.

Gráfico 2
HISTOGRAMAS PARA OS DIAS DA SEMANA – 1988-2001



Nota: Os gráficos apresentam histogramas para cada dia da semana em 1988-2001 e para as terças-feiras entre Janeiro de 1988 e Abril de 1989 (terça*). Os dias antes e depois de feriados são excluídos. Os gráficos contêm ainda uma linha identificativa da mudança de sinal nas rendibilidades.

* Representado por D_2^* na equação (1).

Uma análise mais fina do Quadro permite, no entanto, retirar algumas conclusões adicionais. O coeficiente associado às terças-feiras entre Janeiro de 1988 e Abril de 1989 é significativamente negativo ao nível de 5 por cento, o que é consistente com os resultados de Athanassakos e Robinson (1994).⁽¹⁰⁾ A inspeção aos *p-values* das estatísticas *F* revela que a significância da hipótese de igualdade conjunta dos coeficientes associados às variáveis dicotómicas (hipótese de dia de negociação) é mais evidente no subperíodo mais recente. Estes dois resultados sugerem que o efeito de dia da semana tende a diminuir ao longo do tempo, o que é consistente com Board e Sutcliffe (1988).⁽¹¹⁾ O coeficiente associado ao primeiro desfasamento da série das rendibilidades é significativamente positivo em todos os períodos, ao nível de 1 por cento, o que é consistente com a inspeção da função de autocorrelação.

As oportunidades de arbitragem que resultam de efeitos persistentes não prevalecem quando se incorporam as estimativas dos custos de transacção. Observa-se que as magnitudes das diferenças de rendibilidade dos dias da semana observadas neste artigo são significativamente inferiores à soma dos honorários pagos à Bolsa de Valores, impostos e comissões pagas às sociedades corretoras que cada transacção envolve.⁽¹²⁾

O Quadro 1 apresenta igualmente a mediana da rendibilidade e a percentagem de rendibilidades positivas para cada dia da semana. Os resultados mostram que a percentagem de rendibilidades positivas é inferior a 50 por cento às segundas-feiras, o mesmo acontecendo às terças-feiras até Abril de 1989, enquanto que a percentagem de rendibilidades positivas à sexta-feira é superior a 50 por cento em todos os períodos considerados.

Os histogramas do Gráfico 2 complementam a análise das diferenças no comportamento das rendibilidades por dia da semana. A consulta dos grá-

ficos permite verificar que a “massa” do histograma para as terças-feiras até Abril de 1989 tende a estar concentrada na região negativa. Para os restantes dias da semana, a densidade de probabilidade está mais concentrada na região próxima de zero.

4. O EFEITO DE FERIADO

A análise das rendibilidades em dias próximos de feriados permite a realização de um novo teste do efeito de fecho de mercado. No caso de esta hipótese se verificar, as rendibilidades nos dias depois de feriados deverão ser negativas enquanto nos dias antes de feriados deverão ser positivas.

As rendibilidades médias para os dias antes e depois de feriados são comparadas com os restantes dias.⁽¹³⁾ Os resultados revelam que, para o período 1988-2001, a rendibilidade média nos dias depois de feriado é inferior à dos dias antes de feriado, o que tende a suportar a hipótese de efeito de fecho de mercado. Este resultado é consistente com o que é encontrado em Arsad e Coutts (1997). Na secção anterior, verificou-se que as rendibilidades diárias nos dias anteriores aos fins-de-semana tendem a ser positivas. Quando comparamos os efeitos de fim-de-semana e de feriado, verifica-se que as rendibilidades nos dias antes de feriado são ainda mais significativamente positivas do que as rendibilidades no último dia da semana.

Para o período 1988-2001, verifica-se que a rendibilidade média nos dias antes de feriado é de 0.184 por cento, 23 vezes superior à rendibilidade média nos dias regulares. Estes resultados são similares aos obtidos por Lakonishok e Smidt (1988) que observam uma rendibilidade média para o índice Dow Jones Industrial Average (DJIA) de 0.220 por cento nos dias antes de feriado. Tal como neste artigo, aquele trabalho observa que essa rendibilidade é 23 vezes superior à rendibilidade média nos dias regulares. Para o período entre 1988 e 1996, verifica-se que a rendibilidade média nos dias antes de feriado é positiva, enquanto nos dias depois de feriados é negativa. Este resultado evidencia um efeito de fecho de mercado.

(13) Os resultados aqui apresentados para o efeito de feriado bem como a discussão mais alargada deste efeito podem ser encontrados no *Working Paper* nº 12/02 do Banco de Portugal, “*The Analysis of Seasonal Return Anomalies in the Portuguese Stock Market*”, por M. Balbina e N.C. Martins.

(10) Segundo estes autores, a rendibilidade média no conjunto de todos os primeiros dias de negociação de uma semana é mais negativa do que a rendibilidade média no conjunto de todas as segundas-feiras.

(11) Estes autores concluem que o efeito de dia da semana nas rendibilidades do índice *Financial Times Actuaries* parece diminuir depois de 1968.

(12) Os custos de transacção no mercado accionista são, em média, 0.275 por cento do valor total transaccionado. As comissões dividem-se em: 0.25 por cento para as sociedades corretoras, 0.025 por cento para a Bolsa de Valores.

Quadro 2

ANÁLISE DO EFEITO DE FERIADO

		1998-2001				
		Média	Desvio-padrão	Mediana	Rendibilidades positivas (percentagem n° observações)	Número de observações
Todas	Antes feriados	0.00184	0.0005901	0.00107	58.00	150
	Depois feriados	0.0013	0.0009952	-0.00062	46.00	150
Observações	Dias normais	0.00008	0.0002108	-0.00017	48.70	3067
2 dias	Antes feriados	0.00159	0.0007608	0.00007	50.00	78
diferença	Depois feriados	0.00095	0.0010669	-0.00059	44.90	78
≥3 dias	Antes feriados	0.002102	0.0009263	0.0012909	66.70	72
diferença	Depois feriados	0.0016843	0.0016392	-0.0007149	47.20	72
		1988-1996				
		Média	Desvio-padrão	Mediana	Rendibilidades positivas (percentagem n° observações)	Número de observações
Todas	Antes feriados	0.00025	0.0004906	0.00026	51.00	100
	Depois feriados	-0.00025	0.0007684	-0.00064	45.50	99
Observações	Dias normais	0.00007	0.0002318	-0.00024	47.20	1958
2 dias	Antes feriados	0.0004	0.0006631	-0.00088	45.30	53
diferença	Depois feriados	0.0004	0.0007858	-0.00059	46.20	52
≥3 dias	Antes feriados	0.0000781	0.0006605	0.0005367	57.40	47
diferença	Depois feriados	-0.0009754	0.001213	-0.0008361	44.70	47
		1997-2001				
		Média	Desvio-padrão	Mediana	Rendibilidades positivas (percentagem n° observações)	Número de observações
Todas	Antes feriados	0.00501	0.001025	0.00449	72.00	50
	Depois feriados	0.00431	0.0023088	-0.00009	47.10	51
Observações	Dias normais	0.00008	0.0004154	0.00031	51.30	1109
2 dias	Antes feriados	0.00411	0.0015574	0.00362	60.00	25
diferença	Depois Feriados	0.00203	0.0027792	-0.00088	42.30	26
≥3 dias	Antes feriados	0.0059068	0.0015193	0.0048371	84.00	25
diferença	Depois feriados	0.0066846	0.0032804	0.0043567	52.00	25

Nota: O quadro apresenta as médias, desvio-padrão, medianas, número de observações e percentagens de rendibilidades diárias positivas do índice BVLG, para dias antes e depois de feriados bem como nos restantes dias. Na análise distingue-se entre dias de feriados que se traduzem em dois dias sem transacção, três dias, ou mais. Os desvios-padrão estão corrigidos pela fórmula de Newey-West. Consideram-se os períodos 1988-2001, 1988-1996 e 1997-2001. A diferença entre o número de observações entre os dias antes e depois de feriados para o período 1988-1996 e 1997-2001 deve-se ao primeiro dia de 1997.

5. CONCLUSÕES

As metodologias de modelos de regressão linear, histogramas e análise das médias da rendibilidade utilizadas neste artigo, revelam a existência de um efeito de fim de semana no mercado accionista português que tende a enfraquecer ao longo do período da amostra, sugerindo que a ausência desta anomalia se verifique no futuro em resultado do desenvolvimento do mercado de capitais. A evidência do efeito de fim de semana é consistente com a redução igualmente sentida na variação da rendibilidade em torno dos dias feriado. De um modo geral, a evolução do comportamento das rendibilidade coincide com as transformações registadas no mercado português, que se vem tornando mais sofisticado e integrado no contexto internacional.

REFERÊNCIAS

- Alexakis, P. and Xanthakis, M. (1995) "Day of the week effect on the Greek stock market" *Applied Financial Economics*, 5, pp. 43-50.
- Ariel, R. A. (1987) "A monthly effect in stock returns" *Journal of Financial Economics*, 18, pp. 161-174.
- Ariel, R. A. (1990) "High stock returns before holidays: existence and evidence on possible causes" *Journal of Finance*, 45, pp. 1611-1626.
- Arsad, Z. and Coutts, J. A. (1997) "Security price anomalies in the London International Stock Exchange: a 60 year perspective" *Applied Financial Economics*, 7, pp. 455-464.
- Athanassakos, G. and Robinson, M. J. (1994) "The day-of-the-week anomaly: the Toronto stock exchange experience" *Journal of Business Finance and Accounting*, 21, pp. 833-856.
- Balaban, E. (1995) "Day of the week effects: new evidence from an emerging stock market" *Applied Economics Letters*, 2, pp. 139-143.
- Board, J. L. G. and Sutcliffe, C. M. S. (1988) "The weekend effect in UK stock market returns" *Journal of Business Finance and Accounting*, 15, pp. 199-213.
- Campbell, J. Y., Lo, A. W. and MacKinlay, A. C. (1997) "The Econometrics of Financial Markets" Princeton University Press.
- Connolly, R. A. (1989) "An examination of the robustness of the weekend effect" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24, pp. 133-169.
- Connolly, R. A. (1991) "A posterior odds analysis of the weekend effect" *Journal of Econometrics*, 4, pp 99-110.
- Cross, F. (1973) "The behavior of stock prices on Mondays and Fridays" *Financial Analysts Journal*, Nov-Dec, pp. 67-69.
- Easton, S. A. and Faff, R. W. (1994) "An investigation of the day-of-the-week effect in Australia" *Applied Financial Economics*, 4, pp. 99-110.
- French, K. R. (1980) "Stock returns and the weekend effect" *Journal of Financial Economics*, 8, pp. 55-69.
- Fortune, P. (1999) "Are stock returns different over weekends? A jump diffusion analysis of the "weekend effect"" *New England Economic Review*, Sep/Oct, pp. 3-19.
- Gultekin, M. N. and Gultekin, N. B. (1987) "Stock returns anomalies and the tests of the APT" *Journal of Finance*, 42, pp. 1213-1224.
- Keim, D. B. and Stambaugh R. F. (1984) "A further investigation of the weekend effect in stock returns" *Journal of Finance*, 39, pp. 819-835.
- Lakonishok, J. and Levi, M. (1982) "Weekend effects on stock returns: a note" *Journal of Finance*, 37, pp. 883-889.
- Lakonishok, J. and Smidt, S. (1988) "Are seasonal anomalies real? A ninety-year perspective" *Review of Financial Studies*, 1, pp. 403-425.
- Mills, T. C. and Coutts, J. A. (1995) "Calendar effects in the London stock exchange FT-SE indices" *European Journal of Finance*, 1, pp. 79-93.
- Reinganum, M. R. and Shapiro, A. C. (1987) "Taxes and stock return seasonality: evidence from the London Stock Exchange" *Journal of Business*, 60, pp. 281-295.
- Santesmases, M. (1986) "An investigation of the Spanish Stock Market seasonalities" *Journal of Business Finance and Accounting*, 13, pp. 267-276.
- Theobald, M. and Price, V. (1984) "Seasonality estimation in thin markets" *Journal of Finance*, 39, 377-392.

Cronologia das principais medidas financeiras

Janeiro 2002*

7 de Janeiro (Regulamento da CMVM nº8/2001, 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.

15 de Janeiro (Dec.-Lei nº 8-D/2002, DR nº 12, 2º Supl., 1ª Série A)

Altera o Dec.-Lei nº 394/99, de 13-10, que aprovou o regime jurídico das entidades gestoras de mercados de valores mobiliários e de sistemas conexos, republicando-o.

23 de Janeiro (Despacho nº 1598/2002, DR nº 19, 2ª Série)

Aprova, nos termos previstos no nº 1 do artº 63 da Lei nº 5/98, de 31-01, ajustamentos do Plano de Contas do Banco de Portugal, sendo os mesmos, de aplicação às contas do exercício de 2001.

23 de Janeiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 8/02/DSBDR)

Esclarece dúvidas sobre o enquadramento prudencial dos títulos com maior grau de subordinação, emitidos no âmbito de operações de titularização, detidos por entidades que, embora pertencentes ao grupo da instituição originariamente cedente dos activos, não se encontram sujeitas às disposições do Aviso nº 10/2001, de 6-11.

26 de Janeiro (Regulamento nº 134/2002 do Conselho, JOCE nº 24, Série L)

Altera o nº 2 do artº 7º do Regulamento (CE) nº 2531/98 do Conselho de 23-11-98, relativo à aplicação de reservas mínimas obrigatórias pelo Banco Central Europeu.

Fevereiro

4 de Fevereiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 2/DMR)

Comunica, na sequência da Carta-Circular nº 347/DMR, de 27-10-99, que a taxa de remuneração dos Títulos de Depósito Série B será de 3,34%, para o período trimestral de contagem de juros que se inicia em 4-2-2002.

5 de Fevereiro (Regulamento da CMVM nº 1/2002, DR nº 30, 2ª Série)

Estabelece, para efeitos do disposto no nº 1 do artº 36 do Dec.-Lei nº 453/99, de 5-11, o regime a que deve obedecer a contabilidade dos fundos de titularização de créditos.

6 de Fevereiro (Portaria nº 113-B/2002, DR nº 31 Supl., 1ª Série B)

Determina, nos termos do nº 3 do artº 1 do Dec.-Lei nº 88/94, de 2-4, que os valores mobiliários representativos de dívida pública emitidos ao abrigo da Resolução do Conselho de Ministros nº 9-A/2002, de 12-1, sejam acrescentados à lista publicada através da Portaria nº 377-A/94, de 15-6.

9 de Fevereiro (Regulamento da CMVM nº 4/2002, DR nº 34, 2ª Série)

Estabelece, ao abrigo do disposto no nº 1, alínea b), do artº 353 do Código dos Valores Mobiliários, e para os efeitos do disposto no nº 2 do artº 47-A e no artº 47-B, ambos do Dec.-Lei nº 276/94, de 2-11, os termos e as condições em que as entidades gestoras de fundos de investimento mobiliário podem constituir fundos de índices e fundos garantidos.

11 de Fevereiro (Regulamento da CMVM nº 3/2002, DR nº 35, 2ª Série)

Estabelece, em concretização do disposto no Dec.-Lei nº 276/94, de 2-11, as regras aplicáveis aos fundos de investimento mobiliário em matéria de valorização dos seus activos, dos custos que lhes podem ser imputados, e do cálculo do valor das unidades de participação e da actuação das entidades

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

	gestoras sempre que se registem erros. Revoga os Regulamentos nºs. 16/99, de 14-10, 4/2000, de 16-2, e 26/2000, de 19-8.
13 de Fevereiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 5/DET)	Informa as instituições de crédito sobre os procedimentos a adoptar relativamente ao depósito de notas denominadas em euro no Banco de Portugal.
13 de Fevereiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 6/DET)	Comunica, na sequência da decisão do Banco Central Europeu de 3-12-2001, as condições em que o Banco de Portugal procederá à troca de notas denominadas em euro, com curso legal, mutiladas ou danificadas. A presente decisão vigora desde o dia 1-1-2002.
13 de Fevereiro (Directiva 2001/108/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, JOCE nº 41, Série L)	Altera a Directiva 85/611/CEE do Conselho que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM), no que diz respeito aos investimentos em OICVM. Os Estados-Membros adoptarão até 13-8-2003, o mais tardar, as disposições legislativas, regulamentares e administrativas necessárias para dar cumprimento à presente directiva. Do facto informarão imediatamente a Comissão. Os Estados-Membros aplicarão estas medidas, o mais tardar, até 13-02-2004.
14 de Fevereiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 17/02/DSBDR)	Determina o envio ao Banco de Portugal de um relatório, com periodicidade semestral, com quantificação das provisões económicas adequadas ao risco implícito na carteira de crédito.
15 de Fevereiro (Despacho nº 3497/2002, DR nº 39, 2ª Série)	Autoriza, ao abrigo do disposto no nº 2 do artº 74 da Lei nº 109-B/2001, de 27-12, o Instituto de Gestão do Crédito Público a intervir no mercado secundário de dívida pública como parte em operações de reporte, tendo por objecto valores mobiliários representativos de dívida pública directa do Estado admitidos ao mercado especial de dívida pública (MEDIP).
15 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal nº 3/2002, BNPB nº 2/2002)	Estabelece um exercício de simulação de um regime designado por provisionamento anti-ciclo ou dinâmico.
15 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal nº 4/2002, BNPB nº 2/2002)	Estabelece os elementos de informação sobre responsabilidades por pensões de reforma e de sobrevivência a enviar ao Banco de Portugal. Revoga a Instrução nº 13/99, publicada no BNPB nº 6, de 15.06.99.
19 de Fevereiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 11/DPGCO)	Adverte as instituições de crédito de que, na sequência de algumas reclamações relacionadas com a aposição de um prazo de validade nos impressos de cheque em euros, deverão ter em atenção alguns aspectos relacionados com o dever de informação dos clientes bancários no âmbito dos contratos associados à movimentação por cheque das respectivas contas de depósito.
20 de Fevereiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 18/02/DSBDR)	Informa que o Banco de Portugal decidiu proceder à alteração do critério valorimétrico constante da alínea b) do ponto 1. do Capítulo V do Plano de Contas para o Sistema Bancário, na sequência de sugestões apresentadas por algumas instituições no sentido de poderem utilizar na valorização das suas carteiras de negociação, as cotações praticadas no MEDIP (Mercado Especial de Dívida Pública). Informa igualmente que esta alteração é válida para efeitos do apuramento, nos termos do nº 10 do Aviso nº 3/95, das menos valias latentes dos títulos da carteira de investimento e constituição das respectivas provisões. A presente alteração entra em vigor em 1-3-2002.

Março

2 de Março (Dec.-Lei nº 42/2002, DR nº 52, 1ª Série A)	Estabelece o regime jurídico das instituições de moeda electrónica. Transpõe para o direito interno a Directiva nº 2000/28/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 18-9, que altera a Directiva nº 2000/12/CE, do Conselho, de 20-3, relativa ao acesso à actividade das instituições de crédito e ao seu exercício, e a Directiva nº 2000/46/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 18-9, relativa ao acesso à actividade das instituições de
---	---

	moeda electrónica e ao seu exercício, bem como à sua supervisão prudencial.
13 de Março (Aviso do Banco de Portugal nº 1/2002, DR nº 61, 1ª Série B)	Redefine o Sistema de Débitos Directos (SDD). Revoga o Aviso nº 3/2000, de 11-08, in DR 1ª Série B, nº 193, de 22-8-2000.
14 de Março (Regulamento da CMVM nº 5/2002, DR nº 62, 2ª Série)	Altera os artºs. 29, 31, 32 e 34 do Regulamento nº 5/2000, de 23-02, que regulamenta o funcionamento dos mercados em geral e, em especial, dos mercados de bolsa. Rectificado pela Rectificação nº 686/2002, de 14-03, in DR 2ª Série, nº 74, de 28-03-2002.
14 de Março (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 10/DET)	Chama a atenção para a necessidade de, nas operações de troca, por euros, de notas e moedas expressas em escudos, serem observadas as normas constantes do Dec.-Lei nº 117/2001, de 17-04, bem como as recomendações veiculadas pela Carta-Circular nº 1/DET, de 07-01-2002.
20 de Março (Dec.-Lei nº 60/2002, DR nº 67, 1ª Série A)	Aprova o novo regime jurídico dos fundos de investimento imobiliário, o qual entra em vigor 90 dias após a respectiva publicação. Com a entrada em vigor do presente regime é revogado o Dec.-Lei nº 294/905, de 17-11, alterado pelo Dec.-Lei nº 323/97, de 26-11.
20 de Março (Dec.-Lei nº 61/2002, DR nº 67, 1ª Série A)	Dá nova redacção aos arts. 16 e 17 do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei nº 486/99, de 13-11.
20 de Março (Dec.-Lei nº 62/2002, DR nº 67, 1ª Série A)	Dá nova redacção aos arts. 7, 8, 18 e 35 do Dec.-Lei nº 276/94, de 2-11, com a redacção que lhes foi dada pelo Dec.-Lei nº 323/99, de 13-08, o qual estabelece o regime jurídico dos fundos de investimento imobiliário.
27 de Março (Portaria nº 323/2002, DR nº 73, 1ª Série B)	Altera os arts. 1, 3, 4 e 6 e adita os arts. 3-A e 7-A à Portaria nº 1303/2001, de 22-11, por forma a alargar a base de incidência das taxas de supervisão devidas à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.
27 de Março (Aviso do Banco de Portugal nº 2/2002, DR nº 88, 1ª Série B)	Adita um nº 2-A ao Aviso nº 1/95, de 17-02, por forma a prever a prestação de informação relativa a serviços e produtos que possam ser solicitados ou adquiridos através da <i>Internet</i> . O presente aviso entra em vigor no prazo de 30 dias a contar da sua publicação.
Abril	
5 de Abril Dec.-Lei nº 82/2002, DR nº 80, 1ª Série A)	Altera os arts. 4 a 7, 12, 16, 17, 19, 23, 27, 28, 34, 37 e 38 e os Capítulos III e IV do Dec.-Lei nº 453/99 de 5-11, que estabelece o regime de titularização de créditos. Este Dec.-Lei, com as alterações introduzidas pelo presente diploma, é republicado em anexo.
26 de Abril (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 6/DMR)	Comunica, na sequência da Carta-Circular nº 347/DMR, de 27-10-99, que a taxa de remuneração dos Títulos de Depósito Série B será de 3,30%, para o período trimestral de contagem de juros que se inicia em 4-5-2002.
30 de Abril (Portaria nº 505/2002, DR nº 100, 1ª Série B)	Aprova, ao abrigo do artº 5 do Dec.-Lei nº 232/96, de 05-12, e para efeitos da Directiva nº 93/22/CEE, a lista de mercados regulamentados. Revoga a Portaria nº 27/99, de 18-01.
Maiο	
4 de Maio (Dec.-Lei nº 122/2002, DR nº 103, 1ª Série A)	Aprova o regime jurídico das novas séries de certificados de aforro. Dá nova redacção ao artº 7 do Dec.-Lei nº 172-B/86, de 30-06, e aos arts. 18 e 19 de Dec.-Lei nº 43454, de 30-12-1960.
7 de Maio (Regulamento da CMVM nº 6/2002, DR nº 105, 2ª Série)	Determina, ao abrigo do disposto na alínea b) do artº 247, e no artº 11 do Código dos Valores Mobiliários, a obrigatoriedade de, no âmbito da prestação de informação financeira ao mercado, os emitentes de valores mobi-

8 de Maio (Regulamento da CMVM nº 7/2002, DR nº 120, 2ª Série)

liários admitidos à negociação em mercado regulamentado elaborarem e publicarem informação por segmentos. O presente regulamento é aplicável a partir da prestação de contas anuais relativas ao exercício que se iniciou em ou após 1 de Janeiro de 2002 e cuja divulgação ocorra após a sua entrada em vigor. Todavia, relativamente a entidades que não sigam o Plano Oficial de Contabilidade, como, por exemplo, as instituições de crédito e as sociedades financeiras, o Regulamento apenas será aplicável, a partir da publicação de regulamentação ulterior pela CMVM.

15 de Maio (Instrução do Banco de Portugal nº 8/2002, BNPB 5/2002)

Procede ao reconhecimento dos certificados como um novo tipo de valor mobiliário, define o seu conceito e identifica as respectivas modalidades, mandando aplicar-lhes subsidiariamente o regime dos *warrants* autónomos.

21 de Maio (Aviso do Banco de Portugal nº 3/2002, DR nº 129, 1ª Série B)

Revoga a Instrução nº 70/96, publicada no BNPB nº 1, de 17.06.96. Estabelece mecanismos preventivos de utilização do sistema financeiro português para efeitos de branqueamento de capitais.

31 de Maio (Lei nº 16-A/2002, DR nº 125, 1ª Série A, Suplemento)

Altera a parte I do anexo ao Aviso nº 1/93, de 08.06.93, aditando-lhe um nº 10, relativo aos requisitos de fundos próprios aplicáveis aos compromissos de pagamento irrevogáveis decorrentes das contribuições obrigatórias para o Fundo de Garantia de Depósitos.

Altera o Orçamento do Estado para 2002, aprovado pela Lei nº 109-B/2001, de 27-12, na parte relativa aos mapas I a IV anexos, substituindo-os na parte respectiva, por outros de igual numeração. Procede à extinção, reestruturação e fusão de diversos organismos e consagra inúmeras disposições, muitas de âmbito fiscal, tendo-se procedido às respectivas alterações nos vários diplomas a que faz referência, com excepção da tabela I, a que se refere o nº 1 do art. 8 do Regulamento do Imposto Municipal sobre Veículos, aprovado pelo Decreto-Lei nº 143/78, de 12-06, relativamente ao qual é igualmente ripristinado o nº 3 do citado artº 8, e alterado o art. 10. Rectificada pela Declaração de Rectificação nº 21-A/2002, de 31-05.

Junho

18 de Junho (Regulamento da CMVM nº 8/2002, DR nº 138, 2ª Série, Suplemento)

Estabelece, ao abrigo do disposto no artº 60 do Dec.-Lei nº 60/2002, de 20-3, um conjunto de normas que concretizam o regime jurídico dos fundos de investimento imobiliário. Revoga os regulamentos nº 96/03, de 29-03, 97/11, de 26-07, e 98/05, de 27/05. O presente regulamento entra em vigor no dia 18-6-2002.

19 de Junho (Portaria nº 676/2002, DR nº 139, 1ª Série B)

Altera, ao abrigo do disposto no nº 1 do artº 95 e no nº 1 do artº 196 do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Dec.-Lei nº 298/92, de 31-12, e do disposto no nº 3 do artº 40 do Dec.-Lei nº 453/99, de 5-11, o capital social mínimo das sociedades gestoras de fundos de titularização de créditos e das sociedades de titularização de créditos. Revoga a Portaria nº 284/2000, de 23-5.

25 de Junho (Aviso do Banco de Portugal nº 4/2002, DR nº 144, 1ª Série B)

Estabelece o regime prudencial das menos valias latentes em participações financeiras (níveis mínimos de provisionamento e deduções aos fundos próprios). Altera os Avisos n.ºs 3/95, de 30-6, e 12/92, de 29-12. O presente aviso entra em vigor em 30-6-2002.

26 de Junho (Regulamento do Instituto de Seguros de Portugal nº 35/2002 (Norma nº 12/2002-R), DR nº 145, 2ª Série)

Introduz alterações ao plano de contas para os fundos de pensões. Altera o nº 3.2. e cria os nºs. 3.4 e 3.5 na norma regulamentar nº 12/95-R, de 6-7.

26 de Junho (Regulamento do Instituto de Seguros de Portugal nº 33/2002 (Norma nº 10/2002-R), DR nº 145, 2ª Série)

Estabelece as regras aplicáveis às operações de reporte e de empréstimo de valores efectuadas nos fundos de pensões pelas entidades gestoras dos mesmos que operem em Portugal, bem como à sua respectiva contabilização.

26 de Junho (Regulamento do Instituto de Seguros de Portugal n.º 32/2002 (Norma n.º 9/2002-R), DR n.º 145, 2.ª Série)	Estabelece as regras aplicáveis às operações de reporte e de empréstimo de valores efectuadas pelas empresas de seguros que operem em Portugal ou no estrangeiro sob a supervisão dos Instituto de Seguros de Portugal, bem como à sua respectiva contabilização.
26 de Junho (Regulamento do Instituto de Seguros de Portugal n.º 30/2002 (Norma n.º 7/2002-R), DR n.º 145, 2.ª Série)	Estabelece as regras aplicáveis à utilização e contabilização de produtos derivados pelas empresas de seguros que operem em Portugal ou no estrangeiro sob a supervisão do Instituto de Seguros de Portugal. Revoga a norma n.º 15/98-R, de 20-11.
26 de Junho (Regulamento do Instituto de Seguros de Portugal n.º 31/2002 (Norma n.º 8/2002-R), DR n.º 145, 2.ª Série)	Estabelece as regras aplicáveis à utilização e contabilização de produtos derivados nos fundos de pensões pelas entidades gestoras dos mesmos que operam em Portugal. Revoga a norma n.º 16/98-R, de 20-11.
26 de Junho (Regulamento do Instituto de Seguros de Portugal n.º 34/2002 (Norma n.º 11/2002-R), DR n.º 145, 2.ª Série)	Introduz alterações ao plano de contas para as empresas de seguros, aprovado pela norma regulamentar n.º 7/94-R, de 27-4, alterada pela norma regulamentar n.º 14/95-R, de 20-7.
Julho	
2 de Julho (Regulamento da CMVM n.º 9/2002, DR n.º 150, 2.ª Série)	Altera o art.º 53.º do Regulamento n.º 10/2000, de 23-2 (emissões de <i>warrants</i> autónomos), da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários.
8 de Julho (Carta-Circular do Banco de Portugal n.º 68/2002/DSB)	Esclarece que os empréstimos garantidos por hipoteca sobre imóveis destinados à habitação do mutuário e concedidos até à data da entrada em vigor do Aviso n.º 1/2001 (14.02.2001), poderão beneficiar da anterior ponderação para efeitos do rácio de solvabilidade, se as respectivas avaliações forem efectuadas dentro do prazo de 3 anos a contar da referida data.
10 de Julho (Carta-Circular do Banco de Portugal n.º 69/2002/DSB)	Recomenda às instituições de crédito e sociedades financeiras que examinem com especial atenção as operações contratadas com diversas pessoas singulares ou colectivas residentes em determinados países ou territórios, no âmbito das medidas preventivas do branqueamento de capitais. Revoga a Carta-Circular n.º 36/2001/DSB, de 17-10-2001.
11 de Julho (Recomendação do Conselho 2002/549/CE, JOCE n.º 182, Série L)	Recomendação do Conselho relativa às orientações gerais das políticas económicas dos Estados Membros e da Comunidade.
15 de Julho (Orientação do BCE 2002/07/15, JOCE n.º 185, Série L)	Altera a Orientação BCE/2000/7 relativa aos instrumentos e procedimentos de política monetária do Eurosistema (BCE/2002/2).
19 de Julho (Regulamento da CMVM n.º 10/2002, DR n.º 165, 2.ª Série)	Define o valor da taxa a cobrar pelos serviços prestados pela CMVM relacionados com o registo de avaliadores de imóveis. Adita uma alínea h) ao n.º 1 do art.º 5 do Regulamento n.º 8/2001, de 28-12.
19 de Julho (Comunicação do BCE 2002/C 173/02, JOCE n.º 173, Série C)	Publica as autoridades nacionais competentes designadas pelos Estados Membros para lutarem contra a falsificação de dinheiro, referidas na alínea b) do art.º 2.º do Regulamento (CE) n.º 1338/2001 do Conselho e também, em conformidade com o Regulamento (CE) n.º 1339/2001 do Conselho, que tornou extensivos os efeitos daquele regulamento aos Estados Membros que não adoptaram o euro como moeda única.
22 de Julho (Carta-Circular do Banco de Portugal n.º 71/02/DSBDR)	Comunica que as sociedades corretoras, as sociedades mediadoras dos mercados monetário ou de câmbios, as sociedades gestoras de patrimónios, as sociedades gestoras de fundos de investimento, as sociedades administradoras de compras em grupo, as agências de câmbios e as sociedades gestoras de fundos de titularização de créditos ficam dispensadas da elaboração e envio ao Banco de Portugal, do relatório sobre provisões económicas previsto na Carta-Circular n.º 17/02/DSBDR.
24 de Julho (Portaria n.º 866/2002, DR n.º 169, 1.ª Série)	Altera, ao abrigo do n.º 1 do art.º 95 e do n.º 1 do art.º 196 do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Dec.-Lei n.º 298/92, de 31-12, as alíneas h) e i) do n.º 1 da Portaria n.º 95/94,

de 09-02 (fixa o capital social mínimo das instituições de crédito e sociedades financeiras). Proceda à alteração do capital social mínimo das sociedades financeiras de corretagem e das sociedades corretoras, o qual deverá estar realizado até 30-9-2002. Revoga a Portaria nº 102/2002, de 1-2.

Agosto

9 de Agosto (Instrução nº 1/2002 do IGCP, DR nº 183, 2ª Série)

Fixa, ao abrigo do artº 10, nº 1, alínea c), do Dec.-Lei nº 122/2002, de 4-5, as taxas a cobrar pela prestação de serviços conexos com operações realizadas sobre certificados de aforro.

9 de Agosto (Circular do Instituto de Seguros de Portugal nº 31/02, DR nº 183, 3ª Série, Parte A)

Publica a lista, com referência a 17-7-2002, das empresas de seguros e sociedades gestoras de fundos de pensões registadas no Instituto de Seguros de Portugal e, como tal, habilitadas a exercer a respectiva actividade.

14 de Agosto (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 73/02/DSBDR)

Esclarece algumas questões relacionadas com a obrigatoriedade do envio, ao Banco de Portugal, de um relatório elaborado pelo auditor externo de cada instituição, com a quantificação das provisões económicas adequadas ao risco implícito da respectiva carteira de crédito, a que se refere a Carta-Circular nº 17/2002/DSB, de 14-02.

16 de Agosto (Instrução do Banco de Portugal nº 22/02)

Altera a Instrução nº 23/97, no que se refere à lista de índices largamente diversificados.

20 de Agosto (Aviso do Banco de Portugal nº 5/2002, DR nº 191, 1ª Série B)

Procede à correcção da redacção dos pontos 4 e 5 do nº 5 do Aviso nº 4/2002, de 20-06.

21 de Agosto (Dec.-Lei nº 188/2002, DR nº 192, 1ª Série A)

Procede à criação do Fundo de Garantia de Titularização de Créditos (FGTC), cujo objecto consiste na concessão de garantias no âmbito de operações de aquisição de títulos representativos de direitos de crédito a médio e longo prazos sobre pequenas e médias empresas que desenvolvam a sua actividade no âmbito do Programa Operacional da Economia.

21 de Agosto (Dec.-Lei nº 186/2002, DR nº 192, 1ª Série A)

Procede à criação de um novo tipo de instituição de crédito, as instituições financeiras de crédito, cujo objecto consiste na prática de todas as operações permitidas aos bancos, com excepção da recepção de depósitos, e que se regem pelo presente diploma e pelo disposto no Dec.-Lei nº 298/92, de 31-12 (Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras) e legislação complementar. Revoga o artº 4 do Dec.-Lei nº 72/95, de 15-04, e o nº 1 do artº 4º do Dec.-Lei nº 171/95, de 18-07.

21 de Agosto (Dec.-Lei nº 187/2002, DR nº 192, 1ª Série A)

Procede à criação dos fundos de sindicância de capital de risco, cujo objecto é a realização de operações combinadas na área do capital de risco, através do investimento em participações no capital de empresas e do financiamento de entidades especializadas no domínio do capital de risco, tendo em vista o reforço do capital de pequenas e médias empresas que desenvolvam a sua actividade no âmbito do Programa Operacional da Economia.

24 de Agosto (Regulamento da CMVM nº 11/2002, DR nº 195, 2ª Série)

Estabelece o regime a que deve obedecer a contabilidade dos fundos de investimento imobiliário. O presente regulamento entra em vigor em 1-8-2002. Os fundos constituídos e em actividade à data de entrada em vigor deste diploma, podem continuar a organizar a respectiva contabilidade, nomeadamente no que se refere à prestação mensal de informação, nos termos do regulamento da CMVM nº 96/16, de 13-12, que se manterá em vigor até 31-12-2002.

24 de Agosto (Regulamento da CMVM nº 12/2002, DR nº 195, 2ª Série)

Fixa os elementos que podem integrar os fundos próprios das sociedades de titularização de créditos e enuncia as regras aplicáveis à contabilidade deste tipo de sociedades. Altera o regulamento da CMVM nº 10/2000, de 10-02, e revoga os arts. 4, 48 e 49 do mesmo diploma.

26 de Agosto (Regulamento da CMVM nº 13/2002, DR nº 196, 2ª Série)

Altera o artº 1, adita um artº 8-A e revoga a alínea b) do nº 2 do artº 3 do Regulamento nº 11/2000 da CMVM, de 23-02-2000 (Deveres de Informação).

Setembro

16 de Setembro (Carta-Circular nº 72/2002/DSB)

Comunica que a determinação das datas valor dos lançamentos de operações com reflexos nas contas de depósito à ordem vai deixar de estar sujeita a regulamentação emitida pelo Banco de Portugal e informa de que, nesse sentido, o Banco irá proceder à revogação da Instrução nº 50/96 e à alteração do Aviso nº 1/95.

16 de Setembro (Instrução do Banco de Portugal nº 24/2002)

Determina que as sucursais, em Portugal, das instituições de crédito e sociedades financeiras com sede em outro Estado-membro da UE, procedam à elaboração de um relatório sobre o sistema de prevenção de branqueamento de capitais.

17 de Setembro (Portaria nº 1403/2002, DR nº 215, 2ª Série)

Determina, ao abrigo do nº 1 do artº 95 do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo DL nº 298/92, de 31-12, que as instituições financeiras de crédito devem possuir um capital social não inferior a 10 milhões de euros.

26 de Setembro (Dec.-Lei nº 201/2002, DR nº 223, 1ª Série A)

Altera o Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo DL nº 298/92, de 31-12. Reformula as espécies de instituições de crédito e sociedades financeiras (v.g. cria as instituições financeiras de crédito e deixa de incluir, entre as sociedades financeiras, as sociedades administradoras de compras em grupo, embora prevendo um regime transitório para as actualmente existentes). Revê o enquadramento prudencial das instituições de crédito e sociedades financeiras, em particular nos domínios do regime de autorização da respectiva constituição e da aquisição de participações qualificadas, bem como do registo dos membros dos órgãos sociais. Reforça a efectividade dos métodos de supervisão, em consonância com os *standards* internacionalmente aceites. Introduce modificações no processo de saneamento financeiro, facultando designadamente uma intervenção mais ampla ao Banco de Portugal, ao Fundo de Garantia de Depósitos e a outras entidades do sistema financeiro.

28 de Setembro (Aviso do Banco de Portugal nº 6/2002, DR nº 225, 1ª Série B)

Estabelece um conjunto de deveres informativos que visam conferir maior transparência e equidade aos domínios promocional e comercial dos instrumentos de captação de aforro estruturado (ICAE). O presente aviso entra em vigor 60 dias após a sua publicação.

Outubro

15 de Outubro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 74/2002/DSB)

Esclarece dúvidas de interpretação acerca do regime transitório aplicável às menos valias latentes de participações financeiras apuradas na data de entrada em vigor do Aviso nº 4/2002, de 25-06-2002.

15 de Outubro (Instrução do Banco de Portugal nº 26/2002)

Estabelece o limite do compromisso irrevogável de pagamento a aplicar nas contribuições para o Fundo de Garantia de Depósitos do ano 2003.

15 de Outubro (Instrução do Banco de Portugal nº 27/2002)

Fixa a taxa contributiva de base a aplicar no cálculo das contribuições anuais a entregar ao Fundo de Garantia de Depósitos pelas instituições participantes para o ano 2003.

15 de Outubro (Instrução do Banco de Portugal nº 28/2002)

Estabelece que as SGPS cujas filiais sejam principalmente empresas de investimento passem a adoptar o Plano de Contas para o Sistema Bancário, a partir do início do exercício de 2003 (Altera a Instrução nº 4/96).

17 de Outubro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 82/2002/DSB)

Na sequência da entrada em vigor do Dec.-Lei nº 201/2002, de 26-09, que altera o Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, chama a atenção para o novo conceito de participação qualificada, bem como para as eventuais comunicações ao Banco de Portugal, para efeitos

	<p>de registo. Chama ainda a atenção para a prestação das informações previstas no nº 4 do artigo 102º do mesmo Regime Geral.</p>
<p>25 de Outubro (Instrução do Banco de Portugal nº 30/2002)</p>	<p>Cria e regulamenta um Sistema de comunicação electrónica denominado Bpnet.</p>
<p>30 de Outubro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 15/DMR)</p>	<p>Comunica, na sequência da Carta-Circular nº 347/DMR, de 27-10-99, que a taxa de remuneração dos Títulos de Depósito da Série B, para vigorar no período trimestral de contagem de juros que se inicia em 04-11-2002, é de 3,28%.</p>
<p>31 de Outubro (Dec.-Lei nº 228/2002, DR nº 252, 1ª Série A)</p>	<p>Procede à revisão do regime de tributação dos rendimentos de mais-valias derivados da alienação onerosa de valores mobiliários, bem como do regime aplicável aos rendimentos dos fundos de investimento em sede de benefício fiscal. Altera os artºs. 10, 22, 43, 55, 72 e 101 do Código do IRS, aprovado pelo Dec.-Lei nº 442-A/88, de 30-11, e o artº 22 do Estatuto dos Benefícios Fiscais, aprovado pelo Dec.-Lei nº 215/89, de 1-7. O presente diploma produz efeitos a partir de 1-1-2003.</p>
<h3>Novembro</h3>	
<p>2 de Novembro (Lei nº 25/2002, DR nº 253, 1ª Série A)</p>	<p>Autoriza o Governo a alterar o Dec.-Lei nº 454/91, de 28-12 (estabelece normas relativas ao uso do cheque), concedendo a todas as instituições de crédito o acesso à informação disponibilizada pelo Banco de Portugal relativa aos utilizadores de cheque que oferecem risco. A presente autorização legislativa tem a duração de 180 dias.</p>
<p>6 de Novembro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 91/02/DSBDR)</p>	<p>Recomenda às instituições de crédito e sociedades financeiras que examinem com especial atenção as operações contratadas com pessoas singulares ou colectivas residentes em determinados países ou territórios, no âmbito das medidas preventivas do branqueamento de capitais. Revoga a Carta-Circular n.º 69/2002/DSB, de 10-07-2002.</p>
<p>6 de Novembro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 92/02/DSBDR)</p>	<p>Informa que o GAFI (Grupo de Acção Financeira contra o Branqueamento de Capitais) decidiu submeter a consulta pública um projecto de Nota Interpretativa, no âmbito das Recomendações especiais sobre o combate ao financiamento do terrorismo, aprovadas em Outubro de 2001, sobre a Recomendação VII (relativa a transferências de fundos).</p>
<p>21 de Novembro (Regulamento da CMVM nº 16/2002, DR nº 269, 2ª Série, Suplemento)</p>	<p>Procede, ao abrigo do disposto no nº 2 do artº 1 do Código dos Valores Mobiliários, ao reconhecimento dos valores mobiliários condicionados por eventos de crédito. Adita aos capítulos 0 e 2 do anexo II do Regulamento nº 10/2000, os esquemas B e G, respectivamente.</p>
<p>21 de Novembro (Regulamento da CMVM nº 15/2002, DR nº 269, 2ª Série, Suplemento)</p>	<p>Procede, ao abrigo do disposto no nº 2 do artº 1 do Código dos Valores Mobiliários, ao reconhecimento dos valores mobiliários convertíveis por opção do emitente (<i>reverse convertibles</i>) e dos valores mobiliários obrigatoriamente convertíveis. Altera o capítulo 0 e adita os esquemas E e F ao capítulo 2 do anexo II do Regulamento nº 10/2000.</p>
<h3>Dezembro</h3>	
<p>2 de Dezembro (Regulamento da CMVM nº 14/2002, DR nº 278, 2ª Série)</p>	<p>Estabelece os termos e as condições em que as entidades gestoras de fundos de investimento devem prestar informação sobre a política de exercício de direitos de voto decorrentes dos investimentos efectuados por conta dos fundos que administram, bem como sobre a aquisição de acções pelos respectivos responsáveis.</p>
<p>16 de Dezembro (Instrução do Banco de Portugal nº 33/2002, BNPB nº 12/2002)</p>	<p>Introduz alterações à Instrução nº 73/96 relativa à acumulação de cargos em instituições de crédito e sociedades financeiras.</p>

16 de Dezembro (Instrução do Banco de Portugal nº 34/2002, BNPB nº 12/2002)

Introduz alterações à Instrução nº 102/96 respeitante ao estabelecimento de sucursais e ao exercício de actividades em regime de prestação de serviços, no que se refere, em particular, ao estabelecimento de sucursais em países que não sejam membros da Comunidade Europeia.

17 de Dezembro (Regulamento nº 46/2002 do Instituto de Seguros de Portugal, DR nº 291, 2ª Série)

Estabelece, ao abrigo do nº 1 do artº 31 do Dec.-Lei nº 475/99, de 9-11, na redacção do Dec.-Lei nº 292/2001, de 20-11, um conjunto de regras relativas à composição do património dos fundos de pensões, bem como a enunciação de um conjunto de princípios a seguir pelas entidades gestoras na definição, implementação e controlo da política de investimentos dos fundos de pensões. Com a entrada em vigor da presente norma são revogadas as disposições relativas às aplicações dos fundos de pensões constantes do Dec.-Lei nº 415/91, de 25-10 e da Portaria nº 293/99, de 28-04.

18 de Dezembro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 108/02/DSBDR)

Esclarece sobre a fórmula de cálculo da Taxa Anual Efectiva (TAE), interpretando o disposto no artº 4º do Dec.-Lei nº 220/94, de 23 de Agosto.

24 de Dezembro (Instrução nº 3/2002, DR nº 297, 2ª Série)

Estabelece, ao abrigo das alíneas f) e g) do nº 1 do artº 6 dos estatutos do Instituto de Gestão do Crédito Público, aprovados pelo Dec.-Lei nº 160/96, de 4-9, e do artº 11 do Dec.-Lei nº 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 nº 1/2001, alterada pela Instrução nº 2/2001 (2ª Série), produzindo efeitos a partir de 1-1-2003.

27 de Dezembro Regulamento nº 48/2002 do Instituto de Seguros de Portugal, DR nº 299, 2ª Série)

Estabelece, ao abrigo do Dec.-Lei nº 94-B/98, de 17-04, na redacção do Dec.-Lei nº 8-C/2002, de 11-1, um conjunto de regras a observar em sede de supervisão complementar das empresas de seguros com sede em Portugal integradas em grupos de seguros (cálculo da designada "solvência corrigida"). A presente norma entra imediatamente em vigor, aplicando-se pela primeira vez à supervisão relativa às contas do exercício de 2002.

28 de Dezembro Dec.-Lei nº 319/2002, DR nº 300, 1ª Série A)

Disciplina a constituição e a actividade das sociedades de capital de risco e dos fundos de capital de risco. Revoga o Dec.-Lei nº 433/91, de 7-11, alterado pelos Decs.-Leis nºs. 175/94, de 27-06 e 230/98, de 22-07, o Dec.-Lei nº 58/99, de 2-3 e a al. P) p) do nº 1 da Portaria nº 95/94, de 9-2. Revoga, ainda, a al. h) do nº 1 do artº 6 do Dec.-Lei nº 298/92, de 31-12 e altera o nº 3 do artº 101 do mesmo diploma. Os aspectos mais salientes da nova legislação incidem, nomeadamente, na simplificação da constituição e funcionamento das sociedades de capital de risco e na sua não qualificação como sociedades financeiras.

30 de Dezembro (Lei nº 32-B/2002, DR nº 301, 1ª Série A, 2º Suplemento)

Aprova o Orçamento do Estado para 2003.

31 de Dezembro Aviso do Banco de Portugal nº 7/2002, DR nº 302 Supl., 1ª Série B)

Altera o Aviso nº 12/2001 (quadro regulamentar relativo à cobertura das responsabilidades com pensões de reforma e sobrevivência), designadamente o regime de amortização dos ganhos e perdas actuariais resultantes de diferenças entre os pressupostos actuariais e financeiros utilizados e os valores efectivamente verificados.

31 de Dezembro (Regulamento da CMVM nº 17/2002, DR nº 302, 2ª Série)

Harmoniza as regras aplicáveis aos intermediários financeiros, no exercício das actividades de intermediação financeira, com as regras próprias dos mercados de valores mobiliários onde actuam, no que concerne às ordens dos investidores e respectivos prazos de validade. Altera o artº 58 do Regulamento da CMVM nº 12/2000, de 10-02, publicado no DR, 2ª Série, nº 45 Supl., de 23-2-2000.

Working papers

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 Sarmiento*

- 4/00** LABOR MARKETS AND KALEIDOSCOPIIC COMPARATIVE ADVANTAGE
— *Daniel A. Traça*
- 5/00** WHY SHOULD CENTRAL BANKS AVOID THE USE OF THE UNDERLYING INFLATION INDICATOR?
— *Carlos Robalo Marques, Pedro Duarte Neves, Afonso Gonçalves da Silva*
- 6/00** USING THE ASYMMETRIC TRIMMED MEAN AS A CORE INFLATION INDICATOR
— *Carlos Robalo Marques, João Machado Mota*

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*

2002

- 1/02** QUANTILE REGRESSION ANALYSIS OF TRANSITION DATA
— *José A.F. Machado, Pedro Portugal*
- 2/02** SHOULD WE DISTINGUISH BETWEEN STATIC AND DYNAMIC LONG RUN EQUILIBRIUM IN ERROR CORRECTION MODELS?
— *Susana Botas, Carlos Robalo Marques*
- 3/02** MODELLING TAYLOR RULE UNCERTAINTY
— *Fernando Martins, José A. F. Machado, Paulo Soares Esteves*
- 4/02** PATTERNS OF ENTRY, POST-ENTRY GROWTH AND SURVIVAL: A COMPARISON BETWEEN DOMESTIC AND FOREIGN OWNED FIRMS
— *José Mata, Pedro Portugal*
- 5/02** BUSINESS CYCLES: CYCLICAL COMOVEMENT WITHIN THE EUROPEAN UNION IN THE PERIOD 1960-1999. A FREQUENCY DOMAIN APPROACH
— *João Valle e Azevedo*
- 6/02** AN "ART", NOT A "SCIENCE"? CENTRAL BANK MANAGEMENT IN PORTUGAL UNDER THE GOLD STANDARD, 1854-1891
— *Jaime Reis*

- 7/02** MERGE OR CONCENTRATE? SOME INSIGHTS FOR ANTITRUST POLICY
— *Margarida Catalão-Lopes*
- 8/02** DISENTANGLING THE MINIMUM WAGE PUZZLE: ANALYSIS OF WORKER ACCESSIONS AND SEPARATIONS FROM A LONGITUDINAL MATCHED EMPLOYER-EMPLOYEE DATA SET
— *Pedro Portugal, Ana Rute Cardoso*
- 9/02** THE MATCH QUALITY GAINS FROM UNEMPLOYMENT INSURANCE
— *Mário Centeno*
- 10/02** HEDONIC PRICES INDEXES FOR NEW PASSENGER CARS IN PORTUGAL (1997-2001)
— *Hugo J. Reis, J.M.C. Santos Silva*
- 11/02** THE ANALYSIS OF SEASONAL RETURN ANOMALIES IN THE PORTUGUESE STOCK MARKET
— *Miguel Balbina, Nuno C. Martins*
- 12/02** DOES MONEY GRANGER CAUSE INFLATION IN THE EURO AREA?
— *Carlos Robalo Marques, Joaquim Pina*
- 13/02** INSTITUTIONS AND ECONOMIC DEVELOPMENT: HOW STRONG IS THE RELATION?
— *Tiago V. de V. Cavalcanti, Álvaro A. Novo*

2003

- 1/03** FOUNDING CONDITIONS AND THE SURVIVAL OF NEW FIRMS
— *P.A. Geroski, José Mata, Pedro Portugal*