

# Banco de Portugal

## Boletim económico

Dezembro de 2003

### *Nota de apresentação do Governador*

- Crescimento e estabilidade da economia portuguesa . . . 5

### *Textos de política e situação económica*

- Perspectivas para a economia portuguesa: 2004-2005 . . . 11
- Novas séries de taxas de juro bancárias: séries longas estimadas para as taxas médias de saldos . . . . . 23

### *Artigos*

- Incerteza e análise de riscos: uma aplicação às projecções para a economia portuguesa em 2004. . . . 41
- Desinflação e política orçamental em Portugal: 1990-2002. . . . . 51
- A participação do escudo no mecanismo cambial do sistema monetário europeu. . . . . 65

### *Cronologia das principais medidas financeiras*

- Janeiro a Novembro de 2003. . . . . I

### *Working papers*

- 1998 a 2003 . . . . . i

## *Estudos Económicos*

Volume 9

Número 4



*Nota de apresentação do Governador*



## CRESCIMENTO E ESTABILIDADE DA ECONOMIA PORTUGUESA

1. Incluem-se neste Boletim Económico as projecções para a economia portuguesa referentes aos próximos dois anos, de acordo com o horizonte temporal adoptado pelo Eurosistema para a área do euro. Após a redução do PIB a preços constantes em 2003, de cerca de 1%, as actuais projecções apontam para intervalos de crescimento centrados em 0,75% para o ano em curso e em 1,75% para 2005. O aparente fraco crescimento previsto para 2004 deriva fundamentalmente das perspectivas de nova redução moderada da procura interna (-0,25%). Admite-se, pelo contrário, que a procura externa tenha uma recuperação significativa, permitindo que as nossas exportações de bens e serviços passem de um crescimento de 3% no ano passado para 4,75 a 6,75% em 2004 e para 6 a 9% em 2005. A retoma da economia mundial, e da economia europeia em particular, confirmaram-se em definitivo na parte final de 2003 e deverão prosseguir este ano, o que explica as hipóteses de crescimento adoptadas.

No entanto, subsistem as condições de debilidade da procura interna, próprias da fase de ajustamento que a economia portuguesa tem vindo a atravessar. Fundamentalmente, isso reflecte-se no comportamento do investimento que voltará a reduzir-se no período de projecção em consequência da queda prevista para o investimento público. O investimento privado deverá ter já uma evolução ligeiramente positiva este ano e uma recuperação mais relevante no próximo. A evolução do investimento público reflecte, essencialmente, a diminuição esperada nas transferências de capital recebidas da União Europeia. Para além disso, as projecções têm um sentido normativo em relação às despesas públicas em geral, partindo do princípio que o Governo continuará a prosseguir o objectivo de consolidação orçamental. Isso mesmo justifica a

previsão de que o consumo público deverá ter, em termos reais, uma evolução negativa durante o período.

O fraco crescimento da procura interna, juntamente com a moderação verificada no comportamento dos custos salariais, fundamenta a desaceleração da inflação no período considerado. A descida para valores inferiores a 3% na parte final de 2003 é o sinal que os factores referidos, a que se junta a apreciação do euro que modera os preços das importações, se encontram já a contribuir para o melhor comportamento da inflação.

A contenção da despesa privada contribuiu também para uma marcada redução do défice externo, para cerca de -1,5% e -1,25% do PIB em 2004 e 2005, respectivamente (após um valor de -2,75% estimado para 2003 e -5,6% em 2002). Como sempre afirmámos, esta correcção do desequilíbrio externo ocorre sem que tenha existido qualquer restrição externa de financiamento a determiná-la, acontecendo como resultado do ajustamento espontâneo das despesas dos agentes económicos privados. No actual enquadramento da economia portuguesa, a balança de pagamentos não constitui em si mesma um problema, embora possa ser sintoma de problemas de endividamento dos agentes económicos, incluindo naturalmente o Estado.

2. A evolução projectada para a economia portuguesa confirma a análise que temos feito sobre a natureza da fase do ciclo económico que temos atravessado. Após um período de excessos de aumento de despesa, era inevitável um ajustamento que sempre daria origem a uma desaceleração do crescimento. A fraqueza da economia mundial e a difícil situação orçamental agravaram o carácter recessivo da evolução recente da economia. É certo que, a cumprirem-se as previ-

sões actuais, Portugal crescerá menos do que a média europeia durante quatro anos (2002 a 2005), mas torna-se, por isso, necessário compreender que se trata de uma situação conjuntural, conservando a economia o seu potencial de crescimento para prosseguir no futuro com sucesso a aproximação aos nossos parceiros europeus. As previsões do Banco de Portugal sobre a evolução recente da economia revelaram-se em geral correctas, tendo mesmo vindo a ser adoptadas por diversas entidades. Com a mesma perspectiva de prudência e realismo que caracteriza as intervenções do Banco, devemos ter uma interpretação das previsões para os dois próximos anos mais optimista do que a crueza dos números poderia sugerir. A retoma agora anunciada nas previsões divulgadas neste Boletim, embora moderada, constitui um sinal de que se iniciou uma inversão do ciclo económico. Por outro lado, importa sublinhar que um mero exercício mecânico de considerar a evolução do PIB excluindo os contributos do consumo e investimento públicos, revelaria um crescimento da actividade privada de cerca de 1,5% em 2004 e de quase 3% em 2005. Assume-se, assim, que as empresas portuguesas dispõem de capacidade produtiva suficiente para aproveitarem em pleno a recuperação económica internacional. Antecipa-se também que, ao contrário do que ocorreu em 2003, o Rendimento Disponível das famílias volte a ter crescimento positivo nos dois próximos anos e que o consumo privado, após uma quebra de 0,7% em 2003 venha a atingir um crescimento de cerca de 1,5% em termos reais em 2005. Poderá mesmo acontecer que a confiança dos consumidores, que tem vindo a melhorar recentemente, evolua mais positivamente e contribua para uma maior crescimento da economia. O andamento favorável da inflação poderá contribuir para essa possibilidade. Por outro lado, a adequada evolução dos custos e as perspectivas da procura externa poderão também conduzir a uma recuperação mais rápida do investimento privado do que aquela que está implícita nas actuais projecções. A melhoria dos indicadores de crescimento da economia da área do euro no final do ano parece apontar para uma retoma mais forte do que a que se perspectivava quando estas projecções foram elaboradas. Na verdade, o crescimento no quar-

to trimestre de 2003 na área do euro poderá ter-se aproximado já da taxa de crescimento potencial. A esta possibilidade não é alheia a política monetária acomodatória que se tem mantido, com as taxas de juro mais baixas dos últimos quase 50 anos após a descida de Junho passado. Para uma área económica relativamente fechada isso tem compensado a apreciação do euro.

No caso das perspectivas evocadas para o consumo e o investimento privados se verificarem, a evolução da economia poderia situar-se na parte superior dos intervalos reportados. Deve, porém, reconhecer-se com realismo que a maioria dos riscos associados às actuais projecções, apontam ainda na direcção contrária. A extrema incerteza da situação económica internacional não pode deixar de afectar a avaliação dos riscos associados a qualquer previsão económica. Na verdade, a retoma internacional pode vir a revelar-se menos dinâmica do que o previsto se os grandes desequilíbrios existentes na economia americana afectarem negativamente os mercados. Por outro lado, há que recordar que as projecções preparadas em Outubro por todo o Eurosistema assentam na hipótese técnica de taxas de juro e de câmbio constantes, o que pode vir a revelar-se como optimista para o crescimento. Como factores negativos específicos da economia portuguesa, podem apontar-se a eventualidade de um comportamento adverso dos custos salariais que volte a contribuir para uma perda de competitividade e, em segundo lugar, a circunstância da situação orçamental poder evoluir num sentido que requeira medidas de efeito mais negativo a curto prazo.

3. Em virtude do aspecto central que assume para a política económica justifica-se uma palavra adicional sobre a questão orçamental. Como referi acima, a continuação do esforço de consolidação orçamental afecta negativamente no imediato a previsão de crescimento da economia. Dados os acontecimentos que rodearam recentemente a aplicação do Pacto de Estabilidade poderia pensar-se que a orientação da política orçamental poderia ou deveria alterar-se.

A verdade é que a necessidade de uma disciplina orçamental continua a impor-se e, nesse sentido, o Pacto de Estabilidade e Crescimento continua a não ser letra morta. Por outro lado, o

que quer que se pense dos exactos pormenores do Pacto na perspectiva da União Monetária como um todo, há que distinguir isso da necessidade de um país como Portugal continuar a respeitar as regras do Pacto, no sentido em que o mesmo continuar a ser aplicado. Somos demasiado vulneráveis, como pequeno país, e temos ainda uma situação orçamental muito desequilibrada quando excluimos os efeitos das medidas extraordinárias e irrepetíveis com que temos compensado a redução de receitas fiscais.

Para além disso, temos que pensar nos interesses a prazo da economia portuguesa, que implicam a recuperação do papel anti-cíclico de política orçamental que só pode exercer-se plenamente após termos atingido uma posição de maior equilíbrio. Por outro lado, o peso crescente das transferências relativas a pensões de reforma e a perspectiva de maior envelhecimento populacional no futuro, obrigam a construir uma situação orçamental sólida que permita contemplar sem receios a preservação do essencial do nosso sistema de segurança social. Para além destes aspectos, há também que sublinhar que a persistência de défices orçamentais elevados tem efeitos negativos a prazo na riqueza e no rendimento nacionais. É inegável que no curto prazo um aumento do défice tem efeitos expansionistas, na medida em que a redução da poupança pública não é compensada por um aumento da poupança privada e daí resulta um aumento da despesa interna. No entanto, o facto de precisamente nessa situação a poupança nacional se reduzir, dá origem a que ou se reduza o investimento ou aumente a dívida externa o que, em ambos os casos, implica uma redução da riqueza futura e, possivelmente, das possibilidades de maior crescimento a longo prazo. Temos, assim, interesse em não deixar persistir muito tempo défices públicos elevados.

No que respeita à situação actual temos até um défice estrutural que representa um contributo de curto prazo à sustentação da actividade económica. Em 2003, Portugal tinha melhores razões que outros para exceder o limite dos 3% de défice, face à severidade da recessão. No entanto, isso não dispensaria a necessidade de reduzir o défice subsequentemente, além do mais porque a disciplina orçamental vai ter que se manter na área do euro e os restantes países

membros acabarão todos por cumprir as regras dessa disciplina. Na perspectiva do comportamento do défice orçamental nos próximos anos, o que conta como ponto de partida é a situação actual sem a consideração das medidas extraordinárias que, por definição, não duram sempre. Em Outubro passado a Comissão chamou a atenção nas suas Previsões de Outono para o facto do défice orçamental se situar em 2,9% em 2003 apenas porque existiam receitas pontuais que representavam «mais de 2% do PIB», facto que reproduzimos no nosso Boletim Económico publicado em Novembro. Note-se que as medidas extraordinárias de realização de receita são legítimas e aceites pelo *Eurostat* para efeitos do reporte de défice excessivos. A vantagem de usá-las reside em que elas substituem em parte as receitas reduzidas temporariamente pela recessão. Considerar o défice sem a sua inclusão tem, porém, o interesse de chamar a atenção para as dificuldades que ainda defrontaremos para alcançar o objectivo da plena consolidação orçamental. É importante não alimentar ilusões porque o crescimento económico moderado que se perspectiva não será suficiente para gerar automaticamente um significativo aumento de receitas fiscais. O sucesso conseguido com a contenção da despesa corrente tem que ser prosseguido porque constitui um contributo indispensável para uma autêntica consolidação orçamental. No curto prazo, porém, serão necessárias medidas do lado da despesa e do lado das receitas, nomeadamente através da obtenção de melhores resultados no combate à evasão fiscal. A necessidade imediata e conjuntural de mais receitas não implica qualquer julgamento sobre a questão de fundo relativa à dimensão desejável para o Estado. Essa é uma pura questão política de que se deve ocupar exclusivamente o debate político sério e fundamentado. No entanto, restabelecer uma situação orçamental mais equilibrada e sustentável deveria ser objecto de um consenso alargado na sociedade portuguesa. Além de todas as razões já invocadas, existe ainda a de que isso será uma forma de aumentar a confiança dos agentes económicos no futuro, dada a dramatização que o assunto tem tido na vida nacional. Melhorar as expectativas das famílias e das empresas é, pois, uma necessidade da actual conjuntura.

4. Passada esta fase de ajustamento que atravessamos, o problema de fundo que defrontamos é o de conseguirmos aumentar a taxa de crescimento potencial da economia portuguesa. E conseguir fazê-lo no contexto da crescente concorrência que sofreremos por efeito da globalização e do alargamento da União Europeia. Trata-se de um desafio extremamente exigente. Apesar das transformações de estrutura produtiva que realizámos na última década, com reflexo marcado nas nossas exportações, temos perdido competitividade ao longo desse período. Porque não inovámos o suficiente e porque os custos do trabalho por unidade produzida (CTUP's) aumentaram relativamente aos dos nossos parceiros comerciais. Assistimos recentemente a uma desaceleração desses custos e temos conquistado quotas de mercado nos países para onde exportamos nos dois últimos anos. Este comportamento é essencial para conseguirmos crescer e reduzir o desemprego, principal factor da desigualdade social. Sem taxa de câmbio própria para ajustar, os CTUP's devem evoluir em paralelo com os dos nossos parceiros. Sem esquecer que eles dependem da evolução dos salários, mas também da evolução da produtividade e que esta tem vindo a desacelerar desde meados dos anos 90 para além, portanto, do fraco comportamento associado ao período mais recente de baixa conjuntura. Esse andamento da produ-

tividade total dos factores tem sido mesmo a principal causa da redução da taxa de crescimento do produto potencial ao longo da última década. O declínio demográfico e as dificuldades que infelizmente se manifestam em acolher mais imigrantes, implicam que só através de um maior aumento da produtividade conseguiremos taxas de crescimento económico que nos permitam continuar a convergir para os níveis de vida dos países mais desenvolvidos. Ora, a produtividade é uma variável que é a resultante complexa de um vasto conjunto de instituições e comportamentos que envolvem todos os subsistemas sociais. A actuação modernizadora tem, assim, que desenvolver-se em muitas frentes: mudar os incentivos para estimular comportamentos com maior eficiência económica; aumentar a flexibilidade do tecido económico garantindo ao mesmo tempo o grau de coesão social que torne a flexibilidade sustentável; apoiar com as necessárias infra-estruturas as iniciativas das empresas para aumentar a produtividade, são tarefas importantes das políticas públicas. O esforço, porém, terá que ser de toda a sociedade. Temos que trabalhar mais, reformar mais, inovar mais. É da nossa capacidade colectiva que depende a possibilidade de aumentarmos o nosso potencial de crescimento.

*O Governador*  
VÍTOR CONSTÂNCIO

*Textos de política e situação económica*



## PERSPECTIVAS PARA A ECONOMIA PORTUGUESA: 2004-2005

## 1. INTRODUÇÃO

Este artigo apresenta projecções da economia portuguesa para os anos de 2004 e 2005, elaboradas pelo Banco de Portugal no âmbito do exercício de previsão do Eurosistema do Outono de 2003. As correspondentes projecções para o conjunto da área do euro foram publicadas no *Boletim Mensal* do Banco Central Europeu (BCE) de Dezembro de 2003.

Após a contracção da actividade económica em 2003, o Produto Interno Bruto (PIB) português deverá registar em 2004 um crescimento no intervalo de 0 a 1½ por cento (Quadro 1 e Gráfico 1). A recuperação da economia portuguesa deverá ser impulsionada pelo comportamento das exportações, prevendo-se ainda uma variação ligeiramente negativa da procura interna em 2004. À medida que o estímulo externo se for transmitindo à procura interna, nomeadamente ao investimento, a expansão da actividade económica tornar-se-á mais fir-

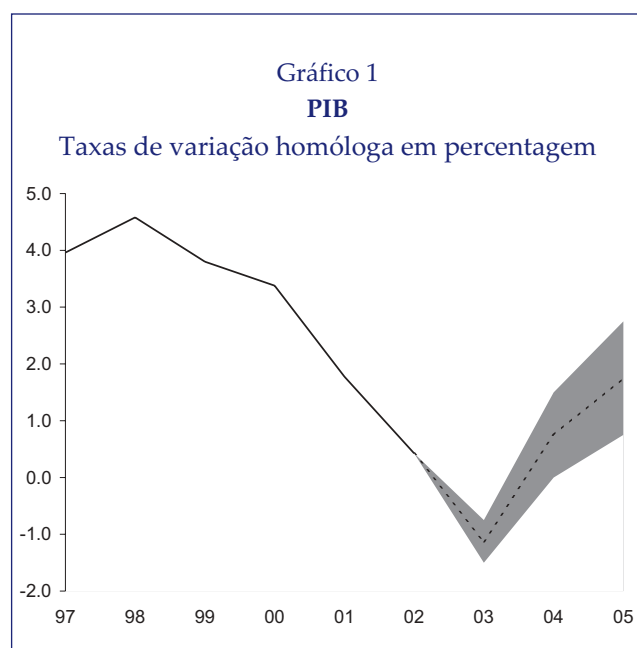
me. Para 2005, espera-se um contributo já claramente positivo da procura interna para o crescimento do PIB, projectando-se este último no intervalo de ¾ a 2¾ por cento (Gráfico 1).

Os actuais níveis de endividamento das empresas e dos particulares colocam restrições à expansão do investimento e do consumo privados. Adicionalmente, a necessidade inadiável de consolidação orçamental e o declínio progressivo das transferências da União Europeia traduzem-se, nestas projecções, na hipótese de uma contracção da componente pública da procura interna, cuja concretização também tenderá a condicionar, no curto prazo, o crescimento do produto. Esta hipótese é ilustrada no Gráfico 2, cujas linhas para o período 2003-2005 representam pontos médios de intervalos de projecção das procuras internas total e privada. Ao contrário do que se estima ter ocorrido em 2003, a procura interna privada, embora cres-

Quadro1

**PROJEÇÕES DO BANCO DE PORTUGAL**  
Taxas de variação ou percentagens do PIB

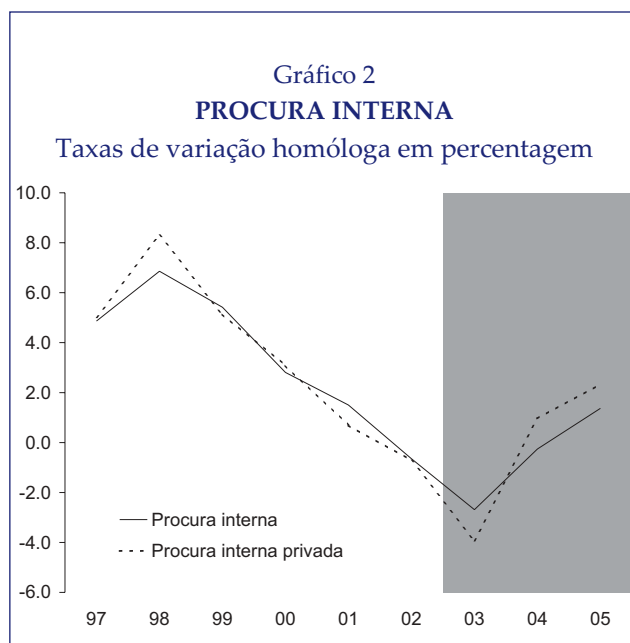
|                                                       |      | Projecção actual |            |           | Por memória:<br>BE Jun/2003 |             |
|-------------------------------------------------------|------|------------------|------------|-----------|-----------------------------|-------------|
|                                                       |      | 2003             | 2004       | 2005      | 2003                        | 2004        |
| Consumo privado .....                                 | 0.4  | [-1¼ ; -¼]       | [0 ; 1½]   | [½ ; 2½]  | [-¾ ; ¼]                    | [½ ; 2½]    |
| Consumo público .....                                 | 2.3  | 0                | -0.8       | -1.5      | -1.6                        | -1.4        |
| Formação Bruta de Capital Fixo. ....                  | -5.7 | [-11 ; -9]       | [-4¾ ; -¾] | [½ ; 6½]  | [-5¾ ; -3¾]                 | [-3 ; 1]    |
| Procura interna .....                                 | -0.6 | [-3¾ ; -2¼]      | [-1 ; ½]   | [¼ ; 2¼]  | [-2 ; -1]                   | [-½ ; 1½]   |
| Exportações .....                                     | 3.3  | [2½ ; 3½]        | [4¾ ; 6¾]  | [6 ; 9]   | [2¼ ; 3¾]                   | [5 ; 8]     |
| Procura global .....                                  | 0.2  | [-2 ; -1]        | [¼ ; 1¾]   | [1¾ ; 3¾] | [-1 ; 0]                    | [¾ ; 2¾]    |
| Importações .....                                     | -0.3 | [-2¾ ; -1¾]      | [1 ; 3]    | [4¼ ; 7¼] | [-1¾ ; ¼]                   | [3 ; 6]     |
| PIB .....                                             | 0.4  | [-1½ ; -¾]       | [0 ; 1½]   | [¾ ; 2¾]  | [-1 ; 0]                    | [0 ; 2]     |
| Balança corrente + balança de capital (% PIB) . . . . | -5.6 | [-3¾ ; -2¼]      | [-2½ ; -½] | [-2¾ ; ¼] | [-3¾ ; -1¾]                 | [-3¾ ; -¾]  |
| Índice Harmonizado de Preços no Consumidor            | 3.7  | 3.3              | [2 ; 3]    | [1½ ; 3]  | [2.5 ; 3.5]                 | [0.7 ; 2.7] |



cendo moderadamente, deverá registar um crescimento superior ao da procura interna total, tanto em 2004 como em 2005.

As exportações de bens e serviços deverão ser a componente mais dinâmica da procura global. Esta previsão reflecte, no essencial, uma aceleração da procura externa dirigida à economia portuguesa, em linha com as hipóteses do exercício do Eurosistema para a economia mundial e com a previsão de recuperação da economia da área do euro. Espera-se também algum ganho de quota nos mercados externos ao longo do horizonte de previsão, tornado possível por uma melhoria das condições competitivas da economia portuguesa em resultado de uma moderação dos custos salariais, dado não ser sustentável que ele continue a ser conseguido, como em 2002 e 2003, à custa de um aperto das margens de lucro das empresas exportadoras.

Relativamente à inflação, projecta-se que a taxa de variação média anual do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) diminua de 3.3 por cento, em 2003, para valores pertencentes aos intervalos de 2 a 3 por cento, em 2004, e de 1½ a 3 por cento, em 2005 (Gráfico 3). Esta redução da inflação é explicada tanto por factores de ordem interna, como por factores de enquadramento externo da economia portuguesa. Os factores de ordem interna referem-se ao fraco crescimento económico, que permitirá aliviar um conjunto de pressões do lado da procura, que terão afectado, nos últimos anos, a evolução dos salários e dos preços no consumidor (em particular, no caso dos serviços).

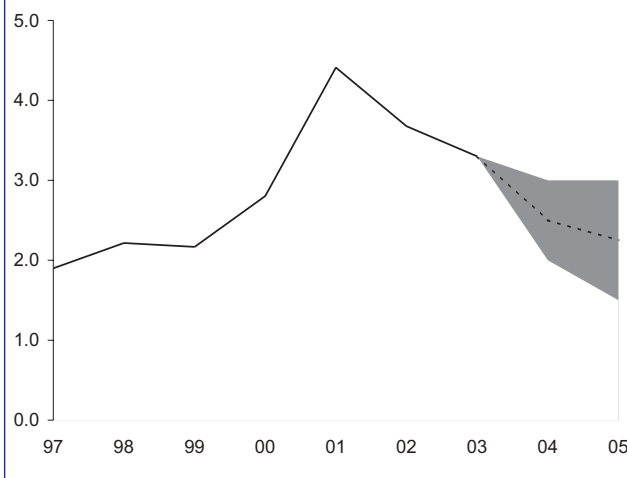


A desaceleração dos salários nominais, observada em 2003, deverá continuar em 2004 e 2005, o que, conjugado com crescimentos da produtividade mais próximos da média histórica, determinará um crescimento reduzido dos custos unitários do trabalho. Também os factores externos deverão contribuir para a redução da inflação, com os preços dos bens importados a crescerem moderadamente em 2004 e 2005, reflectindo as hipóteses de evolução dos preços internacionais de matérias primas assumidas no exercício do Eurosistema. A descida da inflação poderá ser momentaneamente perturbada pela subida temporária dos preços de alguns serviços ligados à realização do Campeonato da Europa de Futebol ou por reajustamentos discretos de preços de bens e serviços directa ou indirectamente subsidiados pelo Estado.

A projectada descida da taxa de inflação deverá traduzir-se numa redução do diferencial de inflação relativamente à média da área do euro. Por seu lado, o perfil de evolução esperada da actividade em 2004 e 2005 é similar, embora a um nível inferior, ao admitido para o conjunto das economias da área do euro. Esta interrupção do processo de convergência real é explicada pela necessidade de correcção de um conjunto de desequilíbrios macroeconómicos acumulados nos últimos anos da década de 90 e no início da corrente década, num contexto de elevado crescimento da procura interna não acompanhado pela evolução da oferta interna, que originou um forte aumento das necessidades de financiamento externo da economia por-

Gráfico 3  
ÍNDICE HARMONIZADO DE PREÇOS  
NO CONSUMIDOR

Taxas de variação homóloga em percentagem



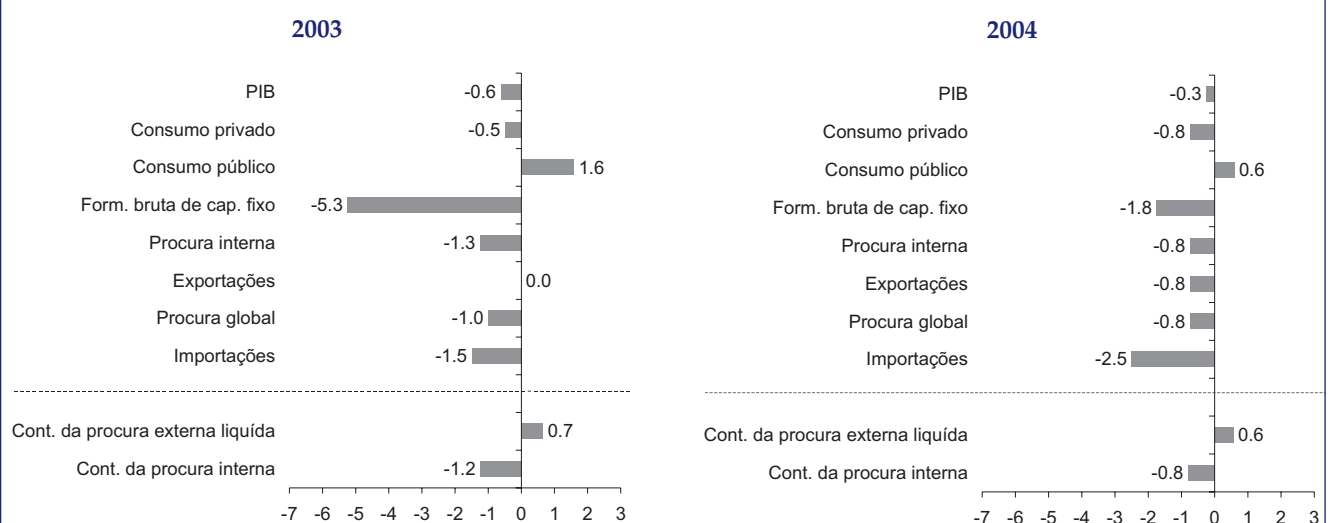
tuguesa. As projecções para a actividade e para inflação apresentadas neste artigo admitem que prosseguirá nos próximos anos o ajustamento endógeno gradual da situação financeira do sector privado e que será levado a cabo um esforço de consolidação orçamental. Estes desenvolvimentos estarão associados a uma melhoria da competitividade da economia portuguesa, em resultado da moderação salarial e de aumentos na produtividade. Só desta forma se criarão condições para o regresso a ritmos mais elevados e sustentáveis de

crescimento económico, com a correspondente redução do desemprego.

Comparativamente com as projecções publicadas no *Boletim Económico* de Junho de 2003, no âmbito do exercício de Projectões Macroeconómicas do Eurosistema da Primavera, em que se utilizou informação disponível até meados de Maio, as actuais projecções representam uma ligeira revisão em baixa do nível da actividade económica previsto para 2004 ( $\frac{1}{4}$  de ponto percentual, se forem tomados como referência os pontos médios dos intervalos) (Gráfico 4). Esta revisão é explicada, por um lado, por efeitos de base decorrentes da diferente avaliação do comportamento da economia em 2003, caracterizado por uma recessão mais acentuada e prolongada do que anteriormente previsto, e, por outro lado, por uma revisão ligeira em baixa da procura externa relevante para a economia portuguesa.

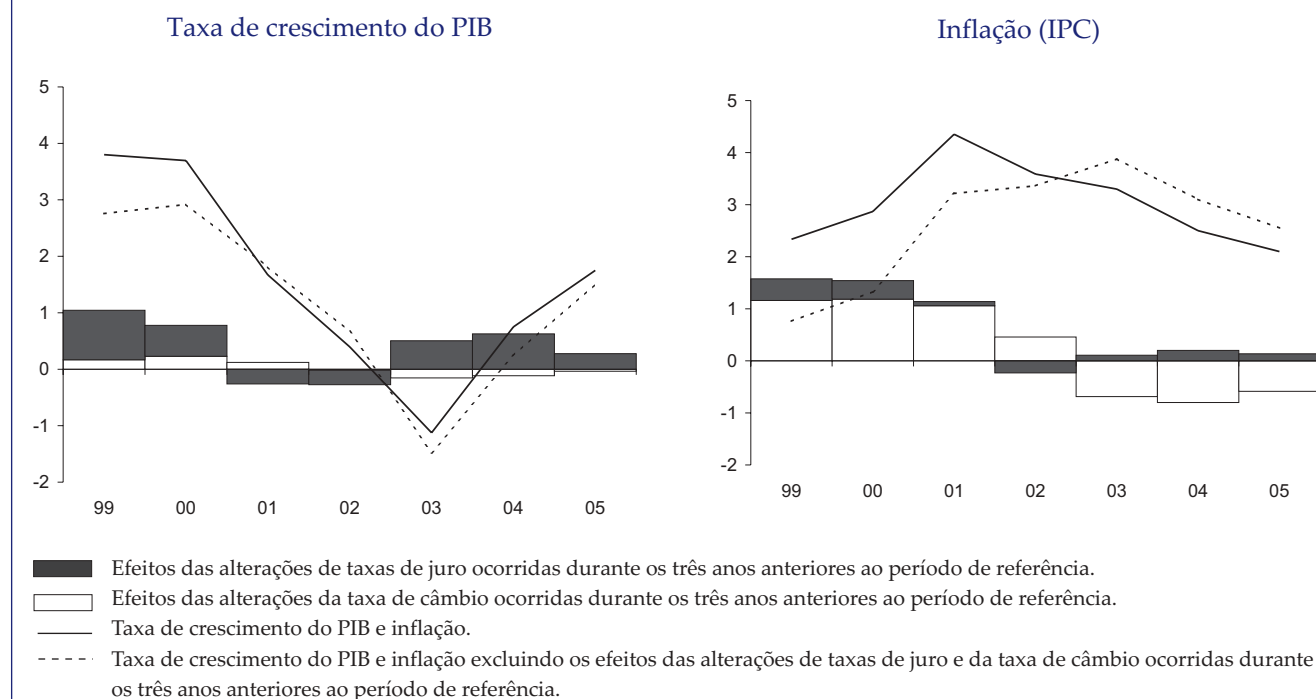
Também comparando com as projecções do exercício da Primavera, o valor da inflação em 2003 fixou-se na parte superior do intervalo de projecção<sup>(1)</sup>, não obstante a ligeira revisão em baixa do crescimento económico. A explicação deste resultado decorre fundamentalmente de três factores: (i) níveis do preço do petróleo mais altos do que os anteriormente assumidos; (ii) um aumento anormal dos preços de alguns bens alimentares na sequência das condições climáticas adversas verificadas no Verão passado; (iii) uma resistência maior do que antecipada à desaceleração dos pre-

Gráfico 4  
REVISÃO DAS PROJEÇÕES RELATIVAMENTE AO BOLETIM ECONÓMICO DE JUNHO<sup>(a)</sup>



Nota: (a) Tomando em consideração os pontos médios dos intervalos de previsão

Gráfico 5  
CONTRIBUTO DAS CONDIÇÕES MONETÁRIAS



ços de alguns serviços. Para o ano de 2004, as actuais projecções revêem em alta a inflação, reflectindo não só o facto de o comportamento desta variável em 2003 ter sido mais desfavorável do que o anteriormente previsto, mas também a inclusão dos efeitos do recente aumento das propinas nas universidades públicas, que se fará sentir sobretudo em 2004, e do impacto esperado da realização do Campeonato da Europa de Futebol nos preços de alguns serviços.

## 2. HIPÓTESES SUBJACENTES ÀS PROJEÇÕES PARA A ECONOMIA PORTUGUESA

As projecções apresentadas neste Boletim Económico têm por base um conjunto de hipóteses para taxas de juro, taxas de câmbio, preços das matérias-primas e evolução da economia internacional. Para além destas hipóteses – que foram comuns para todos os bancos centrais do Eurosistema – foi ainda assumido um conjunto de

hipóteses específico sobre a economia portuguesa, em particular sobre a evolução das finanças públicas.

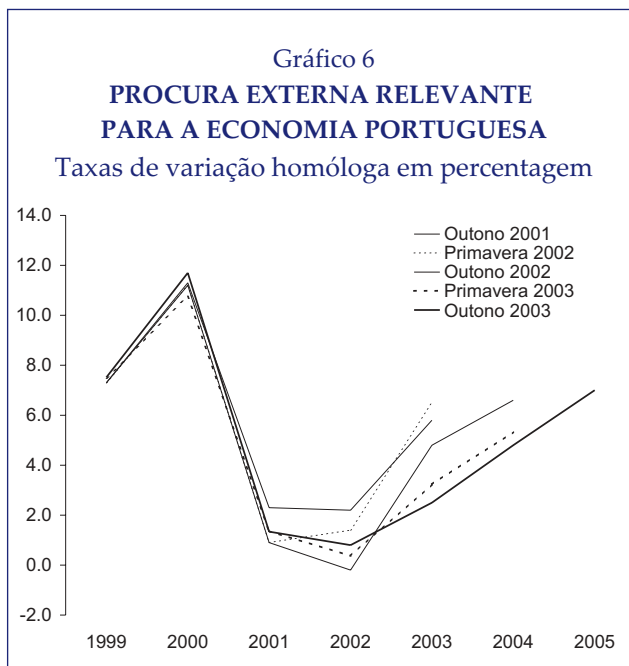
### 2.1. Taxas de juro e taxas de câmbio

No exercício de projecção do Eurosistema assumiu-se a manutenção das taxas de juro de curto prazo (a 3 meses) e das taxas de câmbio aos níveis observados em meados de Outubro. Para as taxas de juro de longo prazo considerou-se a evolução implícita nas expectativas de mercado, o que se traduz num perfil ligeiramente ascendente ao longo do horizonte da projecção, embora para valores inferiores aos registados, em termos médios anuais, em 2002.

Dado a diminuição das taxas de juro de longo prazo e a tendência de apreciação do euro observadas durante 2003, as hipóteses técnicas de taxas de juro e de câmbio constantes durante o horizonte de projecção implicam, em termos médios anuais, para o ano de 2004, uma ligeira descida das taxas de juro de curto prazo e uma apreciação cambial do euro em termos efectivos.

A trajectória de taxas de juro e taxas de câmbio observadas nos últimos anos, bem como as hipóte-

(1) Se for tomado como referência o *Boletim Económico* de Setembro de 2003, a taxa de inflação medida como a taxa de variação média do IHPC situou-se no limite inferior do intervalo de projecção [3.3-3.5].



ses técnicas que consistem em manter constantes estas variáveis durante o horizonte de projecção, representam condições monetárias favoráveis para a evolução da actividade económica e para a redução da inflação em Portugal, conforme é sugerido pelo Índice de Condições Monetárias (ICM)<sup>(2)</sup>. Este indicador tem por objectivo avaliar os efeitos sobre o produto e inflação das variações da taxa de juro e da taxa de câmbio observadas ou admitidas no próprio ano em questão e nos dois anos anteriores. De acordo com o ICM (Gráfico 5), se as condições monetárias se tivessem mantido inalteradas desde 2000, isto é, se não tivessem ocorrido a redução de taxas de juro e a apreciação da taxa de câmbio do euro, em 2003 a inflação seria cerca de ½ ponto percentual mais elevada e o crescimento do produto seria inferior também em cerca de ½ ponto percentual. Obtêm-se valores da mesma ordem de grandeza para os anos de 2004 e 2005, admitindo de forma correspondente a manutenção das taxas de juro e de câmbio nos níveis médios observados em 2001 e 2002, respectivamente. É possível que o ICM esteja a sobrestimar, em alguma medida, o efeito favorável das condições monetárias sobre a previsão da inflação e do crescimento do produto, nomeadamente por não ter em conta, de forma completa, o efeito das alterações recentes nos níveis

(2) Este índice corresponde ao ICM nominal apresentado no artigo de Paulo Esteves, "Índice de Condições Monetárias para Portugal", *Boletim Económico* de Junho de 2003.

de endividamento das famílias e empresas sobre a reacção destes agentes a uma alteração das taxas de juro. De qualquer forma, parece robusta a conclusão de que as condições monetárias, em paralelo com um contributo para a redução da inflação, deverão contribuir para melhorar um pouco as previsões de crescimento do produto.

## 2.2. Procura externa relevante para a economia portuguesa

As hipóteses assumidas neste exercício implicam a continuação da recuperação da actividade económica mundial ao longo do período de projecção. De acordo com as hipóteses comuns do exercício do Eurosistema, admite-se que a economia mundial, excluindo a área do euro, cresça 4 por cento em 2003, projectando-se para 2004 e 2005 taxas de crescimento de 4½ e 5 por cento, respectivamente. Tal corresponde, para 2004, a assumir um crescimento económico mundial próximo do nível estimado para o segundo semestre de 2003, ao qual deverá seguir-se uma melhoria progressiva em 2005 (Gráfico 6). Para a evolução do comércio mundial admite-se um perfil similar ao do PIB mundial, esperando-se uma aceleração gradual do crescimento dos mercados de exportação da área do euro durante o horizonte de previsão (de 4 por cento em 2003, para 7 e 8 por cento, respectivamente em 2004 e 2005).

Na elaboração das projecções relativas à evolução dos mercados externos relevantes para a economia portuguesa, houve ainda que 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 procura externa dirigida à economia portuguesa. As projecções do Eurosistema apontam para uma aceleração da actividade económica na área do euro, com taxas de crescimento do PIB entre 1.1 e 2.1 por cento, em 2004, e entre 1.9 e 2.9 por cento, em 2005.

Este enquadramento externo traduz-se numa aceleração da procura externa relevante para a economia portuguesa, de 2.5 por cento em 2003, para cerca de 5 e de 7 por cento em 2004 e 2005, respectivamente, que está na base do papel predo-

minante desempenhado pelas exportações na projectada recuperação da actividade económica portuguesa.

### 2.3. Preços internacionais

As hipóteses do Eurosistema para a evolução dos preços internacionais de matérias-primas têm por base informação dos mercados de futuros. No caso do preço do petróleo, os mercados de futuros permitem projectar uma trajectória descendente ao longo de 2004 e 2005, reflectindo a expectativa de uma progressiva estabilização da situação política e militar no Golfo Pérsico e a consequente diminuição da probabilidade da ocorrência de choques negativos na oferta desta matéria-prima. No caso das matérias-primas não energéticas, os mercados de futuros permitem antecipar um crescimento moderado dos preços destas matérias-primas nos anos de 2004 e 2005. Combinando estas hipóteses com uma moderação salarial na área do euro – traduzida na esperança de manutenção do ritmo de crescimento moderado dos salários ao longo de todo o horizonte de projecção – as projecções do Eurosistema apontam para uma redução gradual da taxa de inflação para o conjunto dos países da área do euro, com a taxa de crescimento do IHPC a situar-se num intervalo de 2.0 a 2.2 por cento, em 2003, 1.3 a 2.3 por cento, em 2004, e 1.0 a 2.2 por cento, em 2005.

A evolução assumida para os preços internacionais, em particular no que se refere ao comportamento do preço do petróleo, conjuntamente com a hipótese técnica assumida para a taxa de câmbio, conduzem a um ligeiro ganho de termos de troca para a economia da área do euro, mais acentuado em 2004 do que em 2005.

### 2.4. Hipóteses específicas para Portugal

Além das hipóteses acima mencionadas que decorrem do exercício de projecção do Eurosistema, as actuais projecções assentam ainda num conjunto de hipóteses específicas para Portugal, de que se destacam as respeitantes à evolução das finanças públicas.

A variação real do consumo público assumida para 2004 e 2005 tem implícita uma redução gradual do número de efectivos das Administrações Públicas, assim como o congelamento da despesa nominal com a aquisição de bens e serviços. Relati-

vamente ao investimento público - e considerando valores que excluem o impacto das vendas de imóveis detidos pelo Estado - admite-se um decréscimo em linha com a evolução esperada das transferências da União Europeia no âmbito do III Quadro Comunitário de Apoio.

No que diz respeito aos preços no consumidor condicionados por procedimentos de natureza administrativa, a actual projecção assume que registarão, em termos globais, um crescimento próximo do verificado em anos anteriores, com duas excepções. A primeira decorre da actualização das propinas universitárias, que foi incorporada no exercício. A segunda excepção prende-se com os preços dos combustíveis, para os quais se assume uma trajectória de redução, em linha com as hipóteses técnicas anteriormente referidas sobre o preço do petróleo e a taxa de câmbio do euro face ao dólar norte-americano.

## 3. PERSPECTIVAS PARA A ECONOMIA PORTUGUESA

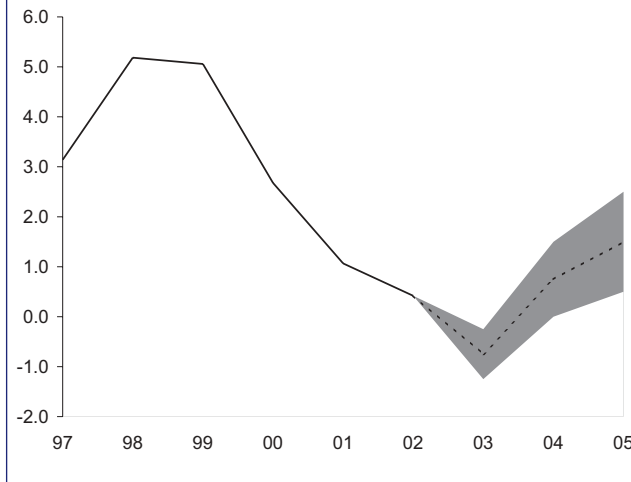
### 3.1. Actividade económica

As projecções para a economia portuguesa divulgadas neste *Boletim Económico* apontam para uma recuperação moderada da actividade económica. O processo de ajustamento da economia portuguesa iniciado em 2000, e que tem contribuído para o abrandamento da actividade económica nos anos mais recentes, deverá continuar a condicionar o crescimento no horizonte do exercício.

A recuperação em 2004 deverá ser impulsionada por um enquadramento externo mais favorável, atendendo a que o contributo da procura interna para o crescimento do PIB poderá ainda ser ligeiramente negativo. Por um lado, o desequilíbrio nas contas do sector público, exigindo uma redução real das despesas públicas, e a progressiva diminuição das transferências recebidas da União Europeia, traduzem-se em variações negativas do consumo e do investimento públicos em 2004 e 2005. Por outro lado, os actuais níveis de endividamento dos particulares e empresas deverão continuar a constituir um elemento limitativo do crescimento da procura interna privada. Deste modo, a projecção para 2004 aponta para um crescimento do PIB entre 0 e 1½ por cento, após a contracção da actividade económica verificada em 2003.

Gráfico 7  
CONSUMO PRIVADO

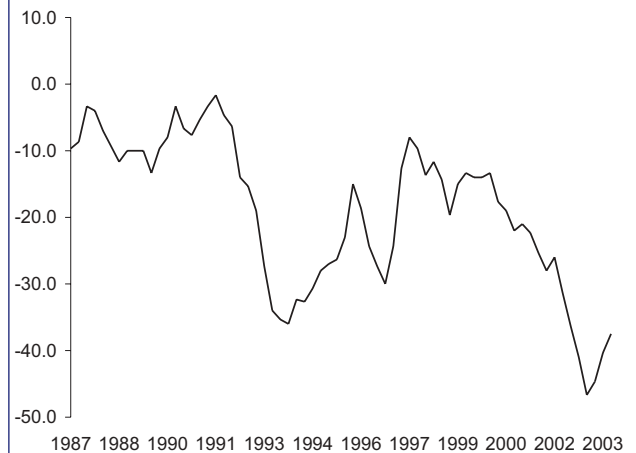
Taxas de variação homóloga em percentagem



Para 2005, projecta-se um fortalecimento adicional da recuperação da actividade económica, com o crescimento do PIB a situar-se no intervalo de  $\frac{3}{4}$  a  $2\frac{3}{4}$  por cento, em resultado de um ambiente externo mais favorável e, no plano interno, da melhoria das expectativas relativamente às condições económicas futuras, no contexto da hipótese de manutenção das taxas de juro de curto prazo num nível historicamente baixo.

A recuperação moderada da actividade económica, em 2004 e 2005, deverá determinar a continuação do aumento da taxa de desemprego. Esta evolução da taxa de desemprego deverá exercer efeitos moderadores sobre o crescimento nominal dos salários. O emprego, acompanhando com algum desfasamento a evolução da actividade económica, deverá ainda diminuir em 2004, apresentando uma variação aproximadamente nula em 2005. Assim, numa primeira fase, a expansão da actividade económica será possível por um aumento da utilização da capacidade produtiva já instalada, permitindo um crescimento da produtividade aparente do trabalho, após uma virtual estagnação em 2003. A evolução dos salários e da produtividade deverá permitir uma desaceleração significativa dos custos unitários do trabalho, criando condições favoráveis para que prossiga a re-

Gráfico 8  
INDICADOR DE CONFIANÇA  
DOS CONSUMIDORES



Fonte: Comissão Europeia

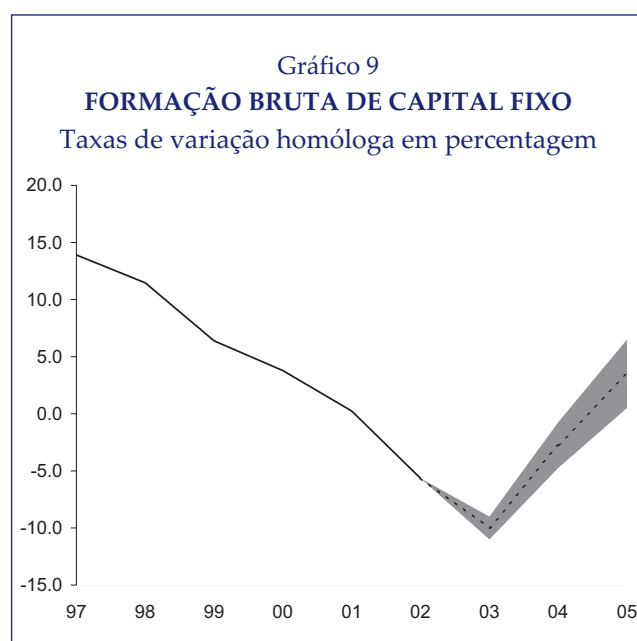
dução da inflação em 2004 e em 2005 e melhore a competitividade da economia.

#### (i) Consumo privado

Em 2004, o consumo privado deverá registar um crescimento no intervalo de 0 a  $1\frac{1}{2}$  por cento, invertendo a tendência de desaceleração observada nos últimos anos (Gráfico 7). Refira-se que esta inversão de tendência é consistente com a recuperação recente do indicador de confiança dos consumidores, após o mínimo histórico atingido em meados do primeiro semestre de 2003 (Gráfico 8)<sup>(3)</sup>. O crescimento projectado para o consumo privado em 2004 incorpora um ligeiro aumento da despesa em aquisição de bens duradouros, componente particularmente sensível ao ciclo económico e que nos anos mais recentes registou contracções significativas. Para 2005, projecta-se um crescimento um pouco mais forte do consumo privado, no intervalo de  $\frac{1}{2}$  a  $2\frac{1}{2}$  por cento.

A recuperação do consumo privado tem subjacente uma ligeira redução da taxa de poupança em 2004 e 2005, após o aumento verificado nos últimos anos (3.2 p.p. entre 1999 e 2003). Apesar da hipótese técnica de taxas de juro de curto prazo constantes, num nível historicamente muito baixo, a necessidade de cumprir o serviço da dívida e um efeito de precaução, num quadro de aumento da taxa de desemprego, deverão motivar um comportamento prudente dos consumidores, impedindo

(3) Este indicador apresenta uma forte correlação com o consumo privado. Veja-se o estudo "A utilização de inquéritos qualitativos na análise de conjuntura", de Raquel Santos, publicado no *Boletim Económico* de Setembro de 2003.

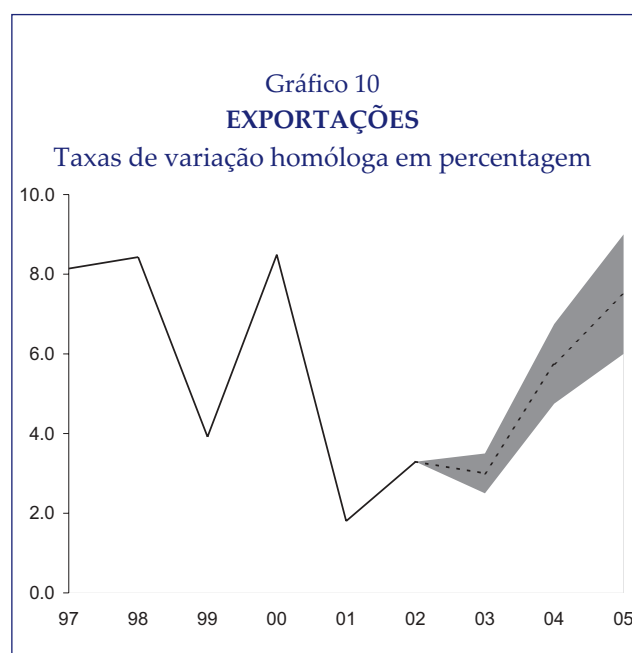


uma expansão mais significativa do consumo privado e, desta forma, uma redução mais acentuada da taxa de poupança.

#### (ii) Investimento

A evolução do investimento deverá continuar a estar condicionada pelo processo de ajustamento gradual que se tem vindo a verificar na economia portuguesa ao longo dos últimos anos. Em 2004, pelo terceiro ano consecutivo, o investimento deverá diminuir, em termos reais, projectando-se uma variação entre  $-4\frac{3}{4}$  e  $-\frac{3}{4}$  por cento (Gráfico 9). Esta projecção incorpora uma quebra do investimento público, uma nova redução do investimento em habitação, embora menos significativa do que a verificada em 2003, e um crescimento ténue do investimento empresarial. Em 2005, o investimento deverá crescer, em resultado da aceleração do investimento empresarial e do regresso do investimento em habitação a taxas de variação positivas. A evolução do investimento público reflecte, fundamentalmente, a diminuição esperada nas transferências de capital recebidas da União Europeia.

A projectada evolução positiva do investimento empresarial, após a queda em 2003, está associada ao impacto na actividade económica do comportamento dinâmico que se perspectiva para as exportações, em linha com o elevado crescimento da procura externa dirigida à economia portuguesa. Adicionalmente, deverá também beneficiar de um



comportamento mais favorável das margens de lucro, determinado, em grande parte, pela desaceleração dos custos unitários do trabalho. Saliente-se ainda o efeito positivo sobre a projecção do investimento empresarial que exercem as hipóteses assumidas relativamente às taxas de juro, que se situam a níveis historicamente baixos ao longo do exercício de previsão.

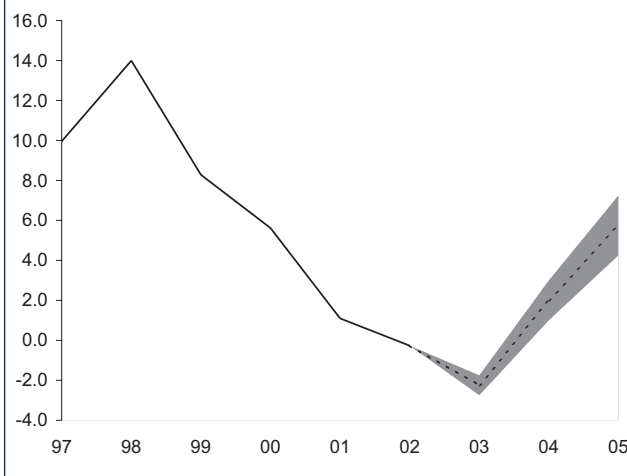
No que se refere ao investimento em habitação, projecta-se uma taxa de crescimento negativa em 2004, se bem que menos acentuada do que a estimada para 2003, traduzindo uma reacção mais lenta à recuperação da actividade económica comparativamente com o comportamento do investimento empresarial e do consumo de bens duradouros. Em 2005, espera-se que se materialize a recuperação do investimento residencial, quando se tornarem mais sólidas as perspectivas de crescimento económico e a situação no mercado de trabalho deixar de se deteriorar.

#### (iii) Exportações e importações

A variação real projectada para as exportações (Gráfico 10) reflecte, no essencial, a trajetória de recuperação da procura externa relevante para a economia portuguesa. A actual projecção contempla uma desaceleração considerável dos custos unitários de trabalho no ano de 2003, que se tenderá a acentuar em 2004 e em 2005, reflectindo, simultaneamente, um crescimento mais moderado dos salários e uma recuperação do crescimento da

Gráfico 11  
IMPORTAÇÕES

Taxas de variação homóloga em percentagem



produtividade para níveis mais próximos da respectiva média histórica. Em resultado, a posição competitiva das exportações portuguesas permitirá sustentar ganhos de quotas de mercado ao longo do horizonte de projecção que, contudo, poderão ser mais moderados do que os observados em 2002 e em 2003. A projecção de ganhos de quota poderá ainda ser explicada pelo fraco dinamismo da procura interna, que continuará a criar incentivos para as empresas reorientarem as suas vendas para os mercados externos. Por outro lado, estima-se uma recuperação extremamente rápida das exportações de serviços de turismo, que tendem a ser muito sensíveis à conjuntura económica internacional<sup>(4)</sup>. Esta recuperação será reforçada, em 2004, pelo impacto da realização do Campeonato da Europa de Futebol. Em sentido contrário, a evolução negativa projectada para as exportações do sector automóvel, para o ano de 2004, deverá atenuar o ganho de quotas, dado o peso significativo deste sector nas exportações portuguesas.

A evolução das importações (Gráfico 11) reflecte o andamento projectado para as várias compo-

nentes da procura global, em particular para aquelas cujo conteúdo importado é mais significativo, continuando por isso a apresentar uma variabilidade particularmente elevada ao longo do ciclo económico<sup>(5)</sup>. Em 2003, estima-se que o volume de importações de bens e serviços venha a apresentar uma taxa de variação negativa, reflectindo a queda da procura interna. Em 2004 e 2005, a recuperação projectada para a actividade económica levará a uma variação real das importações de bens e serviços superior ao crescimento do PIB. Em resultado, não obstante o crescimento vigoroso das exportações, o contributo da procura externa líquida para o crescimento da economia portuguesa deverá reduzir-se gradualmente ao longo do horizonte de projecção.

### 3.2 Balanças corrente e de capital

As actuais projecções apontam para uma significativa redução das necessidades líquidas de financiamento externo da economia portuguesa, avaliadas pelo défice conjunto das balanças corrente e de capital. A redução do défice externo será conseguida fundamentalmente através de uma melhoria do saldo da balança de bens e serviços, na medida em que se espera uma ligeira redução dos saldos, em rácio do PIB, das outras componentes, em especial da balança de capital.

A evolução projectada para o défice da balança comercial - reduções de cerca de 1½ e de ½ pontos percentuais do PIB, respectivamente em 2004 e 2005 - reflecte um crescimento mais forte do volume de exportações do que o volume de importações, traduzindo, simultaneamente, o já referido dinamismo da procura externa e a recuperação moderada que se projecta para a procura interna. Adicionalmente, o saldo da balança comercial deverá reflectir ainda algum ganho de termos de troca, que resultará basicamente da assumida trajetória descendente do preço do petróleo.

O défice da conta de rendimentos em percentagem do PIB dever-se-á manter basicamente inalte-

(4) No período de 1978 a 2002, verifica-se que as taxas de variação da procura externa relevante para a economia portuguesa – medida como a média das importações de bens e serviços dos principais mercados clientes – e as taxas de variação das exportações portuguesas de turismo estão positivamente correlacionadas (coeficiente de correlação de 0.65). No entanto, a taxa de variação das exportações de turismo apresenta uma volatilidade de cerca de quatro vezes superior à da procura externa.

(5) O facto das componentes da despesa que tradicionalmente apresentam uma maior volatilidade serem simultaneamente aquelas que registam o maior conteúdo importado origina uma elevada variabilidade das importações e um comportamento pró-cíclico do peso das importações na procura interna. Este facto explica a larga amplitude dos intervalos de projecção apresentados para o crescimento das importações.

rado ao longo do horizonte de projecção, de forma consistente com as hipóteses de taxas de juro de curto prazo e taxas de câmbio do euro constantes nos níveis observados em meados de Outubro, que implicam para 2004, em valores médios anuais, uma ligeira descida das taxas de juro e uma apreciação do euro. Em relação às transferências correntes, projecta-se uma estabilização em torno dos valores estimados para 2002, também em percentagem do PIB, para o que contribuirá a recuperação das transferências de emigrantes proporcionada pela melhoria da situação económica internacional. No que respeita às transferências de capital, assume-se que estas evoluirão de acordo com a evolução esperada para as transferências de capital provenientes da União Europeia associadas à execução do III Quadro Comunitário de Apoio.

### 3.3. Inflação

A taxa de variação média do IHPC diminuiu para 3.3 por cento, em 2003, depois de ter atingido um valor médio de 3.7 por cento em 2002. A actual projecção incorpora um perfil de desaceleração dos preços ao longo do ano de 2004, com a taxa média de inflação a situar-se entre 2 e 3 por cento. Em 2005, espera-se uma nova descida da inflação média anual, para valores no intervalo de 1½ a 3 por cento.

A manutenção de um ritmo de crescimento económico inferior ao potencial, tanto em 2004 como em 2005, e o consequente aumento da taxa de desemprego, criarão um ambiente propício à diminuição das pressões no mercado de trabalho, permitindo uma evolução mais moderada dos salários, que reforçará a trajectória de abrandamento já observada em 2003. Com efeito, no período de Janeiro a Novembro, a variação salarial implícita nos contratos colectivos de trabalho, excluindo as administrações públicas, foi de 2.8 por cento, que compara com 3.6 por cento no ano de 2002. Saliente-se que os salários efectivamente pagos pelas empresas dependem não só da actualização dos

contratos, mas também de um montante adicional (*almofada salarial*)<sup>(6)</sup> que é sensível às flutuações da actividade económica. Assim, na actual fase recessiva da economia portuguesa, as estimativas apontam para que, no sector privado, a desaceleração dos salários exceda a observada na contratação colectiva.

No que respeita aos factores externos, espera-se um crescimento moderado dos preços de importação, num contexto das hipóteses de descida gradual do preço do petróleo, de relativa estabilidade dos restantes preços internacionais das matérias-primas e de manutenção da taxa de câmbio do euro no nível de meados de Outubro. Em resultado, é projectado um crescimento dos preços de importação bastante moderado em 2004 e 2005, contribuindo para a desaceleração dos preços no consumidor. O deflator das importações de mercadorias deverá registar uma nova diminuição em 2003, a exemplo do que já aconteceu em 2002, recuperando em 2004, à medida que se esgotarem os efeitos associados com a apreciação do euro e se atenuar o efeito do perfil descendente assumido para o preço do petróleo. Destaque-se, a propósito, que as projecções do Banco de Portugal, atendendo ao regime de fixação de preços no consumidor de combustíveis, assumem que a descida do preço do petróleo se transmitirá de forma directa aos preços no consumidor, contribuindo de forma significativa para a projectada redução da inflação.

O perfil descendente da inflação ao longo de 2004 poderá ser temporariamente interrompido a partir de Maio, devido à possível subida dos preços de alguns serviços mais directamente relacionados com realização do Campeonato da Europa de Futebol. Em sentido contrário, actuará a dissipação de dois efeitos temporários criados em 2003: o primeiro, ocorrido no primeiro trimestre, aquando do agravamento da situação no Iraque que se reflectiu de forma significativa nos preços no consumidor dos combustíveis; o segundo, que culminou em Setembro de 2003, foi o aumento anormal dos preços de alguns bens alimentares.

(6) Ver caixa "O sistema de negociação de salários e o comportamento da almofada salarial" publicada no *Relatório Anual* do Banco de Portugal de 2002.

#### 4. AVALIAÇÃO DE FACTORES DE RISCO

A avaliação global dos factores de risco que incidem sobre as projecções de crescimento do produto levam a um balanço de riscos no sentido da baixa. Conforme se referiu, a evolução da procura externa relevante para a economia portuguesa terá um papel crucial na recuperação. A hipótese de uma forte expansão da actividade económica internacional — que tem implícita um elevado ritmo de crescimento económico nos EUA, numa situação de desequilíbrios nas contas externas e nas contas públicas — pode revelar-se optimista e susceptível de uma revisão no sentido da baixa, como, aliás, tem acontecido nos exercícios anteriores. Refira-se, adicionalmente, a apreciação do euro face ao dólar, verificada após a data de fecho das hipóteses técnicas, e que poderá ter um impacto negativo no crescimento da actividade económica da área do euro. A concretização destes riscos conduzir, naturalmente, a um ajustamento em baixo do crescimento da economia portuguesa.

A possibilidade de se verificar um aumento das taxas de juro ao longo do horizonte de projecção é outra fonte de risco no sentido descendente para a actividade económica portuguesa. Este aspecto é particularmente importante dado o forte aumento, nos últimos anos, do nível de endividamento dos particulares e das empresas, o que constitui um importante elemento de vulnerabilidade da economia portuguesa. Deve sublinhar-se, no entanto, que este factor de risco não é independente dos desenvolvimentos da economia mundial. A apreciação do euro e um ambiente internacional menos favorável, com consequente impacto negativo sobre a procura externa relevante para a economia portuguesa, tornaria mais improvável uma subida das taxas de juro.

Existem também factores de risco específicos da economia portuguesa. Um deles tem a ver com o funcionamento do mercado de trabalho, podendo acontecer uma evolução mais negativa para o emprego e/ou uma desaceleração mais significativa dos salários. De facto, é possível que a melhoria da situação financeira das empresas, factor essencial para a recuperação do investimento empresarial, tenha que passar por um ajustamento mais acentuado dos salários ou, se este não vier a ocorrer, por uma maior redução de emprego. Este aspecto é particularmente importante num contexto em que,

por força das necessidades de consolidação orçamental, as administrações públicas deixaram de ter capacidade de criação líquida de emprego.

Um factor adicional de risco prende-se com as finanças públicas e a política orçamental. A necessidade de promover medidas orçamentais não contempladas neste exercício de previsão pode, no curto prazo, ter efeitos negativos no crescimento do PIB. Em sentido oposto, e à semelhança do que vem acontecendo nos últimos anos, existe a possibilidade das componentes públicas da procura interna terem uma variação superior ao assumido. Se tal acontecer, apesar do eventual efeito positivo imediato no produto, aquele comportamento da despesa pública determinará, muito provavelmente, um agravamento das necessidades de financiamento das administrações públicas, que terá inevitavelmente que ser corrigido no futuro, com dificuldade acrescida.

Um segundo risco no sentido da alta para o crescimento do produto está associado à evolução da confiança dos consumidores e, em especial, dos empresários. Os indicadores de confiança disponíveis mostram alguma recuperação na segunda metade de 2003. Se o crescimento internacional se confirmar conforme previsto e se o esforço de consolidação orçamental for aprofundado, é possível que o investimento, sobretudo o empresarial, denote uma evolução mais favorável do que a projectada, com efeito positivo no crescimento do produto.

Relativamente à inflação, os riscos subjacentes às projecções são mais equilibrados<sup>(7)</sup>. Entre os riscos que possam conduzir a uma maior inflação, devem referir-se, por um lado, a possibilidade do preço do petróleo vir a ter a um comportamento menos favorável do que o assumido e, por outro lado, a possibilidade das variações de preços de alguns serviços mostrarem maior resistência à descida do que o previsto ou, no caso de serviços subsidiados, os respectivos preços sofrerem aumentos discretos em resultado do processo de consolida-

(7) Em Janeiro de 2003, o INE iniciou a publicação de uma série do Índice de Preços no Consumidor (IPC) e do IHPC. Entre as alterações metodológicas, refira-se o novo tratamento efectuado para os preços com comportamento sazonal (ver o Anexo 1 dos *Indicadores de Conjuntura* de Janeiro de 2003 para uma apresentação mais detalhada das alterações metodológicas), o que constitui um factor de incerteza adicional nas actuais projecções para a inflação

ção orçamental em curso. No sentido oposto, devem ser mencionados o risco de apreciação do euro, os riscos anteriormente identificados que podem afectar negativamente a actividade económica e, sobretudo, a possibilidade de uma desacele-

ração dos salários nominais mais forte do que a projectada.

*Texto acabado de redigir em meados de Dezembro de 2003, com base num exercício de projecção que utilizou a informação disponível até 11 de Novembro de 2003.*

## NOVAS SÉRIES DE TAXAS DE JURO BANCÁRIAS: SÉRIES LONGAS ESTIMADAS PARA AS TAXAS MÉDIAS DE SALDOS

### 1. INTRODUÇÃO

Decorrente da entrada em vigor do Regulamento BCE/2001/18 do Banco Central Europeu, o Banco de Portugal deu início, em Janeiro de 2003, a um novo sistema de recolha de informação para efeitos das estatísticas de taxas de juro praticadas pelas Instituições Financeiras Monetárias (IFM) em operações de empréstimos e depósitos denominadas em euros face a particulares e sociedades não financeiras residentes em países pertencentes à União Monetária.

O sistema de reporte anterior abrangia apenas as operações praticadas pelas IFM em cada mês de inquirição, enquanto o novo sistema contempla um conceito adicional de taxas de juro médias de saldos. Este último conceito corresponde a uma medida da taxa de rendibilidade bruta efectiva (custo médio efectivo) das aplicações (dos passivos) para o conjunto das operações que figuram no balanço das IFM em cada um dos instrumentos — empréstimos e depósitos — e em cada um dos sectores institucionais cobertos (particulares, com desagregação por finalidade no caso dos empréstimos, e sociedades não financeiras). A taxa de juro média referente ao saldo de operações de um determinado segmento é calculada ponderando a taxa de juro praticada em cada operação (independentemente de ter sido contratada no período de inquirição ou em períodos anteriores) com base no montante ainda “vivo” dessa operação. Por isso, as taxas de juro médias referentes a saldos reflectem, em boa parte, as condições dos contratos firmados em períodos de inquirição anteriores e, apenas em menor grau, as novas operações contratadas no último período.

No que diz respeito às taxas de juro sobre “novas operações”, os indicadores que resultavam do antigo reporte e os que são obtidos com o novo sis-

tema de compilação, embora com objecto análogo (síntese das taxas de juro praticadas nos novos contratos em cada mês), apresentam significativas diferenças no respectivo âmbito de cobertura, categorias disponíveis e na metodologia de agregação, que se encontram resumidas no Quadro 1. Algumas das opções metodológicas assumidas no Regulamento BCE/2001/18 resultam em apuramentos das taxas das novas operações e das taxas dos saldos que parecem inconsistentes.

Ao longo de 2003, para o segmento dos empréstimos a particulares para habitação constata-se que a taxa de juro das novas operações se situou sistematicamente abaixo da correspondente taxa de juro dos saldos, de forma consistente com a tendência decrescente desta última. Este comportamento não foi, contudo, observado nos outros dois segmentos de empréstimos a sociedades não financeiras e empréstimos a particulares para consumo e outros fins (Gráficos 1A e 1C). De facto, as taxas de juro das novas operações neste dois segmentos mantiveram-se durante todo o período acima das respectivas taxas dos saldos, o que seria dificilmente compreensível se as taxas das novas operações representassem condições marginais a transmitir progressivamente às taxas médias dos saldos. Por outro lado, para os mesmos dois segmentos de mercado, as taxas de juro das novas operações em Portugal situam-se em níveis relativamente elevados face à média da área do euro (Quadros 2 e 3), o que poderia ser sintoma de margens de intermediação mais elevadas em Portugal. Porém, quando comparadas as correspondentes taxas de saldos, que correspondem às que estão a ser efectivamente praticadas pelas IFM no conjunto das operações que figuram no seu balanço e para as quais não se colocam reservas metodológi-

Quadro 1

## DIFERENÇAS METODOLÓGICAS NO APURAMENTO DE TAXAS DE JURO DE NOVAS OPERAÇÕES

|                                                                          | Anterior reporte<br>(até Dez.2002)                                                                                                                                                        | Novo reporte<br>(a partir de Jan2003)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | Impacto expectável                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|--------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Categorias disponíveis</b>                                            | Baseadas no prazo contratual. Distinção de sector institucional nas operações de empréstimo (particulares e sociedades não financeiras). Depósitos sem distinção de sector institucional. | Baseadas no período de fixação inicial de taxa de juro nas taxas activas e no prazo contratual nas taxas passivas. Distinção de sector institucional (particulares e sociedades não financeiras) Distinção de finalidade nas operações de empréstimo a particulares (habitação, consumo e outros fins) e por montante nos empréstimos a sociedades não financeiras (“menos de 1 milhão de euros” e “mais de um milhão de euros”). | No caso dos empréstimos Inviabiliza a correspondência entre categorias de prazo contratual (no antigo reporte) e de prazo de fixação inicial de taxa (no novo reporte).<br>No caso dos depósitos não há impacto.                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>Sector institucional coberto</b>                                      | Sector privado não financeiro residente em Portugal (sector não monetário residente nas operações passivas).                                                                              | Sector privado não financeiro residente na União Monetária.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | Negligenciável, nos empréstimos (o alargamento de âmbito sectorial corresponde a menos de 1% do saldo vivo). Baixo, nos depósitos (o alargamento de âmbito corresponde a menos de 10 por cento do saldo vivo de depósitos a prazo e menos de 1 por cento nos depósitos à vista; a redução de âmbito – exclusão das instituições financeiras não monetárias correspondem a cerca de 15 por cento dos depósitos à vista e a cerca de 5 por cento dos depósitos a prazo) |
| <b>Universo de inquirição</b>                                            | Universo das OIFM (não inclui CCAM, Caixa Central e caixas económicas, excepto Montepio Geral).                                                                                           | Amostra de 16 OIFM representativas do universo. O Sistema Integrado do Crédito Agrícola Mútuo (SICAM) passa a ser inquirido.                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | Ver quadro 5.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>Forma de agregação pelas instituições reportantes</b>                 | Dentro de cada categoria de operação/prazo contratual as taxas são agregadas como média ponderada por prazo e montante das novas operações.                                               | Em cada categoria de prazo de fixação inicial de taxa de juro, as taxas são agregadas como média ponderada pelo montante das novas operações.                                                                                                                                                                                                                                                                                     | Inviabiliza a interpretação das taxas de juro de novas operações do novo reporte como condições marginais.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>Forma de cálculo da taxa de juro</b>                                  | Instruções omissas. Presumivelmente taxas de juro nominais, com ano padrão de 360 dias.                                                                                                   | Taxas de juro anuais equivalentes (TAA). Ano padrão de 365 dias.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 12 pontos de base para taxas de juro nominais de cerca de 5 por cento.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>Forma de agregação no Banco de Portugal da informação de cada IFM</b> | Médias ponderadas por montante dentro de cada categoria de operação/prazo. Exclusão de observações anómalas entre instituições em cada mês.                                               | Médias ponderadas por montante dentro de cada categoria de operação/prazo. Não exclusão de observações anómalas.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |

Gráfico 1A

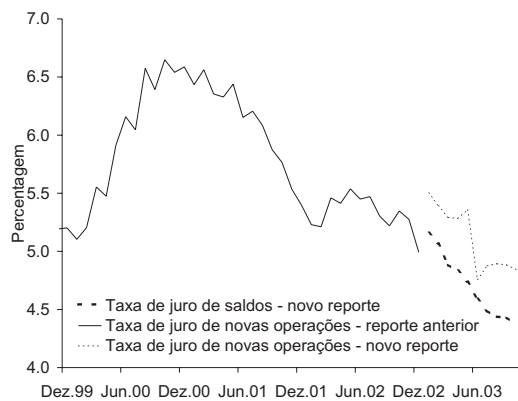
**TAXAS DE JURO SINTÉTICAS DE EMPRÉSTIMOS  
A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS  
(EXCLUINDO DESCOBERTOS)**


Gráfico 1B

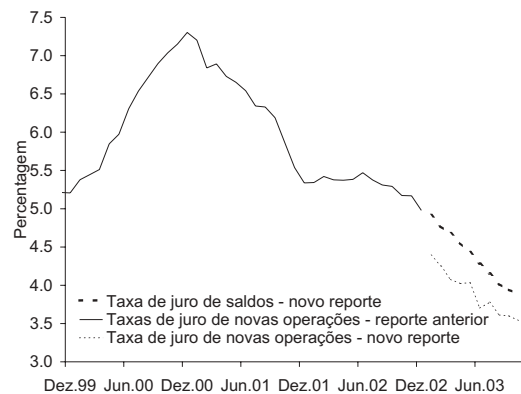
**TAXAS DE JURO SINTÉTICAS DE EMPRÉSTIMOS  
PARTICULARES PARA HABITAÇÃO**


Gráfico 1C

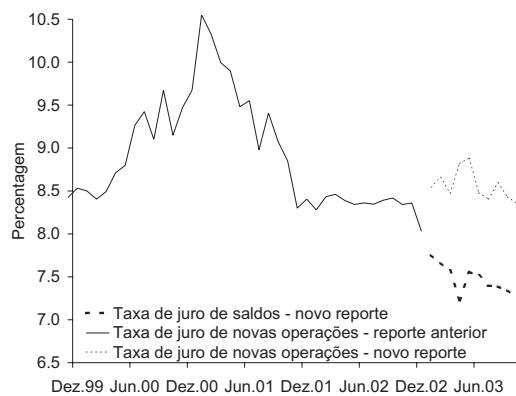
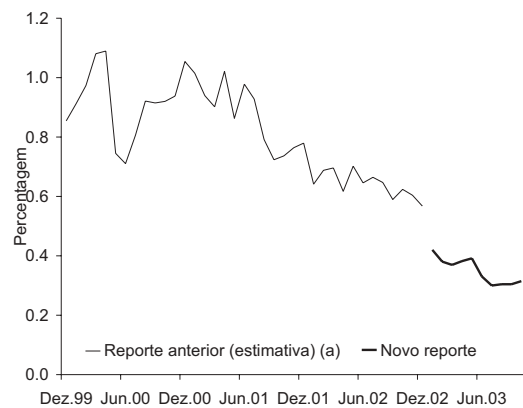
**TAXAS DE JURO SINTÉTICAS DE EMPRÉSTIMOS  
A PARTICULARES PARA CONSUMO E OUTROS  
FINS (EXCLUINDO DESCOBERTOS)**


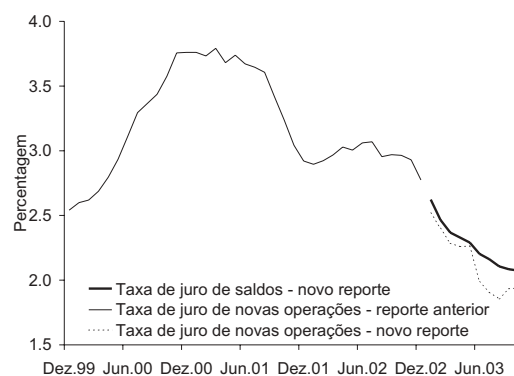
Gráfico 1D

**TAXAS DE JURO SINTÉTICAS DE DEPÓSITOS  
À VISTA DE PARTICULARES E SOCIEDADES  
NÃO FINANCEIRAS**


Nota:

(a) Ajustamento de alterações de cobertura de sector institucional

Gráfico 1E

**TAXAS DE JURO SINTÉTICAS DE DEPÓSITOS A PRAZO  
DE PARTICULARES E SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS**


Quadro 2

**TAXAS DE JURO SINTÉTICAS DE NOVAS OPERAÇÕES E DE SALDOS EM PORTUGAL  
E NA ÁREA DO EURO**

Empréstimos excluindo descobertos

|              | Taxas de novas operações   |              |             |                                    |              |             | Taxas sobre saldos         |              |             |                                    |              |             |
|--------------|----------------------------|--------------|-------------|------------------------------------|--------------|-------------|----------------------------|--------------|-------------|------------------------------------|--------------|-------------|
|              | Sociedades não financeiras |              |             | Particulares consumo e outros fins |              |             | Sociedades não financeiras |              |             | Particulares consumo e outros fins |              |             |
|              | Portugal                   | Área do euro | Diferencial | Portugal                           | Área do euro | Diferencial | Portugal                   | Área do euro | Diferencial | Portugal                           | Área do euro | Diferencial |
|              | (a)                        | (b)          | (c)=(a)-(b) | (d)                                | (e)          | (f)=(d)-(e) | (g)                        | (h)          | (i)=(g)-(h) | (j)                                | (k)          | (l)=(j)-(k) |
| 2003         |                            |              |             |                                    |              |             |                            |              |             |                                    |              |             |
| Jan. . . . . | 5.50                       | 4.13         | 1.38        | 8.55                               | 6.08         | 2.47        | 5.16                       | 4.93         | 0.23        | 7.76                               | 6.53         | 1.23        |
| Fev. . . . . | 5.39                       | 4.07         | 1.32        | 8.66                               | 6.10         | 2.56        | 5.07                       | 4.95         | 0.11        | 7.66                               | 6.48         | 1.18        |
| Mar. . . . . | 5.29                       | 3.98         | 1.32        | 8.47                               | 6.00         | 2.47        | 4.88                       | 4.79         | 0.09        | 7.58                               | 6.44         | 1.13        |
| Abr. . . . . | 5.28                       | 3.93         | 1.36        | 8.82                               | 6.15         | 2.67        | 4.83                       | 4.72         | 0.11        | 7.23                               | 6.41         | 0.82        |
| Mai. . . . . | 5.36                       | 3.85         | 1.51        | 8.88                               | 6.00         | 2.88        | 4.74                       | 4.64         | 0.10        | 7.56                               | 6.38         | 1.18        |
| Jun. . . . . | 4.76                       | 3.52         | 1.23        | 8.48                               | 5.70         | 2.78        | 4.59                       | 4.58         | 0.01        | 7.52                               | 6.33         | 1.19        |
| Jul. . . . . | 4.87                       | 3.50         | 1.38        | 8.41                               | 5.82         | 2.58        | 4.49                       | 4.48         | 0.01        | 7.40                               | 6.25         | 1.15        |
| Ago. . . . . | 4.89                       | 3.58         | 1.32        | 8.59                               | 5.88         | 2.71        | 4.44                       | 4.41         | 0.02        | 7.39                               | 6.29         | 1.10        |
| Set. . . . . | 4.88                       | 3.53         | 1.35        | 8.43                               | 5.74         | 2.69        | 4.43                       | 4.42         | 0.01        | 7.34                               | 6.27         | 1.08        |

Quadro 3

**TAXAS DE JURO SINTÉTICAS DE NOVAS OPERAÇÕES E DE SALDOS EM PORTUGAL  
E EM OUTROS PAÍSES DA ÁREA DO EURO**

Empréstimos excluindo descobertos

|                       | Particulares consumo e outros fins |                          |             | Sociedades não financeiras |                          |             |
|-----------------------|------------------------------------|--------------------------|-------------|----------------------------|--------------------------|-------------|
|                       | Taxas sobre saldos                 | Taxas de novas operações | Diferencial | Taxas sobre saldos         | Taxas de novas operações | Diferencial |
|                       | (a)                                | (b)                      | (c)=(b)-(a) | (d)                        | (e)                      | (f)=(e)-(d) |
| Portugal. . . . .     | 7.34                               | 8.69                     | 1.35        | 4.43                       | 4.88                     | 0.45        |
| Finlândia . . . . .   | 4.82                               | 8.78                     | 3.95        | 3.57                       | 3.38                     | -0.18       |
| Alemanha . . . . .    | 6.28                               | 5.46                     | -0.82       | 5.00                       | 3.69                     | -1.31       |
| Grécia. . . . .       | 10.12                              | 10.05                    | -0.07       | 4.91                       | 4.60                     | -0.31       |
| Irlanda . . . . .     | 6.11                               | 5.76                     | -0.35       | 4.57                       | 4.38                     | -0.19       |
| Espanha. . . . .      | 6.40                               | 6.06                     | -0.34       | 3.56                       | 3.45                     | -0.11       |
| Área do euro. . . . . | 6.27                               | 5.74                     | -0.53       | 4.42                       | 3.53                     | -0.89       |

Nota: Nem todos os países da área do euro se encontram listados no quadro por não existir disponível toda a informação suficiente para o cálculo de taxas de juro sintéticas.

cas, verifica-se que as taxas portuguesas se situam em níveis bastante mais próximos das observadas em média nos restantes países da área do euro (Quadro 3).

Uma das opções metodológicas do Regulamento BCE/2001/18 que está relacionada com estas aparentes inconsistências tem a ver com a agregação das taxas de juro das novas operações, que utiliza exclusivamente o montante dessas operações como base de ponderação, enquanto no anterior sistema se utilizava dupla ponderação com base no montante da operação e no prazo contratual. Esta alteração de método de ponderação pode justificar apuramentos muito diferentes, sendo que o procedimento actualmente implementado no Eurosistema, conforme se ilustrará na secção 2.1, implica que as taxas de juro das novas operações não funcionem necessariamente como indicadores avançados das taxas dos saldos. Para além do método de ponderação, existe também a questão de, no novo sistema de reporte, as taxas das novas operações serem classificadas por período de fixação inicial da taxa de juro e não por período contratual inicial da operação, como acontece para as taxas dos saldos. Assim, um novo empréstimo por 4 anos contratado a uma taxa de juro que varia todos os 6 meses, para efeitos de cálculo da taxa média dos saldos aparece na classe “de 2 a 5 anos”, enquanto para efeitos de cálculo da taxa das novas operações é classificado na classe “até 1 ano”. É óbvio que a taxa de novas operações “até 1 ano” não é uma taxa marginal em relação à taxa média dos saldos da classe “até 1 ano” e também não se pode relacionar com as taxas dos saldos da classe “de 2 a 5 anos”, porque no cálculo da taxa das novas operações da classe “até 1 ano” são consideradas taxas de operações de diferentes prazos contratuais, umas genuinamente a menos de um ano, outras referentes a operações de médio e longo prazo.

Para sistemas bancários como o português, em que a maioria das operações de empréstimo de maior prazo contratual prevê uma revisão periódica da taxa de juro em função da evolução das condições do mercado monetário, a diferente classificação dos empréstimos para efeitos de apuramento das taxas de juro médias dos saldos e das novas operações contribui igualmente para inviabilizar a interpretação destas últimas como indicador avançado da evolução das primeiras. Refira-se que a

nova metodologia do Regulamento BCE/2001/18, no que respeita à classificação das operações por classes de prazo, ajusta-se a sistemas bancários de países onde predominam as taxas fixas nas operações de médio e longo prazo, uma vez que nesse caso desaparece o problema da disparidade resultante da categorização em diferentes classes de prazo da mesma operação de crédito. Porém, no caso português, o diferente critério de classificação utilizado cria sérias dificuldades de interpretação nos segmentos de empréstimos a sociedades não financeiras e de empréstimos a particulares para consumo e outros fins. No caso dos empréstimos a particulares para habitação, tratando-se tipicamente de operações com prazos longos, com dispersões de prazos e de taxas de juro relativamente menores do que nos outros dois segmentos, as dificuldades de interpretação podem considerar-se negligenciáveis.

No que respeita aos segmentos de empréstimos a sociedades não financeiras e empréstimos a particulares para consumo e outros fins, devido aos problemas assinalados, as taxas de juro de novas operações publicadas para Portugal deixaram de poder ser interpretadas como o contributo na margem para as taxas de juro dos saldos, não devendo por isso inferir-se, a partir delas, tendências quanto à evolução da rentabilidade nestes segmentos das instituições reportantes. Em particular, por terem perdido o seu sentido económico habitual, não devem ser utilizados diferenciais (*spreads*) entre as taxas de novas operações e os indexantes do mercado monetário como medidas de contributo incremental para a rentabilidade efectiva das IFM no conjunto deste tipo de operações que figuram no balanço.

Neste artigo, na secção 2 analisar-se-ão as diferenças metodológicas e o seu impacto provável sobre as inconsistências assinaladas na interpretação das taxas de juro de novas operações. Concluir-se-á que, devido aos problemas decorrentes da agregação e classificação das taxas referentes a novas operações, deverá ser evitado o recurso a estas taxas em termos da análise da evolução do crédito e depósitos bancários, sendo claramente preferível basear essa análise nas taxas de juro médias de saldos. A principal desvantagem destas últimas tem a ver com o facto de serem afectadas de forma parcial pelas condições vigentes no mercado, reflectindo de forma desfasada a alteração dessas condi-

ções, em particular nos mercados de crédito. No entanto, no caso português, esta inércia no ajustamento não é muito elevada, devido à reduzida importância de crédito bancário com prazos contratuais alargados negociados a taxa de juro fixa durante a vigência do contrato (e à prevalência de depósitos com prazo inferior a 1 ano). De facto, a taxa de juro da grande maioria dos créditos de médio e longo prazos é revista periodicamente, sendo habitual que os contratos estipulem algum mecanismo de indexação a taxas de juro do mercado monetário. Outra desvantagem de privilegiar as taxas de saldos tem a ver com a inexistência de séries destas taxas para o período anterior a Dezembro de 2002. Na secção 3, tentar-se-á ultrapassar esta limitação. Para o efeito, propõem-se séries desde 1990 para as taxas de juro dos saldos, estimadas com base em médias móveis das séries anteriores de taxas de juro de novas operações e tendo em conta a estrutura dos saldos por prazo contratual.

## 2. AS TAXAS DE JURO DE NOVAS OPERAÇÕES NO ANTIGO E NO NOVO REPORTE

### 2.1. As diferenças metodológicas

Cada indicador de taxas de juro de taxas de juro de empréstimos e depósitos, tal como publicado, não encontra correspondência em termos de âmbito das categorias disponíveis no reporte anterior. Contudo, é possível obter indicadores sintéticos, mais agregados, com âmbito e cobertura sectorial muito aproximadas nos dois reportes, designadamente taxas médias do conjunto dos empréstimos a sociedades não financeiras, dos empréstimos a particulares para habitação, dos empréstimos a particulares para consumo e outros fins, do conjunto dos depósitos a prazo ao sector privado não financeiro (particulares e sociedades não financeiras tomados conjuntamente) e do conjunto dos depósitos à vista do mesmo sector. De seguida apresenta-se uma revisão das principais diferenças metodológicas que podem justificar diferenças no nível das taxas de juro das novas operações no antigo e no actual reporte.

Quadro 4

### COMPARAÇÃO DA COBERTURA SECTORIAL DOS REPORTES DE TAXAS DE JURO

Saldos de balanço em Janeiro de 2003

Milhões de euros

|                                                                                   | Antigo reporte | Novo Reporte |
|-----------------------------------------------------------------------------------|----------------|--------------|
| Empréstimos - operações denominadas em euros                                      |                |              |
| Sociedades não financeiras residentes em Portugal. ....                           | 75 662         | 75 662       |
| Sociedades não financeiras residentes em outros países da União Monetária. ....   | não coberto    | 672          |
| Particulares residentes em Portugal. ....                                         | 73 161         | 73 161       |
| Particulares residentes em outros países da União Monetária. ....                 | não coberto    | 96           |
| Depósitos - operações denominadas em euros                                        |                |              |
| Responsabilidades à vista                                                         |                |              |
| Sector privado não financeiro residente em Portugal. ....                         | 35 854         | 35 854       |
| Sector privado não financeiro residente em outros países da União Monetária. .... | não coberto    | 298          |
| Sector financeiro não monetário residente em Portugal. ....                       | 5 318          | não coberto  |
| Depósitos a prazo                                                                 |                |              |
| Sector privado não financeiro residente em Portugal. ....                         | 64 320         | 64 320       |
| Sector privado não financeiro residente em outros países da União Monetária. .... | não coberto    | 6 328        |
| Sector financeiro não monetário residente em Portugal. ....                       | 3 436          | não coberto  |

## Quadro 5

## IMPACTE DAS ALTERAÇÕES DE UNIVERSO NO NÍVEL DAS TAXAS DE JURO

Estimativa para Dezembro de 2002

|                                                | Particulares + Sociedades<br>não financeiras | Sociedades<br>não financeiras | Particulares habitação | Particulares<br>consumo e outros fins |
|------------------------------------------------|----------------------------------------------|-------------------------------|------------------------|---------------------------------------|
| Empréstimos<br>(excluindo descobertos) . . . . | Não aplicável                                | 20 p.b.                       | 21 p.b.                | 23 p.b.                               |
| Depósitos à vista . . . . .                    | 1 p.b.                                       | Não aplicável                 | Não aplicável          | Não aplicável                         |
| Depósitos a prazo . . . . .                    | 0 p.b.                                       | Não aplicável                 | Não aplicável          | Não aplicável                         |

*Cobertura sectorial e âmbito territorial*

No Quadro 4 apresentam-se os saldos de balanço das IFM em Janeiro de 2003 nas operações de empréstimo e de depósito, com evidência dos sectores com cobertura comum e dos sectores cobertos por um dos reportes e não cobertos pelo outro.

Nas operações de empréstimo, o novo reporte tem uma cobertura estritamente mais ampla em termos sectoriais/territoriais, sendo que as operações não cobertas pelo antigo sistema de reporte (e cobertas pelo novo sistema) representam menos de 1 por cento dos saldos de balanço. Na operações de depósito nenhum dos dois reportes tem uma cobertura estritamente mais ampla: enquanto o antigo reporte cobria as operações realizadas com o sector financeiro não monetário residente em Portugal (não coberto no novo sistema), no novo sistema de reporte são inquiridas também as operações com o sector privado não financeiro residente noutros países da área do euro (que não era coberto no reporte anterior). De qualquer das formas, as diferenças são relativamente limitadas. De facto, as operações com o sector financeiro não monetário residente em Portugal representavam menos de 15 por cento do total das responsabilidades à vista cobertas no antigo reporte e menos de 5 por cento dos depósitos a prazo. Por seu lado, as operações de depósito do sector privado não financeiro residente noutros países da União Monetária representam, respectivamente, menos de 1 e 10 por cento das responsabilidades à vista e dos depósitos a prazo cobertos no novo reporte.

*Universo coberto*

O universo de instituições objecto de inquérito alterou-se ligeiramente entre o antigo e o novo reporte, justificando parte das diferenças de nível das taxas de juro, em particular nos segmentos de empréstimos a sociedades não financeiras e a particulares para consumo e outros fins. O Quadro 5 apresenta uma estimativa das diferenças em Dezembro de 2002 que resultam da alteração do universo de reporte.

*Método de cálculo das taxas de juro*

No novo sistema de reporte, as taxas de juro devem ser apresentadas em termos de taxas de juro anual equivalente (TAA), enquanto no reporte anterior, sendo as instruções omissas quanto à forma de apresentação da taxa, é razoável presumir que eram declaradas ao Banco de Portugal em termos de taxa nominal, em linha com a prática do sector bancário. Para um nível de taxa de juro nominal de 5 por cento e pagamento de juros mensal, a taxa de juro anual efectiva é 12 pontos de base superior.

*Categorias disponíveis e método de ponderação*

No reporte em vigor até Dezembro de 2002, as taxas de juro em cada operação individual eram duplamente ponderadas pelo montante e prazo original de contratação no cálculo de taxas de juro médias de cada IFM, enquanto no actual sistema, de acordo com o Regulamento BCE/2001/18 do Banco Central Europeu, apenas o montante é utilizado na ponderação. Além disso, no sistema de re-

porte anterior as taxas de juro de novas operações encontravam-se desagregadas em classes de prazo contratual, enquanto no novo sistema de reporte a desagregação diz respeito ao prazo de fixação inicial de taxa de juro (em particular, as operações com prazo até 1 ano e as operações com taxa indexada a taxas de referência com prazos até 1 ano figuram na categoria “prazo de fixação inicial de taxa até 1 ano”, independentemente prazo até à maturidade das operações).

É de salientar, também, que a agregação de taxas de juro das novas operações utilizando exclusivamente o montante dessas operações como ponderador conduz a indicadores que dão mais ponderação a operações com maturidades mais curtas do que sucedia quando se utilizava um duplo ponderador de prazo contratual e montante das operações. Sob determinadas condições, as taxas médias de novas operações podem ser muito distintas consoante o método de agregação considerado. A título ilustrativo, considere-se o cálculo de taxas de juro médias de novas operações de depósito numa situação em que, durante meses sucessivos, em cada mês apenas ocorrem duas operações de igual montante  $M$ , uma delas com prazo contratual de 1 mês e taxa de juro 1.0% e a outra com prazo contratual de 6 meses e taxa de juro 2.4%. No final de cada mês, a partir do sexto, o saldo de depósitos registado no balanço da IFM é de  $7M$  ( $M$  de prazo contratual 1 mês e  $6M$  de prazo contratual 6 meses), sendo a taxa de juro média do saldo de 2.2%. No que respeita à taxa de juro média das novas operações, segundo o método do Regulamento BCE/2001/18 ela é de 1.7% (porque utiliza apenas o montante das novas operações como ponderador), enquanto seria 2.2% se utilizado o duplo ponderador de montante e prazo contratual da operação (neste caso a nova operação com 6 meses até à maturidade terá seis vezes a ponderação da nova operação a 1 mês). O exemplo apresentado sugere que, se as condições se mantiverem inalteradas durante suficiente tempo, a taxa de juro média dos saldos converge para a taxa de juro das novas operações calculada pelo método de dupla ponderação, não acontecendo esta propriedade com o método de ponderação simples pelos montantes das novas operações. No caso de operações de empréstimo, uma complicação adicional resulta da possível existência de amortizações parciais dos empréstimos até aos vencimentos finais. Nesta situa-

ção, para garantir a propriedade de convergência da taxa de juro média dos saldos para a taxa de juro média das novas operações se as condições se mantiverem inalteradas o tempo suficiente, a dupla ponderação deveria ser efectuada com base no montante e na duração dos fluxos de amortização previstos (em vez do prazo contratual) dos novos empréstimos.

Se a propriedade abstracta de convergência em “velocidade de cruzeiro” for verificada, pelo menos aproximadamente, para um dado método de agregação, garante-se que, na prática, as taxas de juro de novas operações calculadas com esse método servirão de “atractores” para as taxas de juro médias dos saldos. Só nesse caso será legítimo interpretar essas taxas de novas operações como reflectindo condições marginais de preço no mercado de depósitos e/ou empréstimos. Ora, o método de agregação de taxas de juro de novas operações apenas por montantes, tal como actualmente implementado no Eurosistema, não verifica esta propriedade. Por outro lado, conforme referido mais acima, o Regulamento BCE/2001/18 estabelece uma desagregação temporal das taxas de novas operações segundo o prazo de fixação inicial da taxa, não permitindo o cálculo de taxas de juro de novas operações segundo o prazo contratual da operação. Por ambas as razões, os indicadores de taxa de juro de novas operações não podem ser interpretados como condições marginais aplicadas pelas IFM nas operações contratadas no mês de inquirição. Em consequência, também não devem efectuar-se, a partir deles, inferências sobre as tendências quanto à rentabilidade das instituições reportantes. Em particular, não devem ser utilizados diferenciais (*spreads*) face a indexantes do mercado monetário como medidas de contributo incremental para a rentabilidade efectiva das IFM no conjunto das operações que figuram no balanço.

(1) Além disso, as taxas de juro dos depósitos à vista até Dezembro de 2002 foram ajustadas das diferenças, face ao novo reporte, do sector institucional coberto, envolvendo uma estimativa do impacto da exclusão do sector financeiro não monetário residente.

## 2.2. Dificuldades de interpretação das taxas de juro das novas operações no reporte actual

Os Gráficos 1A a 1E apresentam indicadores sintéticos de taxa de juro de novas operações e de saldos para os cinco segmentos referidos anteriormente. As taxas de novas operações até Dezembro de 2002 foram corrigidas da alteração de universo e foram recalculadas para reflectir taxas de juro anuais equivalentes<sup>(1)</sup>. Comparando as taxas de juro de novas operações, constata-se quebras significativas na transição do anterior para o actual reporte em dois dos segmentos: empréstimos (excluindo descobertos) a sociedades não financeiras e empréstimos (excluindo descobertos) a particulares para consumo e outros fins. Para estes dois segmentos, a comparação entre as taxas de juro de novas operações e a taxa de juro dos saldos desde Janeiro de 2003 indicia com clareza que o problema está localizado na série recente de taxas de novas operações. Com efeito, observa-se que as taxas de juro dos saldos nos dois segmentos apresentam tendências descendentes, apesar de as taxas de juro das novas operações se encontrarem sistematicamente acima das taxas de juro dos saldos. A explicação mais razoável para este comportamento inconsistente é o diferente método de agregação utilizado. Como referido na secção anterior, as taxas de novas operações segundo o actual reporte não constituem “atractores” para as taxas dos saldos, o que limita claramente o sentido económico dos valores apurados.

Para os dois segmentos problemáticos, evidencia complementar sobre a dificuldade de interpretação das taxas de novas operações no reporte actual é fornecida pela comparação entre essas taxas em Portugal e no conjunto da área do euro (Quadros 2 e 3). Desde o início da série que se observam diferenciais positivos de magnitude muito grande entre os valores das taxas sintéticas de novas operações para Portugal e para o conjunto da área do euro em dois dos segmentos: empréstimos (excluindo descobertos) a sociedades financeiras e empréstimos (excluindo descobertos) a particulares para consumo e outros fins.

Nestes dois segmentos, as taxas portuguesas qualificam claramente como observações extremas (*outliers*) no conjunto dos países da área do euro para os quais é possível calcular taxas de juro correspondentes das novas operações. Em Setembro

de 2003, os diferenciais face à média da área do euro era de 1.35 e 2.69 pontos percentuais (p.p.), respectivamente para o primeiro e o segundo dos segmentos referidos (por exemplo, em Espanha os diferenciais correspondentes eram de -0.08 p.p. e 0.32 p.p.). Para além disso, note-se que, na generalidade dos países da área do euro para os quais existe disponível informação suficiente para o cálculo destas taxas sintéticas, a taxa de juro de novas operações nos dois segmentos referidos é inferior à respectiva taxa sobre saldos (Quadro 3), em linha com o que seria de esperar numa conjuntura em que as taxas de juro têm vindo a registar uma descida generalizada. Portugal constitui excepção em ambos os segmentos, enquanto a Finlândia apresenta igualmente uma taxa de juro de novas operações claramente acima da taxa de juro referente aos saldos, mas apenas no segmento de empréstimos a particulares para consumo e outros fins.

Se estes diferenciais nas taxas de juro das novas operações traduzissem margens de intermediação mais elevadas em Portugal do que no conjunto da área do euro, seria natural estarem também reflectidos em diferenciais de grandeza semelhante nas taxas médias de saldos. Sucede que, em Setembro, estes diferenciais das taxas de juro dos saldos (também excluindo descobertos) eram 0.01 p.p. nos empréstimos a sociedades não financeiras e 1.08 p.p. nos empréstimos a particulares para consumo e outros fins. No primeiro caso das sociedades não financeiras, parece claro que o diferencial das taxas de novas operações é espúrio. No que respeita ao segmento de empréstimos a particulares para consumo e outros fins, embora pareça existir uma margem superior em Portugal, essa diferença representa apenas entre 30 e 40 por cento do diferencial calculado com base nas taxas médias de novas operações, tudo levando a crer que a restante parte é também um resultado espúrio.

## 3. SÉRIES LONGAS ESTIMADAS PARA AS TAXAS DE JURO MÉDIAS DE SALDOS

Estando a interpretação económica das séries de taxas de juro de novas operações no actual reporte seriamente afectada pelo método de agregação, como demonstrado na secção anterior, recomenda-se a utilização das taxas de juro médias dos saldos para efeitos de análise económica. As novas séries não apresentam problemas de metodologia

de agregação e reflectem de forma adequada taxas médias brutas efectivas para o conjunto das operações que figuram no balanço das IFM em cada um dos segmentos coberto. É óbvio que as taxas de juro médias de saldos, por construção, reagem de forma mais lenta e algo desfasada às condições de mercado vigentes em cada período. Porém, esta inércia adicional, que não existiria se a análise incidisse sobre taxas de juro de novas operações adequadamente agregadas, não deve ser problemática no caso português, dado ser reduzida a importância relativa de operações a prazos alargados com taxas de juro fixas durante o período do contrato. Assim sendo, a maior dificuldade com a opção de privilegiar as taxas dos saldos é a inexistência de séries suficientemente longas destas taxas que permitam que a análise tenha a indispensável perspectiva temporal.

Por obviar a este problema, com base na informação disponível de taxas de juro de novas operações do antigo reporte, cuja interpretação económica não tinha os problemas do actual reporte, estimaram-se taxas de juro sobre os saldos para o período anterior a Dezembro de 2002. Para cada segmento, como primeira etapa do procedimento de estimação, calcularam-se médias móveis das taxas de juro das novas operações compiladas no anterior reporte para cada um dos sub-segmentos em que era possível desagregar o segmento em questão. Por exemplo, para os empréstimos (excluindo descobertos) a sociedades não financeiras, estavam disponíveis no anterior sistema de reporte taxas de juro de novas operações para os seis sub-segmentos de prazo contratual até 90 dias, de 91 a 180 dias, de 181 dias a 1 ano, de 1 a 2 anos, de 2 a 5 anos e mais de 5 anos. O número de termos mensais da média móvel foi escolhido variável em função do prazo contratual: um único termo para o sub-segmento “até 90 dias”, três termos para os sub-segmentos de “91 a 180 dias” e de “181 dias a 1 ano” e seis termos para os restantes sub-segmentos. Esta escolha do número de termos foi baseada na presunção de que os créditos até 90 dias têm maturidade típica de um mês, que créditos entre 91 dias e 1 ano têm taxa indexada com refixação trimestral e que créditos a mais de um ano têm taxa indexada com refixação semestral. Depo-

is de calculadas as médias móveis por sub-segmento, estas foram agregadas utilizando como base de ponderação os saldos correspondentes. Em alguns casos, os saldos das operações não estavam disponíveis para os níveis mais desagregados dos sub-segmentos, pelo que foi necessário proceder a uma agregação inicial com dupla ponderação de fluxos brutos dos sub-segmentos e de uma estimativa de duração média dos fluxos de amortização das operações do segmento. Por exemplo, para o mesmo segmento dos empréstimos (excluindo descobertos) a sociedades não financeiras, só estavam disponíveis valores dos saldos de operações para três desagregações: até 1 ano, 1 a 5 anos e mais de 5 anos. Por isso, antes de poder agregar utilizando os saldos como base de ponderação, houve primeiro que agregar: por um lado, os sub-segmentos até 90 dias, de 91 a 180 dias e de 181 dias a 1 ano, numa única classe de prazo “até 1 ano”; por outro lado, os subsegmentos de 1 a 2 anos e de 2 a 5 anos, numa classe de maturidade de “1 a 5 anos”.

Os Gráficos 2A a 2E apresentam as estimativas obtidas desde 2000 para cinco segmentos, enquanto em Anexo são apresentados os valores das séries longas estimadas desde 1990, que correspondem aos considerados na secção 2, com uma ligeira alteração nas operações de empréstimo. Uma vez que as taxas que agora se apresentam pretendem ser representativas das taxas aplicadas aos saldos no conjunto das operações, desta feita incluem-se também os descobertos bancários nos segmentos de “empréstimos a particulares para consumo e outros fins” e de “empréstimos a sociedades não financeiras”.

A publicação destas séries tem o intuito de permitir aos utilizadores dispor dos instrumentos adequados para a análise de um período longo que inclua o período de transição entre os dois reportes (Dez2002-Jan2003). Recorde-se que as taxas de juro relativas aos saldos até Dezembro de 2002 se apresentam como estimativas por utilização de um método relativamente simples. Ainda assim, como é possível constatar nos Gráficos 2A a 2E, as séries aparentam ter continuidade no período de transição entre reportes (assinalado nos referidos gráficos com uma linha vertical, entre Dezembro de 2002 e Janeiro de 2003).

#### 4. CONCLUSÃO

Neste artigo, procurou mostrar-se que algumas questões metodológicas decorrentes da aplicação do Regulamento BCE/2001/18 do BCE, no que respeita ao apuramento de estatísticas sobre taxas de juro de novas operações, comprometem a interpretação habitual destas taxas como contributo na margem para as taxas de juro dos saldos, especialmente nos segmentos de empréstimos a sociedades não financeiras e empréstimos a particulares para consumo e outros fins. Em resultado, pelo menos no caso português e para aqueles dois segmentos, é desaconselhável a utilização das taxas das novas operações apuradas segundo aquele Re-

gulamento para efeitos da análise da evolução da rendibilidade das IFM. Em particular, não devem ser utilizados *spreads* entre as taxas de novas operações e os indexantes do mercado monetário, por as primeiras terem perdido o seu sentido económico habitual. Como forma de ultrapassar o problema, recomendou-se a utilização das taxas de juro médias de saldos, cuja metodologia de cálculo não levanta reservas. Dado que as taxas juro médias de saldos só estão disponíveis a partir de Janeiro de 2003, propuseram-se estimativas destas taxas calculadas com base em médias móveis das séries de taxas de juro de novas operações que eram publicadas pelo Banco de Portugal até Dezembro de 2002.

Gráfico 2A

**TAXAS DE JURO SINTÉTICAS DE EMPRÉSTIMOS  
(INCLUINDO DESCOBERTOS) A SOCIEDADES  
NÃO FINANCEIRAS**

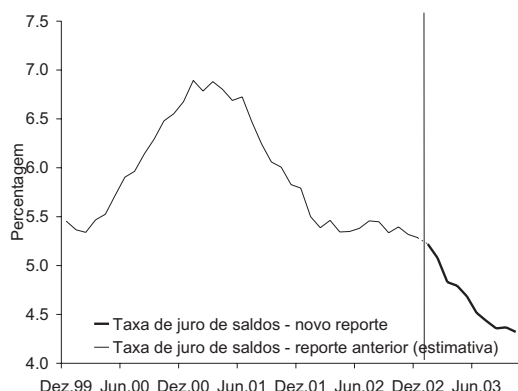


Gráfico 2B

**TAXAS DE JURO SINTÉTICAS DE EMPRÉSTIMOS  
PARTICULARES PARA HABITAÇÃO**

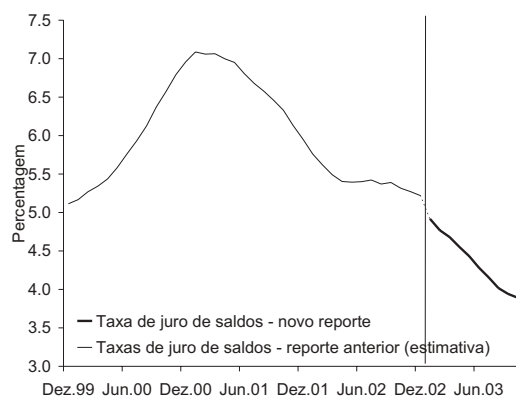


Gráfico 2C

**TAXAS DE JURO SINTÉTICAS DE EMPRÉSTIMOS  
(INCLUINDO DESCOBERTOS) A PARTICULARES  
PARA CONSUMO E OUTROS FINS**

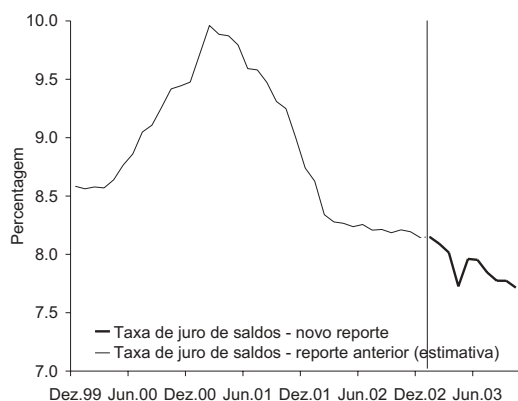
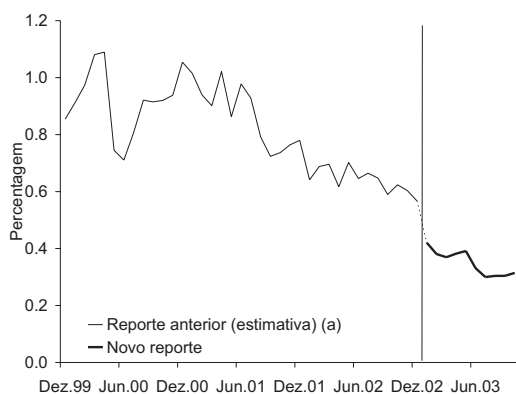


Gráfico 2D

**TAXAS DE JURO SINTÉTICAS DE DEPÓSITOS  
À VISTA DE PARTICULARES E SOCIEDADES  
NÃO FINANCEIRAS**

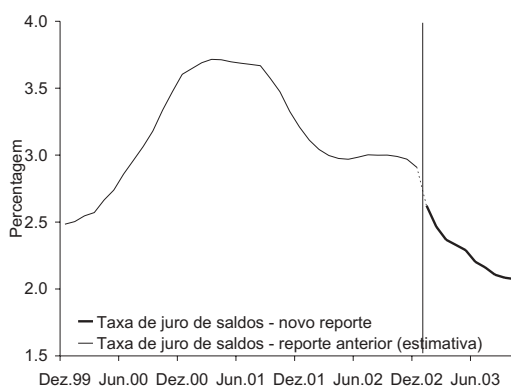


Nota:

(a) Ajustamento de alterações de cobertura do sector institucional.

Gráfico 2E

**TAXAS DE JURO SINTÉTICAS DE DEPÓSITOS A PRAZO DE  
PARTICULARES E SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS**



## Anexo

## TAXAS DE JURO SOBRE SALDOS – SÉRIES LONGAS

|             | Empréstimos<br>(incluindo<br>descobertos)<br>a sociedades não<br>financeiras | Empréstimos a<br>particulares para<br>habitação | Empréstimos<br>(incluindo descober-<br>tos) a particulares<br>para consumo<br>e outros fins | Depósitos à vista de<br>particulares<br>e sociedades<br>não financeiras | Depósitos a prazo de<br>particulares<br>e sociedades<br>não financeiras |
|-------------|------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|
| Jan-90..... | 23.63                                                                        | 21.70                                           | 23.97                                                                                       | 1.59                                                                    | 14.70                                                                   |
| Fev-90..... | 23.65                                                                        | 21.70                                           | 23.91                                                                                       | 1.72                                                                    | 14.70                                                                   |
| Mar-90..... | 23.74                                                                        | 21.70                                           | 24.17                                                                                       | 1.85                                                                    | 14.72                                                                   |
| Abr-90..... | 23.91                                                                        | 21.70                                           | 24.59                                                                                       | 1.75                                                                    | 14.73                                                                   |
| Mai-90..... | 23.90                                                                        | 21.70                                           | 24.88                                                                                       | 1.73                                                                    | 14.80                                                                   |
| Jun-90..... | 23.96                                                                        | 21.70                                           | 24.98                                                                                       | 1.76                                                                    | 14.76                                                                   |
| Jul-90..... | 24.06                                                                        | 21.92                                           | 25.12                                                                                       | 1.97                                                                    | 14.83                                                                   |
| Ago-90..... | 24.14                                                                        | 22.00                                           | 24.98                                                                                       | 1.85                                                                    | 14.91                                                                   |
| Set-90..... | 24.50                                                                        | 22.22                                           | 25.18                                                                                       | 1.87                                                                    | 14.94                                                                   |
| Out-90..... | 24.73                                                                        | 22.36                                           | 25.32                                                                                       | 1.77                                                                    | 15.03                                                                   |
| Nov-90..... | 24.91                                                                        | 22.42                                           | 25.51                                                                                       | 1.72                                                                    | 15.09                                                                   |
| Dez-90..... | 25.27                                                                        | 22.10                                           | 25.57                                                                                       | 1.72                                                                    | 15.20                                                                   |
| Jan-91..... | 25.48                                                                        | 22.08                                           | 25.64                                                                                       | 1.76                                                                    | 15.23                                                                   |
| Fev-91..... | 25.44                                                                        | 22.18                                           | 25.78                                                                                       | 1.83                                                                    | 15.27                                                                   |
| Mar-91..... | 25.29                                                                        | 22.08                                           | 25.53                                                                                       | 1.91                                                                    | 15.37                                                                   |
| Abr-91..... | 25.05                                                                        | 22.10                                           | 25.59                                                                                       | 1.69                                                                    | 15.48                                                                   |
| Mai-91..... | 25.14                                                                        | 22.06                                           | 25.87                                                                                       | 1.85                                                                    | 15.52                                                                   |
| Jun-91..... | 25.13                                                                        | 22.34                                           | 25.74                                                                                       | 1.66                                                                    | 15.81                                                                   |
| Jul-91..... | 25.08                                                                        | 22.40                                           | 25.75                                                                                       | 1.91                                                                    | 15.81                                                                   |
| Ago-91..... | 24.85                                                                        | 22.42                                           | 25.70                                                                                       | 1.86                                                                    | 15.83                                                                   |
| Set-91..... | 24.66                                                                        | 22.48                                           | 25.71                                                                                       | 1.72                                                                    | 15.84                                                                   |
| Out-91..... | 24.55                                                                        | 22.50                                           | 25.77                                                                                       | 1.72                                                                    | 15.98                                                                   |
| Nov-91..... | 24.45                                                                        | 22.52                                           | 25.85                                                                                       | 1.82                                                                    | 16.18                                                                   |
| Dez-91..... | 24.42                                                                        | 22.54                                           | 25.37                                                                                       | 1.55                                                                    | 16.17                                                                   |
| Jan-92..... | 24.38                                                                        | 22.48                                           | 25.42                                                                                       | 1.65                                                                    | 16.25                                                                   |
| Fev-92..... | 24.17                                                                        | 22.46                                           | 25.39                                                                                       | 1.81                                                                    | 16.32                                                                   |
| Mar-92..... | 24.03                                                                        | 22.38                                           | 25.47                                                                                       | 1.65                                                                    | 16.37                                                                   |
| Abr-92..... | 23.75                                                                        | 22.12                                           | 25.51                                                                                       | 1.72                                                                    | 16.39                                                                   |
| Mai-92..... | 23.74                                                                        | 21.66                                           | 25.02                                                                                       | 1.75                                                                    | 16.46                                                                   |
| Jun-92..... | 23.62                                                                        | 21.54                                           | 24.62                                                                                       | 1.67                                                                    | 16.40                                                                   |
| Jul-92..... | 23.52                                                                        | 21.42                                           | 24.37                                                                                       | 1.82                                                                    | 16.35                                                                   |
| Ago-92..... | 23.12                                                                        | 20.98                                           | 24.23                                                                                       | 1.70                                                                    | 16.15                                                                   |
| Set-92..... | 22.57                                                                        | 20.74                                           | 24.13                                                                                       | 1.32                                                                    | 15.83                                                                   |
| Out-92..... | 22.20                                                                        | 20.65                                           | 24.11                                                                                       | 1.51                                                                    | 15.49                                                                   |
| Nov-92..... | 21.86                                                                        | 20.71                                           | 23.67                                                                                       | 1.88                                                                    | 15.23                                                                   |
| Dez-92..... | 21.57                                                                        | 20.45                                           | 23.85                                                                                       | 2.06                                                                    | 14.96                                                                   |
| Jan-93..... | 21.28                                                                        | 20.23                                           | 23.32                                                                                       | 2.18                                                                    | 14.61                                                                   |
| Fev-93..... | 21.01                                                                        | 20.21                                           | 23.14                                                                                       | 2.88                                                                    | 14.20                                                                   |
| Mar-93..... | 20.84                                                                        | 20.05                                           | 22.60                                                                                       | 2.87                                                                    | 13.95                                                                   |
| Abr-93..... | 20.88                                                                        | 19.86                                           | 22.65                                                                                       | 2.62                                                                    | 13.78                                                                   |
| Mai-93..... | 20.68                                                                        | 19.60                                           | 21.87                                                                                       | 2.60                                                                    | 13.53                                                                   |
| Jun-93..... | 20.27                                                                        | 19.23                                           | 21.92                                                                                       | 2.89                                                                    | 13.12                                                                   |
| Jul-93..... | 19.84                                                                        | 18.78                                           | 21.31                                                                                       | 2.97                                                                    | 12.63                                                                   |
| Ago-93..... | 19.40                                                                        | 18.31                                           | 20.92                                                                                       | 3.18                                                                    | 12.09                                                                   |
| Set-93..... | 18.82                                                                        | 17.83                                           | 21.00                                                                                       | 2.42                                                                    | 11.60                                                                   |
| Out-93..... | 18.64                                                                        | 17.34                                           | 20.58                                                                                       | 2.50                                                                    | 11.16                                                                   |
| Nov-93..... | 18.42                                                                        | 16.96                                           | 20.31                                                                                       | 2.24                                                                    | 10.74                                                                   |
| Dez-93..... | 18.05                                                                        | 16.59                                           | 20.09                                                                                       | 2.06                                                                    | 10.39                                                                   |
| Jan-94..... | 17.65                                                                        | 16.29                                           | 20.08                                                                                       | 3.03                                                                    | 10.10                                                                   |
| Fev-94..... | 17.53                                                                        | 16.04                                           | 20.14                                                                                       | 2.40                                                                    | 9.78                                                                    |
| Mar-94..... | 17.27                                                                        | 15.67                                           | 19.96                                                                                       | 2.28                                                                    | 9.47                                                                    |
| Abr-94..... | 16.95                                                                        | 15.33                                           | 19.92                                                                                       | 2.07                                                                    | 9.29                                                                    |
| Mai-94..... | 16.87                                                                        | 14.99                                           | 19.93                                                                                       | 2.31                                                                    | 9.06                                                                    |
| Jun-94..... | 17.08                                                                        | 14.71                                           | 19.84                                                                                       | 2.15                                                                    | 9.00                                                                    |
| Jul-94..... | 17.12                                                                        | 14.46                                           | 19.67                                                                                       | 2.16                                                                    | 8.96                                                                    |
| Ago-94..... | 16.99                                                                        | 14.25                                           | 19.74                                                                                       | 2.31                                                                    | 8.86                                                                    |

(continua)

## Anexo

## TAXAS DE JURO SOBRE SALDOS – SÉRIES LONGAS

|             | Empréstimos<br>(incluindo<br>descobertos)<br>a sociedades não<br>financeiras | Empréstimos a<br>particulares para<br>habitação | Empréstimos<br>(incluindo descober-<br>tos) a particulares<br>para consumo<br>e outros fins | Depósitos à vista de<br>particulares<br>e sociedades<br>não financeiras | Depósitos a prazo de<br>particulares<br>e sociedades<br>não financeiras |
|-------------|------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|
| Set-94..... | 16.98                                                                        | 14.22                                           | 19.66                                                                                       | 2.44                                                                    | 8.77                                                                    |
| Out-94..... | 16.61                                                                        | 14.20                                           | 19.56                                                                                       | 2.34                                                                    | 8.69                                                                    |
| Nov-94..... | 16.13                                                                        | 14.20                                           | 19.54                                                                                       | 2.47                                                                    | 8.61                                                                    |
| Dez-94..... | 15.82                                                                        | 14.18                                           | 19.21                                                                                       | 2.23                                                                    | 8.59                                                                    |
| Jan-95..... | 15.63                                                                        | 14.14                                           | 19.07                                                                                       | 2.31                                                                    | 8.57                                                                    |
| Fev-95..... | 15.45                                                                        | 14.07                                           | 19.14                                                                                       | 2.49                                                                    | 8.53                                                                    |
| Mar-95..... | 15.36                                                                        | 13.99                                           | 19.27                                                                                       | 2.21                                                                    | 8.60                                                                    |
| Abr-95..... | 15.23                                                                        | 13.88                                           | 19.37                                                                                       | 2.22                                                                    | 8.65                                                                    |
| Mai-95..... | 15.27                                                                        | 13.78                                           | 19.31                                                                                       | 2.43                                                                    | 8.65                                                                    |
| Jun-95..... | 15.29                                                                        | 13.71                                           | 19.25                                                                                       | 2.31                                                                    | 8.67                                                                    |
| Jul-95..... | 15.31                                                                        | 13.63                                           | 19.10                                                                                       | 2.30                                                                    | 8.66                                                                    |
| Ago-95..... | 15.21                                                                        | 13.60                                           | 19.02                                                                                       | 2.44                                                                    | 8.63                                                                    |
| Set-95..... | 15.06                                                                        | 13.52                                           | 18.88                                                                                       | 2.25                                                                    | 8.59                                                                    |
| Out-95..... | 14.88                                                                        | 13.50                                           | 18.77                                                                                       | 2.10                                                                    | 8.49                                                                    |
| Nov-95..... | 14.65                                                                        | 13.47                                           | 18.53                                                                                       | 2.15                                                                    | 8.45                                                                    |
| Dez-95..... | 14.58                                                                        | 13.43                                           | 18.12                                                                                       | 2.28                                                                    | 8.36                                                                    |
| Jan-96..... | 14.44                                                                        | 13.33                                           | 17.82                                                                                       | 2.29                                                                    | 8.22                                                                    |
| Fev-96..... | 14.18                                                                        | 13.19                                           | 17.84                                                                                       | 1.82                                                                    | 8.03                                                                    |
| Mar-96..... | 13.86                                                                        | 13.05                                           | 17.83                                                                                       | 2.17                                                                    | 7.82                                                                    |
| Abr-96..... | 13.57                                                                        | 12.92                                           | 17.62                                                                                       | 2.14                                                                    | 7.58                                                                    |
| Mai-96..... | 13.22                                                                        | 12.76                                           | 17.48                                                                                       | 2.10                                                                    | 7.28                                                                    |
| Jun-96..... | 12.77                                                                        | 12.57                                           | 17.04                                                                                       | 2.16                                                                    | 6.98                                                                    |
| Jul-96..... | 12.68                                                                        | 12.42                                           | 16.73                                                                                       | 2.00                                                                    | 6.75                                                                    |
| Ago-96..... | 12.52                                                                        | 12.31                                           | 16.60                                                                                       | 1.85                                                                    | 6.59                                                                    |
| Set-96..... | 12.35                                                                        | 12.18                                           | 16.59                                                                                       | 1.92                                                                    | 6.43                                                                    |
| Out-96..... | 12.03                                                                        | 12.03                                           | 16.41                                                                                       | 1.76                                                                    | 6.24                                                                    |
| Nov-96..... | 11.59                                                                        | 11.92                                           | 16.18                                                                                       | 1.68                                                                    | 6.07                                                                    |
| Dez-96..... | 11.36                                                                        | 11.85                                           | 15.89                                                                                       | 1.61                                                                    | 5.91                                                                    |
| Jan-97..... | 11.09                                                                        | 11.76                                           | 15.70                                                                                       | 1.49                                                                    | 5.72                                                                    |
| Fev-97..... | 11.01                                                                        | 11.65                                           | 15.52                                                                                       | 1.31                                                                    | 5.52                                                                    |
| Mar-97..... | 10.70                                                                        | 11.52                                           | 15.29                                                                                       | 1.42                                                                    | 5.32                                                                    |
| Abr-97..... | 10.58                                                                        | 11.39                                           | 14.98                                                                                       | 1.36                                                                    | 5.17                                                                    |
| Mai-97..... | 10.55                                                                        | 11.22                                           | 14.70                                                                                       | 1.49                                                                    | 5.00                                                                    |
| Jun-97..... | 10.49                                                                        | 10.98                                           | 14.15                                                                                       | 1.22                                                                    | 4.85                                                                    |
| Jul-97..... | 10.13                                                                        | 10.75                                           | 13.91                                                                                       | 1.30                                                                    | 4.72                                                                    |
| Ago-97..... | 9.93                                                                         | 10.53                                           | 13.77                                                                                       | 1.24                                                                    | 4.62                                                                    |
| Set-97..... | 9.80                                                                         | 10.31                                           | 13.57                                                                                       | 1.19                                                                    | 4.55                                                                    |
| Out-97..... | 9.66                                                                         | 10.02                                           | 13.26                                                                                       | 1.24                                                                    | 4.47                                                                    |
| Nov-97..... | 9.40                                                                         | 9.71                                            | 12.97                                                                                       | 1.23                                                                    | 4.41                                                                    |
| Dez-97..... | 9.24                                                                         | 9.40                                            | 13.00                                                                                       | 1.19                                                                    | 4.32                                                                    |
| Jan-98..... | 9.29                                                                         | 9.09                                            | 13.14                                                                                       | 1.10                                                                    | 4.22                                                                    |
| Fev-98..... | 9.10                                                                         | 8.77                                            | 12.82                                                                                       | 1.01                                                                    | 4.12                                                                    |
| Mar-98..... | 8.92                                                                         | 8.44                                            | 12.45                                                                                       | 0.94                                                                    | 3.97                                                                    |
| Abr-98..... | 8.63                                                                         | 8.12                                            | 12.23                                                                                       | 0.85                                                                    | 3.84                                                                    |
| Mai-98..... | 8.31                                                                         | 7.80                                            | 11.93                                                                                       | 0.90                                                                    | 3.69                                                                    |
| Jun-98..... | 8.18                                                                         | 7.53                                            | 11.45                                                                                       | 1.04                                                                    | 3.59                                                                    |
| Jul-98..... | 8.02                                                                         | 7.30                                            | 10.87                                                                                       | 1.02                                                                    | 3.52                                                                    |
| Ago-98..... | 7.81                                                                         | 7.07                                            | 10.66                                                                                       | 1.13                                                                    | 3.47                                                                    |
| Set-98..... | 7.73                                                                         | 6.87                                            | 10.59                                                                                       | 1.16                                                                    | 3.42                                                                    |
| Out-98..... | 7.56                                                                         | 6.73                                            | 10.39                                                                                       | 1.09                                                                    | 3.33                                                                    |
| Nov-98..... | 7.34                                                                         | 6.59                                            | 10.23                                                                                       | 1.10                                                                    | 3.23                                                                    |
| Dez-98..... | 6.95                                                                         | 6.45                                            | 10.18                                                                                       | 0.99                                                                    | 3.10                                                                    |
| Jan-99..... | 6.84                                                                         | 6.29                                            | 10.10                                                                                       | 0.94                                                                    | 2.99                                                                    |
| Fev-99..... | 6.66                                                                         | 6.13                                            | 9.93                                                                                        | 0.83                                                                    | 2.84                                                                    |
| Mar-99..... | 6.34                                                                         | 5.92                                            | 9.57                                                                                        | 0.73                                                                    | 2.72                                                                    |
| Abr-99..... | 6.14                                                                         | 5.76                                            | 9.22                                                                                        | 0.78                                                                    | 2.60                                                                    |

(continua)

## Anexo

## TAXAS DE JURO SOBRE SALDOS – SÉRIES LONGAS

|              | Empréstimos<br>(incluindo<br>descobertos)<br>a sociedades não<br>financeiras | Empréstimos a<br>particulares para<br>habitação | Empréstimos<br>(incluindo descober-<br>tos) a particulares<br>para consumo<br>e outros fins | Depósitos à vista de<br>particulares<br>e sociedades<br>não financeiras | Depósitos a prazo de<br>particulares<br>e sociedades<br>não financeiras |
|--------------|------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|
| Mai-99 ..... | 5.84                                                                         | 5.60                                            | 9.23                                                                                        | 0.75                                                                    | 2.49                                                                    |
| Jun-99 ..... | 5.57                                                                         | 5.45                                            | 9.15                                                                                        | 0.54                                                                    | 2.38                                                                    |
| Jul-99 ..... | 5.58                                                                         | 5.31                                            | 9.09                                                                                        | 0.59                                                                    | 2.30                                                                    |
| Ago-99 ..... | 5.45                                                                         | 5.21                                            | 8.88                                                                                        | 0.74                                                                    | 2.26                                                                    |
| Set-99 ..... | 5.43                                                                         | 5.16                                            | 8.88                                                                                        | 0.79                                                                    | 2.22                                                                    |
| Out-99 ..... | 5.39                                                                         | 5.11                                            | 8.81                                                                                        | 0.78                                                                    | 2.22                                                                    |
| Nov-99 ..... | 5.30                                                                         | 5.09                                            | 8.65                                                                                        | 0.80                                                                    | 2.43                                                                    |
| Dez-99 ..... | 5.46                                                                         | 5.11                                            | 8.58                                                                                        | 0.85                                                                    | 2.48                                                                    |
| Jan-00 ..... | 5.37                                                                         | 5.17                                            | 8.56                                                                                        | 0.91                                                                    | 2.50                                                                    |
| Fev-00 ..... | 5.34                                                                         | 5.27                                            | 8.58                                                                                        | 0.97                                                                    | 2.55                                                                    |
| Mar-00 ..... | 5.47                                                                         | 5.34                                            | 8.57                                                                                        | 1.08                                                                    | 2.57                                                                    |
| Abr-00 ..... | 5.52                                                                         | 5.44                                            | 8.64                                                                                        | 1.09                                                                    | 2.66                                                                    |
| Mai-00 ..... | 5.72                                                                         | 5.58                                            | 8.77                                                                                        | 0.75                                                                    | 2.74                                                                    |
| Jun-00 ..... | 5.90                                                                         | 5.76                                            | 8.86                                                                                        | 0.71                                                                    | 2.86                                                                    |
| Jul-00 ..... | 5.96                                                                         | 5.93                                            | 9.05                                                                                        | 0.81                                                                    | 2.96                                                                    |
| Ago-00 ..... | 6.14                                                                         | 6.13                                            | 9.11                                                                                        | 0.92                                                                    | 3.06                                                                    |
| Set-00 ..... | 6.29                                                                         | 6.37                                            | 9.26                                                                                        | 0.91                                                                    | 3.18                                                                    |
| Out-00 ..... | 6.48                                                                         | 6.57                                            | 9.42                                                                                        | 0.92                                                                    | 3.34                                                                    |
| Nov-00 ..... | 6.55                                                                         | 6.79                                            | 9.44                                                                                        | 0.94                                                                    | 3.48                                                                    |
| Dez-00 ..... | 6.68                                                                         | 6.96                                            | 9.48                                                                                        | 1.05                                                                    | 3.60                                                                    |
| Jan-01 ..... | 6.89                                                                         | 7.09                                            | 9.72                                                                                        | 1.01                                                                    | 3.65                                                                    |
| Fev-01 ..... | 6.79                                                                         | 7.06                                            | 9.96                                                                                        | 0.94                                                                    | 3.69                                                                    |
| Mar-01 ..... | 6.88                                                                         | 7.06                                            | 9.89                                                                                        | 0.90                                                                    | 3.72                                                                    |
| Abr-01 ..... | 6.80                                                                         | 7.00                                            | 9.87                                                                                        | 1.02                                                                    | 3.71                                                                    |
| Mai-01 ..... | 6.69                                                                         | 6.95                                            | 9.79                                                                                        | 0.86                                                                    | 3.70                                                                    |
| Jun-01 ..... | 6.73                                                                         | 6.81                                            | 9.59                                                                                        | 0.98                                                                    | 3.69                                                                    |
| Jul-01 ..... | 6.47                                                                         | 6.68                                            | 9.58                                                                                        | 0.93                                                                    | 3.68                                                                    |
| Ago-01 ..... | 6.24                                                                         | 6.58                                            | 9.47                                                                                        | 0.79                                                                    | 3.67                                                                    |
| Set-01 ..... | 6.06                                                                         | 6.46                                            | 9.31                                                                                        | 0.72                                                                    | 3.57                                                                    |
| Out-01 ..... | 6.01                                                                         | 6.33                                            | 9.25                                                                                        | 0.74                                                                    | 3.47                                                                    |
| Nov-01 ..... | 5.83                                                                         | 6.13                                            | 9.00                                                                                        | 0.76                                                                    | 3.33                                                                    |
| Dez-01 ..... | 5.79                                                                         | 5.95                                            | 8.74                                                                                        | 0.78                                                                    | 3.21                                                                    |
| Jan-02 ..... | 5.50                                                                         | 5.76                                            | 8.63                                                                                        | 0.64                                                                    | 3.11                                                                    |
| Fev-02 ..... | 5.39                                                                         | 5.62                                            | 8.34                                                                                        | 0.69                                                                    | 3.04                                                                    |
| Mar-02 ..... | 5.46                                                                         | 5.49                                            | 8.28                                                                                        | 0.70                                                                    | 3.00                                                                    |
| Abr-02 ..... | 5.34                                                                         | 5.40                                            | 8.27                                                                                        | 0.62                                                                    | 2.98                                                                    |
| Mai-02 ..... | 5.35                                                                         | 5.39                                            | 8.24                                                                                        | 0.70                                                                    | 2.97                                                                    |
| Jun-02 ..... | 5.38                                                                         | 5.40                                            | 8.26                                                                                        | 0.65                                                                    | 2.98                                                                    |
| Jul-02 ..... | 5.46                                                                         | 5.42                                            | 8.21                                                                                        | 0.66                                                                    | 3.00                                                                    |
| Ago-02 ..... | 5.45                                                                         | 5.37                                            | 8.21                                                                                        | 0.65                                                                    | 3.00                                                                    |
| Set-02 ..... | 5.33                                                                         | 5.39                                            | 8.19                                                                                        | 0.59                                                                    | 3.00                                                                    |
| Out-02 ..... | 5.39                                                                         | 5.32                                            | 8.21                                                                                        | 0.62                                                                    | 2.99                                                                    |
| Nov-02 ..... | 5.32                                                                         | 5.27                                            | 8.19                                                                                        | 0.60                                                                    | 2.97                                                                    |
| Dez-02 ..... | 5.28                                                                         | 5.22                                            | 8.14                                                                                        | 0.57                                                                    | 2.91                                                                    |
| Jan-03 ..... | 5.22                                                                         | 4.92                                            | 8.15                                                                                        | 0.42                                                                    | 2.62                                                                    |
| Fev-03 ..... | 5.08                                                                         | 4.77                                            | 8.09                                                                                        | 0.38                                                                    | 2.47                                                                    |
| Mar-03 ..... | 4.83                                                                         | 4.68                                            | 8.02                                                                                        | 0.37                                                                    | 2.37                                                                    |
| Abr-03 ..... | 4.79                                                                         | 4.55                                            | 7.73                                                                                        | 0.38                                                                    | 2.33                                                                    |
| Mai-03 ..... | 4.69                                                                         | 4.43                                            | 7.96                                                                                        | 0.39                                                                    | 2.29                                                                    |
| Jun-03 ..... | 4.52                                                                         | 4.28                                            | 7.95                                                                                        | 0.33                                                                    | 2.20                                                                    |
| Jul-03 ..... | 4.43                                                                         | 4.16                                            | 7.85                                                                                        | 0.30                                                                    | 2.16                                                                    |
| Ago-03 ..... | 4.36                                                                         | 4.02                                            | 7.77                                                                                        | 0.30                                                                    | 2.11                                                                    |
| Set-03 ..... | 4.37                                                                         | 3.94                                            | 7.77                                                                                        | 0.30                                                                    | 2.08                                                                    |
| Out-03 ..... | 4.32                                                                         | 3.89                                            | 7.71                                                                                        | 0.31                                                                    | 2.07                                                                    |

Nota: estimativas até Dezembro de 2002.



*Artigos*



## INCERTEZA E ANÁLISE DE RISCOS: UMA APLICAÇÃO ÀS PROJECCÕES PARA A ECONOMIA PORTUGUESA EM 2004\*

Paulo Soares Esteves\*\*

Álvaro A. Novo\*\*

### 1. INTRODUÇÃO

As previsões económicas são geralmente apresentados sob a forma de projecções pontuais. Estas projecções centrais (*baseline*) estão, no entanto, sujeitas a riscos que se podem traduzir numa função de distribuição de probabilidade cuja estimação poderá fornecer indicações de significativa importância. A existência de incerteza bem como de riscos assimétricos reflecte-se em intervalos de previsão que poderão contemplar probabilidades diferenciadas da variável ficar acima/abaixo dessa projecção pontual.

Na prática, enquanto a análise de incerteza é por vezes quantificada através da divulgação de intervalos de previsão, as implicações de riscos assimétricos, dado o seu maior grau de complexidade técnica, não são geralmente apresentadas de forma quantificada, efectuando-se apenas uma avaliação qualitativa da direcção dos riscos das projecções<sup>(1)</sup>.

Com uma abordagem pioneira, a partir de 1996, o Banco de Inglaterra passou a produzir análises quantificadas dos riscos inerentes às suas previsões. A comunicação para o público é feita sob a forma de *fan charts*, os quais quantificam a distribuição de probabilidade (normalmente assimétrica) subjacente a uma projecção pontual. Estes grá-

ficos sobrepõem, com diferentes tonalidades<sup>(2)</sup>, intervalos de projecção assimétricos para diferentes graus de confiança<sup>(3)</sup>.

Recentemente, Novo e Pinheiro (2003) propuseram um procedimento alternativo para a construção dessas funções de distribuição de probabilidade, o qual procura ultrapassar algumas limitações inerentes ao procedimento do Banco de Inglaterra. Esta nota apresenta de um modo resumido a abordagem de Novo e Pinheiro (2003), ilustrando a sua aplicação com um exemplo para as projecções da economia portuguesa para 2004 divulgadas neste *Boletim Económico*<sup>(4)</sup>.

A segunda secção introduz o problema. O método de definição dos factores de incerteza e do balanço de riscos é apresentado na terceira secção. A quarta secção ilustra a agregação desses factores de incerteza e risco, e a obtenção da distribuição de probabilidade subjacente aos valores projectados. Finalmente, na quinta secção, apresenta-se a aplicação do procedimento às projecções para a economia portuguesa em 2004.

### 2. COMO AGREGAR DISTRIBUIÇÕES ASSIMÉTRICAS E CORRELACIONADAS?

Para ilustrar o problema considere-se um exemplo simples, em que a variável a prever,  $y$ , pode ser expressa como uma aproximação linear local de  $k$  variáveis condicionantes,  $x_i$ :

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

\*\* Departamento de Estudos Económicos.

(1) Por exemplo, esta tem sido a prática do Banco de Portugal nos artigos em que são divulgadas as projecções para a economia portuguesa.

(2) Na literatura são também conhecidos como "*rivers of blood*" dada a sua cor vermelha.

(3) Esta abordagem foi posteriormente adoptada por outros bancos centrais, em particular, o Banco da Suécia.

(4) O procedimento é aplicável a previsões a mais de um período de distância, mas para efeitos ilustrativos considera-se apenas 2004.

$$y_t = \sum_{i=1}^k \alpha_i x_{i,t} \quad (1)$$

A projecção pontual da variável  $y$ , para o momento  $t$ ,  $\hat{y}_t$ , pode também ser escrita como uma combinação linear dos valores contemporâneos projectados para as variáveis  $x_i$ ,  $\hat{x}_{i,t}$ :

$$\hat{y}_t = \sum_{i=1}^k \alpha_i \hat{x}_{i,t} \quad (2)$$

Da mesma forma, os erros da projecção pontual para a variável  $y$ ,  $\varepsilon_{y,t} = y_t - \hat{y}_t$ , podem ser escritos como uma combinação linear dos erros de projecção para as variáveis  $x_i$ ,  $\varepsilon_{x_{i,t}} = x_{i,t} - \hat{x}_{i,t}$ :<sup>(5)</sup>

$$\varepsilon_{y,t} = \sum_{i=1}^k \alpha_i \varepsilon_{x_{i,t}} \quad (3)$$

As projecções pontuais assumidas para as variáveis  $x$  estão sujeitas a incerteza, a qual é naturalmente transmitida para as projecções efectuadas para a variável  $y$ . Assim, o problema corresponde, em primeiro lugar, a estabelecer quais as distribuições para os erros de projecção das variáveis  $x_i$  e, em segundo lugar, a agregar essas distribuições (as quais podem estar correlacionadas), de forma a obter a distribuição de probabilidade subjacente ao erro de projecção da variável  $y$ <sup>(6)</sup>. Em termos gerais, podem considerar-se dois casos.

(5) Este exemplo mais simples pretende ser ilustrativo, considerando apenas uma variável a prever — não dependente de realizações de um termo aleatório — e que não existe incerteza em relação aos coeficientes de agregação. Num caso mais geral isso já não acontecerá, pois, por um lado, a variável a prever dependerá também de uma perturbação aleatória específica, a qual representará todos os factores que influenciam a variável, mas que não estão expressos na aproximação linear considerada (por exemplo, erros de especificação relativos à forma funcional e às variáveis incluídas, bem como erros de medida das variáveis). Numa análise mais geral, seja  $Y$  um vector de variáveis a prever e represente-se por  $X$  o vector de variáveis condicionantes. Pode-se admitir que existe uma aproximação linear local ao processo de geração de previsões. Em linguagem matricial:

$$A_y Y = A_x X_t + u_t \Leftrightarrow Y = A_y^{-1} A_x X_t + A_y^{-1} u_t \quad 1a$$

$$\hat{Y}_t = \hat{A}_y^{-1} \hat{A}_x \hat{X}_t \quad 2a$$

$$\hat{A}_y \varepsilon_{y,t} = \hat{A}_x \varepsilon_{x,t} + v_t \Leftrightarrow \varepsilon_{y,t} = \hat{A}_y^{-1} \hat{A}_x \varepsilon_{x,t} + \hat{A}_y^{-1} v_t \quad 3a$$

O erro total de cada uma das variáveis do vector  $Y$  é explicado pelo erro das variáveis condicionantes  $\varepsilon_{x,t}$  e pelos erros puros  $v_t$ , que não podem ser explicados pelos erros cometidos nas variáveis condicionantes. Note-se que (3a) exprime  $\varepsilon_{y,t}$  como uma combinação linear de  $\varepsilon_{x,t}$  e  $v_t$ .

Como caso mais simples, admita-se que os erros de previsão das variáveis  $x$  têm uma distribuição simétrica<sup>(7)</sup>, assumindo-se, portanto, riscos equilibrados. Neste caso, o valor esperado e a moda dos erros de projecção das variáveis  $x$  coincidem no valor zero. Consequentemente, a distribuição para o erro de previsão de  $y$  é igualmente caracterizada por uma distribuição simétrica centrada em zero. Do ponto de vista técnico, neste caso o problema resume-se à estimação de uma medida de dispersão do erro de projecção de  $y$ .

Alternativamente, pode-se considerar, de forma mais realista, que os erros de projecção para as variáveis  $x_i$  têm distribuições assimétricas. Neste caso, o problema complica-se, e, além da dispersão, torna-se igualmente necessário estimar o grau de assimetria da distribuição subjacente ao erro de previsão de  $y$ . Para além do mais, a função de distribuição da variável  $y$  não é normalmente a mesma das variáveis  $x_i$ . Nestes casos, podem ser consideradas diferentes formas de resolução do problema:

- (i) Simular numericamente os factores de incerteza e risco (variáveis  $x_i$ ) e proceder à respectiva agregação. A desvantagem deste procedimento prende-se com a dificuldade de considerar a existência de correlações entre as distribuições dos erros de projecção para as variáveis  $x_i$ <sup>(8)</sup>.
- (ii) Assumir que a assimetria da projecção resulta da combinação linear das assimetrias definidas para os factores de risco. Este é o procedimento utilizado pelo Banco de Inglaterra na construção dos *fan-charts*<sup>(9)</sup>. Neste pro-

(6) Uma hipótese para ultrapassar este problema corresponde à utilização directa dos erros de projecção observados à posteriori na projecção da variável  $y$ . Este procedimento é o utilizado para a definição dos intervalos de projecção actualmente publicados pelo Banco Central Europeu [ver, ECB (2000)]. No entanto, esta análise (“errar tanto como no passado”) não considera a introdução de elementos diferenciados de incerteza e de riscos relativamente ao passado, nem a análise do seu impacto nas projecções.

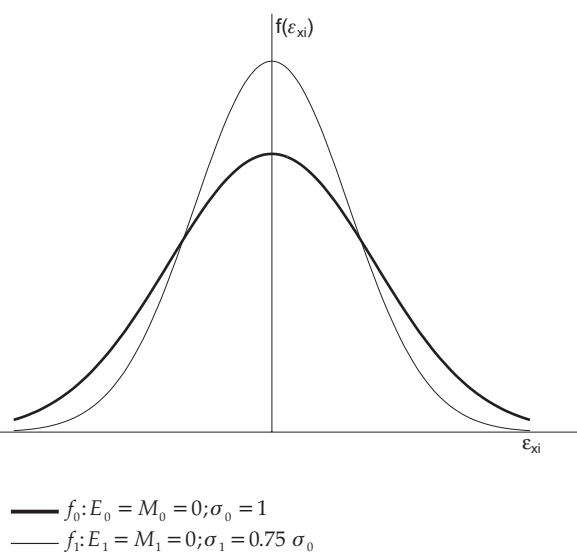
(7) Por conveniência, a hipótese paramétrica mais comum é a da distribuição normal dos erros.

(8) Uma aplicação de um procedimento numérico em que se considera apenas uma correlação do tipo binomial entre duas distribuições de *input* é apresentada em Martins et al (2003). A utilização do método apresentado em Mardia (1970) permite considerar apenas correlações entre dois factores de incerteza — aplicada para a inflação e o PIB da Suécia por Blix e Sellin (2000).

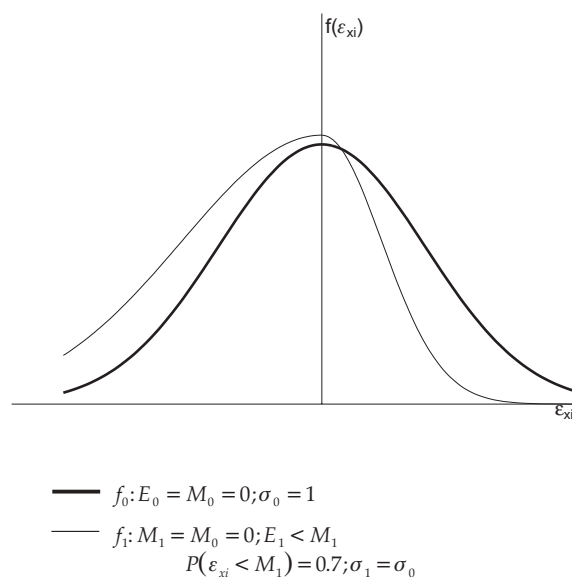
Gráfico 1

DEFINIÇÃO DE INCERTEZA/RISCOS PARA A VARIÁVEL  $x_i$ 

Diminuição da incerteza em 25 por cento



Riscos para baixo de 70 por cento



cedimento, a dispersão do erro de projecção de  $y$  é, por seu lado, obtida através da combinação linear das variâncias dos erros de projecção para as variáveis  $x_i$ , assumindo-se, portanto, a inexistência de correlações entre esses erros.

- (iii) Novo e Pinheiro (2003) sugerem um procedimento mais global. Esta abordagem, respeitando certas condições, ultrapassa as hipóteses limitativas da agregação linear utilizada pelo Banco de Inglaterra.

### 3. DISTRIBUIÇÃO DOS FACTORES DE INCERTEZA E RISCO

O Gráfico 1 ilustra o procedimento utilizado para a definição do nível de incerteza e risco para qualquer das variáveis condicionantes. Este procedimento — que incorpora o julgamento do analista na definição da distribuição de probabilidade em torno dos valores subjacentes ao cenário cen-

tral — é o utilizado pelo Banco de Inglaterra, sendo igualmente seguido em Novo e Pinheiro (2003).

No Gráfico 1, a função de densidade de probabilidade  $f_0$  representa a distribuição inicial do erro de previsão da variável  $x_i$ . Trata-se de uma distribuição centrada em torno de zero, traduzindo o valor mais provável para os erros de projecção. No entanto, como existe incerteza, esses erros são caracterizados por uma distribuição de probabilidade, a qual é aproximada por uma distribuição normal pelo facto de se admitir que o *baseline* foi construído sem consideração de riscos assimétricos. Assim, nesta distribuição, o valor mais provável ( $M_0$ ) coincide com a média ( $E_0$ ). A variância, por seu lado, pode ser estimada atendendo aos erros de projecção históricos cometidos para a variável  $x_i$  (no exemplo considerado admitiu-se um desvio-padrão unitário,  $\sigma_0 = 1$ ). Contudo, o analista deve avaliar a razoabilidade de projectar para o futuro esta variabilidade histórica, podendo exercer o seu julgamento e modificá-la. Por exemplo, para um país pertencente à área do euro, a variabilidade da taxa de câmbio efectiva tenderá a ser menor do que a volatilidade observada no passado, onde existiram alterações significativas das taxas bilaterais entre os países que actualmente compõem a área do euro.

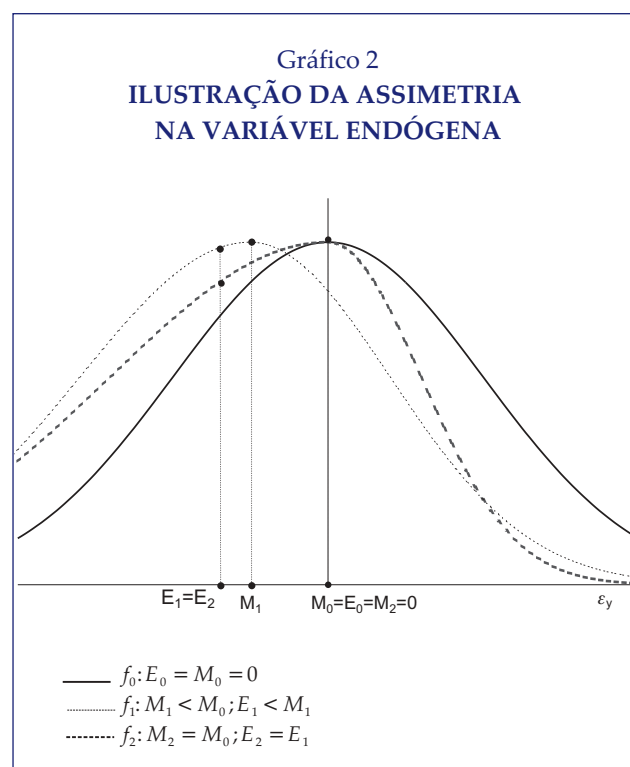
(9) Este procedimento, considera que a diferença entre o valor esperado e a moda é a combinação linear das diferenças entre as médias e a modas dos factores de risco. O problema desta hipótese, como aliás é reconhecido pelo Banco de Inglaterra, resulta do facto da moda de uma combinação linear não poder ser expressa como a combinação linear das respectivas modas (ao contrário do que acontece com o valor esperado).

Para ilustrar o tipo de intervenções que podem ser levadas a cabo pelo analista, considere-se um primeiro caso onde se admite uma diminuição de incerteza sobre a evolução da variável  $x_i$  em 25 por cento. Este tipo de intervenção justifica-se quando se considera que a incerteza associada à projecção dessa variável será diferenciada da observada historicamente<sup>(10)</sup>. Assim, a definição destes factores de incerteza adicional apenas muda a dispersão da distribuição, não afectando as medidas de localização — tanto o valor mais provável ( $M_1$ ) como a média ( $E_1$ ) para o erro de previsão desta variável continuam a ser iguais a zero.

O segundo painel do Gráfico 1 considera a definição de um factor de risco assimétrico relativamente à evolução da variável  $x_i$ . Apesar de se considerar que o valor mais provável desse erro continua a ser zero — isto é, o valor de  $x_i$  implícito no *baseline* continua a ser o mais provável — admite-se uma probabilidade diferenciada desse erro ficar abaixo ou acima de zero (respectivamente, 70 e 30 por cento no exemplo apresentado). Com a definição desta assimetria, o valor esperado ( $E_1$ ) distancia-se da moda ( $M_1$ ), deslocando-se para a abscissa da distribuição com maior massa de probabilidade. Neste caso, a hipótese paramétrica da distribuição normal já não serve os propósitos do analista. Assim, é necessário seleccionar distribuições que acomodem ambas as situações — simetria e assimetria. Este é o caso das distribuições utilizadas pelo Banco de Inglaterra e em Novo e Pinheiro (2003). No primeiro caso, a distribuição eleita foi a normal segmentada (*two-piece normal (tpn)*) e, no último caso, os autores optaram pela *skewed generalized normal (sgn)*<sup>(11)</sup>.

(10) Neste contexto, refira-se um caso concreto de âmbito estatístico em que se pode justificar a definição de um factor tendente a diminuir a incerteza associada à variável em questão. A variância histórica dos erros de projecção dessa variável pode ter sido significativamente afectada por uma observação de natureza irregular, em particular, quando se utilizam amostras de reduzida dimensão.

(11) A adopção da distribuição *sgn* (combinação linear de uma distribuição normal com uma distribuição gama) é justificada pelas suas melhores propriedades de agregação linear face à *tpn*. Em termos da definição dos factores elementares de incerteza e risco, os resultados são bastante parecidos aos do Banco de Inglaterra dada a semelhança das duas distribuições. No caso de simetria, os resultados são os mesmos porque ambas as distribuições têm como caso particular a distribuição normal.



#### 4. DISTRIBUIÇÃO DA PROJEÇÃO

Após a definição dos factores de risco e de incerteza sobre a evolução das variáveis condicionantes, a agregação dessas distribuições permite obter a distribuição subjacente às projecções das variáveis endógenas. O Gráfico 2 ilustra o *output* resultante dessa agregação, evidenciando o impacto da adopção de riscos (assimetria), e a sua leitura pode dividir-se em três partes:

- (i) A distribuição inicial,  $f_0$ , corresponde à distribuição subjacente à projecção pontual inicial, definida num contexto de inexistência de riscos assimétricos. Neste caso, os erros de projecção para a variável  $y$  seguem uma distribuição normal, com uma média igual a zero e um determinado desvio padrão.
- (ii) A definição de riscos assimétricos altera a distribuição dos erros de previsão. A distribuição  $f_1$  ilustra o resultado do procedimento Novo e Pinheiro (2003). O deslocamento da média (de  $E_0$  para  $E_1$ ) reflecte o facto da análise de riscos ter igualmente alterado o valor esperado das variáveis que afectam a projecção de  $y$ . Mas a introdução de riscos assimétricos altera igualmente a moda da projecção (de  $M_0$  para  $M_1$ ). Esta última alte-

ração resulta do procedimento agregar de uma forma estatisticamente correcta as distribuições de  $x_i$ , isto é, sem simplificações relativamente à agregação da moda. Desta forma, o efeito da introdução de riscos assimétricos deverá considerar a deslocação da distribuição, a qual pode ser dividida em duas partes: (a) deslocação do valor mais provável (*mode-effect*); (b) diferenciação entre o valor esperado e a moda devido à assimetria da nova distribuição. Refira-se que esta diferença entre a moda e a média será mais pequena do que a combinação linear das diferenças entre as médias e as modas das variáveis sobre as quais são definidos riscos, em particular quando o número de variáveis aumenta. Será sobre esta nova distribuição que deverão ser definidos intervalos de previsão e calculada a probabilidade da variável em causa ficar acima/abaixo do valor projectado no cenário central.

- (iii) Para efeitos ilustrativos, considera-se também a distribuição resultante da aplicação do procedimento usado pelo Banco de Inglaterra ( $f_2$ ). Neste caso, enquanto o valor esperado regista uma deslocação igual<sup>(12)</sup> ao do método de Novo e Pinheiro (2003), a moda é artificialmente mantida na projecção inicial.

Assim, com a abordagem de Novo e Pinheiro (2003), podem-se considerar duas medidas de localização para medir os efeitos da análise de riscos no cenário central: (i) o deslocamento da moda,  $M_1 - M_0$ ; (ii) o deslocamento da média,  $E_1 - E_0$ . Note-se que o sinal das diferenças é indicativo da direcção dos riscos. Assim, diferenças negativas (positivas) estão associadas a riscos para baixo (cima) na previsão.

A utilização da moda tem a vantagem de medir a alteração do valor mais provável resultante da

análise efectuada. De facto, atendendo à análise de incertezas e riscos considerada, o valor  $M_1$  pode ser interpretado como a realização mais verosímil para a variável em causa. A utilização do valor esperado torna-se menos consistente com a interpretação de que o *baseline* corresponde a uma previsão modal sobre o qual são definidos incertezas e riscos. No entanto, a utilização desta medida tem uma vantagem de comunicação. O seu deslocamento pode ser facilmente explicado pelos riscos introduzidos nas variáveis  $x_i$ . Isto é, o efeito na média da variável dependente pode ser decomposto de uma forma aditiva pelos efeitos nas médias das variáveis condicionantes.

## 5. APLICAÇÃO ÀS ACTUAIS PROJEÇÕES PARA A ECONOMIA PORTUGUESA EM 2004

A utilização do procedimento Novo e Pinheiro (2003) implica a adopção de um conjunto de hipóteses de trabalho. Assim, para as projecções para a economia portuguesa em 2004, elaboradas no âmbito do exercício de Outono do Eurosistema e divulgadas neste *Boletim Económico*, foram tomadas as seguintes opções:

### (i) Variáveis consideradas

O actual exercício de projecções do Eurosistema considera um conjunto de variáveis sobre as quais se podem definir factores de risco e de incerteza. Estas variáveis podem ser divididas em três grandes grupos.

- Variáveis condicionantes sobre as quais são efectuadas hipóteses técnicas (foram consideradas a taxas de câmbio do euro, o preço do petróleo e as taxas de juro de curto e longo prazos).
- Outras variáveis condicionantes sobre as quais são assumidas hipóteses comuns para os países do Eurosistema (evolução da actividade económica nos países exteriores à área do euro, a qual, em conjunto com as projecções para os restantes países do Eurosistema, determina a procura externa relevante para a economia portuguesa), ou cuja natureza de variável de política as torna naturalmente variáveis condicionantes do exercício (consumo público).

(12) Em termos aproximados, dadas as diferenças nas hipóteses paramétricas, *tpn* e *sgn*, utilizadas na definição dos factores de risco. Os valores esperados destas duas distribuições são diferentes mesmo que partilhem a mesma moda, o mesmo percentil da moda e o mesmo desvio padrão. Desta forma, o deslocamento do valor esperado da distribuição resultante da definição de um mesmo factor de risco específico (ver Gráfico 1) não é exactamente o mesmo, originando, por conseguinte, ligeiras diferenças no deslocamento do valor esperado das variáveis endógenas.

- (c) Variáveis endógenas sobre as quais se podem definir factores de incerteza e risco através do comportamento do resíduo das respectivas equações (consumo privado, investimento, exportações, importações, salários, emprego, inflação)<sup>(13)</sup>. Refira-se que o efeito no comportamento de uma variável endógena irá depender não só dos factores definidos directamente para essa variável mas também dos impactos associados aos factores definidos, tanto para as variáveis condicionantes como para as restantes variáveis endógenas.

## (ii) Erros históricos

A recolha de erros históricos tanto das hipóteses assumidas para as variáveis condicionantes como das projecções efectuadas para as variáveis endógenas torna-se imprescindível para estimar os desvios padrão e a respectiva matriz de correlações entre os erros de projecção das várias variáveis consideradas. Refira-se que, como já referido anteriormente, esta informação corresponde a uma base de trabalho, sobre a qual o analista pode exercer o seu julgamento, avaliando a razoabilidade de projectar essa informação histórica para o horizonte da projecção.

A informação histórica foi construída considerando os exercícios de projecção de Outono de 1995 a 2003 elaborados pelo Banco de Portugal, no âmbito do Instituto Monetário Europeu até 1998 e do Eurosistema desde então. Para lidar com as habituais revisões de séries, considerou-se que o valor observado para cada variável num determinado ano corresponde ao valor projectado no exercício de Outono do ano seguinte.

## (iii) Aproximação linear

Na definição da aproximação linear que caracteriza as relações entre as várias variáveis em torno do cenário central, consideraram-se multiplicadores de choques tanto das variáveis condicionantes como das variáveis endógenas através da introdução de inovações nas respectivas equações comportamentais. Saliente-se que, além de garantirem

a agregação das várias variáveis, estes multiplicadores se afiguram imprescindíveis para filtrar os erros de projecção observados em cada variável endógena da parte que pode ser explicada por erros cometidos na projecção das outras variáveis consideradas.

Estes multiplicadores foram obtidos com base no modelo habitualmente usado no Banco de Portugal nos exercícios de projecção da economia portuguesa. No caso dos choques das variáveis condicionantes (com excepção do consumo público), refira-se que os multiplicadores do modelo foram amplificados considerando simulações equivalentes para os restantes países da área do euro. Desta forma, esses multiplicadores levam igualmente em consideração os efeitos na economia portuguesa associados ao facto dessas variáveis afectarem os restantes países da área do euro com os quais Portugal mantém fluxos de comércio. Por exemplo, uma alteração das taxas de juro do euro, além de produzir efeitos directos na economia portuguesa, gera igualmente efeitos indirectos através da procura externa relevante para a economia portuguesa pelo facto dos países da área do euro serem igualmente afectados por essa alteração das taxas de juro.

## 5.1. Filtragem dos erros

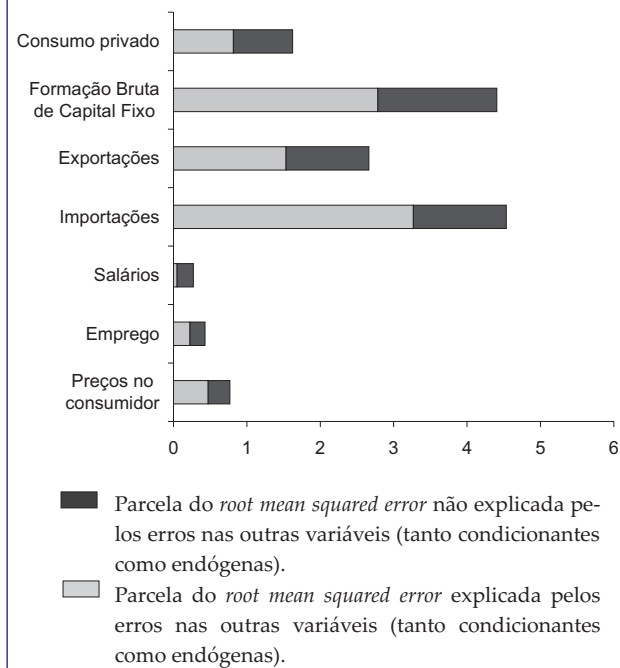
Uma consequência da aplicação do procedimento é possibilitar a análise dos erros de projecção que foram cometidos no passado em exercícios de projecção similares. Adicionalmente, a filtragem desses erros permite reconhecer as origens desses erros. O Gráfico 3 ilustra essa análise para os erros de projecção a um ano de distância, apresentando uma medida numérica desses erros para cada uma das variáveis endógenas — *Root Mean Squared Error (RMSE)* —, bem como a parcela desse indicador que não é atribuível a erros de projecção “puros” dessa variável<sup>(14)</sup>.

Não surpreendentemente, verifica-se que os erros de projecção tem sido maiores para o investimento (forte sensibilidade ao ciclo económico), ex-

(13) Os erros de projecção do PIB são determinados pela agregação dos erros das várias componentes da despesa.

(14) Note-se que as variáveis utilizadas no modelo de aproximação linear em torno do *baseline* não têm necessariamente que coincidir com as usadas pelo Banco de Portugal nos seus modelos de previsão. Assim, as decomposições aqui reportadas têm que ser interpretadas somente à luz do modelo usado para análise de riscos.

Gráfico 3

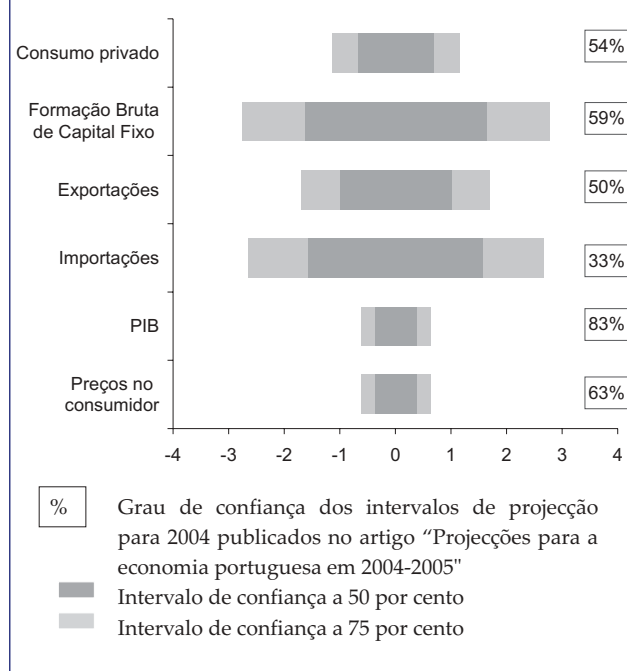
**ERROS HISTÓRICOS DE PREVISÃO**Em pontos percentuais, *root mean squared errors*

portações (grande dependência relativamente às hipóteses assumidas para a evolução da procura externa) e importações (fortemente condicionada pelos erros de projecção cometidos na projecção das várias componentes da procura global). Nestes casos, uma significativa percentagem do erro tenderá a ser explicado pelos erros cometidos nas restantes variáveis consideradas.

Os erros de projecção têm sido menos significativos para as restantes variáveis — salários, emprego e inflação — o que, no entanto, não poderá ser directamente atribuído a uma maior perícia na projecção destas variáveis, pois este resultado reflectirá o facto destas séries terem registado uma menor variabilidade no período considerado<sup>(15)</sup>. Refira-se que, entre as variáveis consideradas, os erros de projecção cometidos nos exercícios de Outono para a evolução dos salários no ano seguinte são os de menor dimensão, mas simultaneamente são os que tendem a ser menos explicados pelos

(15) Na obtenção de indicadores de perícia de projecção, torna-se importante comparar os erros de projecção com a variabilidade da própria série. Existe uma maior tolerância face aos erros cometidos na projecção de séries de maior imprevisibilidade [ver, por exemplo, Diebold e Killian (2001)].

Gráfico 4

**INTERVALOS DE PROJECCÃO**

erros de projecção cometidos nas restantes variáveis consideradas — evidenciando a pouca flexibilidade dos salários em relação a acontecimentos do próprio ano.

## 5.2. Análise de incerteza

Independentemente do conjunto de riscos que se possam considerar, a aplicação do procedimento de Novo e Pinheiro (2003) permite sempre construir intervalos de confiança para as projecções económicas. Se o único objectivo for obter uma medida do grau de imprecisão das projecções, não há necessidade de definir riscos assimétricos. Com base nas variâncias e covariâncias históricas e no conjunto dos multiplicadores do modelo estima-se da dispersão dos erros de projecção.

O Gráfico 4 sintetiza os resultados para 2004<sup>(16)</sup>. Considerando-se graus de confiança de 50 e 75 por cento, apresentam-se os intervalos de confiança para erros de projecção das variáveis para as quais são habitualmente divulgados intervalos de projecção. Adicionalmente, apresenta-se o grau de confiança que este procedimento atribui aos intervalos de projecção para 2004 considerados no artigo deste boletim económico que apresenta as projecções para a economia portuguesa.

De acordo com os resultados obtidos, considerando toda a incerteza associada tanto à adopção das hipóteses externas resultantes do exercício do Eurosistema como a comportamentos específicos das variáveis endógenas consideradas, o crescimento do PIB em 2004 deverá situar-se, com um grau de confiança de 50 por cento, num intervalo de semi-amplitude 0.4 pontos percentuais (p.p.), em torno do *baseline* (ou de 0.6 p.p. no caso de um intervalo a 75 por cento de confiança). No caso da taxa de inflação, as semi-amplitudes desses intervalos são igualmente cerca de 0.4 e 0.6 p.p. para 50 e 75 por cento de confiança, respectivamente.

Em relação à evolução das várias componentes da despesa verifica-se que existe uma incerteza significativamente maior do que a subjacente à projecção do PIB. Há duas possíveis explicações para este resultado. Em primeiro lugar, na ausência de correlações, a variabilidade de um indicador mais agregado (que pode ser expresso como uma média de outros indicadores) pode diluir-se, (sendo inferior à média da variabilidade dos indicadores), uma vez que inovações positivas numa variável podem ser compensadas por inovações negativas noutra variável. Adicionalmente, atendendo à forte correlação entre as importações e a procura global, uma parte das inovações das várias componentes da procura reflecte-se na evolução das importações, não afectando, desta forma, o crescimento do produto.

(16) Várias hipóteses foram consideradas na construção destes intervalos de confiança. Em primeiro lugar, traduzindo uma hipótese habitual, assumiu-se que os erros de projecção das variáveis condicionantes não estão correlacionados com os resíduos das equações de comportamento (erros “puros”) das variáveis endógenas. Em segundo lugar, os desvios padrão históricos dos erros de projecção foram calculados excluindo a observação mais “anormal”, pois a presença de *outliers* é particularmente susceptível de influenciar os resultados quando se considera amostras de reduzida dimensão. Finalmente, refira-se que a adopção de distribuições não truncadas origina uma probabilidade diferente de zero da variável projectada se deslocar para valores muito negativos ou muito positivos, apesar da sua pouca razoabilidade económica. No caso dos *fan charts* do Banco de Inglaterra, a distribuição original da previsão é truncada para os limites definidos pela escala do próprio gráfico. Neste caso, considerou-se uma truncagem a 98 por cento, isto é uma distribuição apenas definida para os valores centrais que concentram 98 por cento de probabilidade.

### 5.3. Cenários de risco

A aplicação deste procedimento permite igualmente quantificar os impactos de um determinado balanço de riscos nas projecções efectuadas. A título ilustrativo, considera-se um balanço que traduza uma quantificação possível dos factores de risco referidos no artigo que apresenta as projecções para a economia portuguesa: (i) uma apreciação da taxa de câmbio do euro; (ii) um preço do petróleo mais elevado; (iii) um menor crescimento da procura externa; (iv) um maior crescimento do consumo público; (v) um maior ajustamento do mercado de trabalho — traduzido num menor ritmo de crescimento do emprego e dos salários; (vi) um maior crescimento dos preços do consumidor devido à possibilidade de se verificar um maior aumento dos preços sujeitos a controle administrativo. Em todos os casos considera-se um balanço de risco intermédio (percentil da moda de 0.4 ou 0.6). No caso da taxa de câmbio, atendendo à significativa apreciação do euro desde a realização do exercício do Eurosistema, assume-se um balanço de risco mais acentuado (probabilidade subjectiva de 70 por cento da taxa de câmbio do euro em 2004 registar uma apreciação relativamente à hipótese técnica considerada no cenário central).

O Quadro 1 considera a aplicação deste balanço de riscos às projecções da economia portuguesa para 2004, apresentando a probabilidade da taxa de crescimento do PIB e da taxa de inflação ficarem abaixo da projecção central, bem como os respectivos intervalos de confiança de amplitude mínima<sup>(17)</sup>.

Os resultados confirmam que os riscos relativamente à actividade económica em 2004 são mais concentrados no sentido da baixa — probabilidade superior a 55 por cento da taxa de crescimento do PIB ficar abaixo da projecção pontual inicial. No caso da inflação os riscos parecem ser mais balanceados. A probabilidade da taxa de inflação ser superior à projecção pontual é apenas ligeiramente superior a 50 por cento.

Um aspecto importante é o facto dos intervalos de confiança deixarem de estar centrados na projecção inicial, com o limite do intervalo a alargar-se para o lado de maior concentração de riscos. Considerando este balanço de riscos definido em torno de uma projecção pontual de 0.75 por cento

Quadro 1  
ANÁLISE DE RISCOS

| <i>Input</i>                  |                                             | Probabilidade<br>subjectiva<br>(percentil da moda) |
|-------------------------------|---------------------------------------------|----------------------------------------------------|
| Variáveis condicionantes      |                                             |                                                    |
| Taxa de câmbio <sup>(a)</sup> |                                             | 0.7                                                |
| Preço do petróleo             |                                             | 0.4                                                |
| Procura externa               |                                             | 0.6                                                |
| Consumo público               |                                             | 0.4                                                |
| “Erros puros”                 |                                             |                                                    |
| Emprego                       |                                             | 0.6                                                |
| Salários                      |                                             | 0.6                                                |
| Inflação                      |                                             | 0.4                                                |
| <i>Output</i>                 |                                             |                                                    |
| PIB                           | Percentil do cenário central                | 0.57                                               |
|                               | Intervalo de confiança (50%) <sup>(b)</sup> | [0.28; 1.03]                                       |
|                               | Intervalo de confiança (75%) <sup>(b)</sup> | [0.02; 1.29]                                       |
| Inflação                      | Percentil do cenário central                | 0.49                                               |
|                               | Intervalo de confiança (50%) <sup>(b)</sup> | [2.19; 2.86]                                       |
|                               | Intervalo de confiança (75%) <sup>(b)</sup> | [1.89; 3.13]                                       |

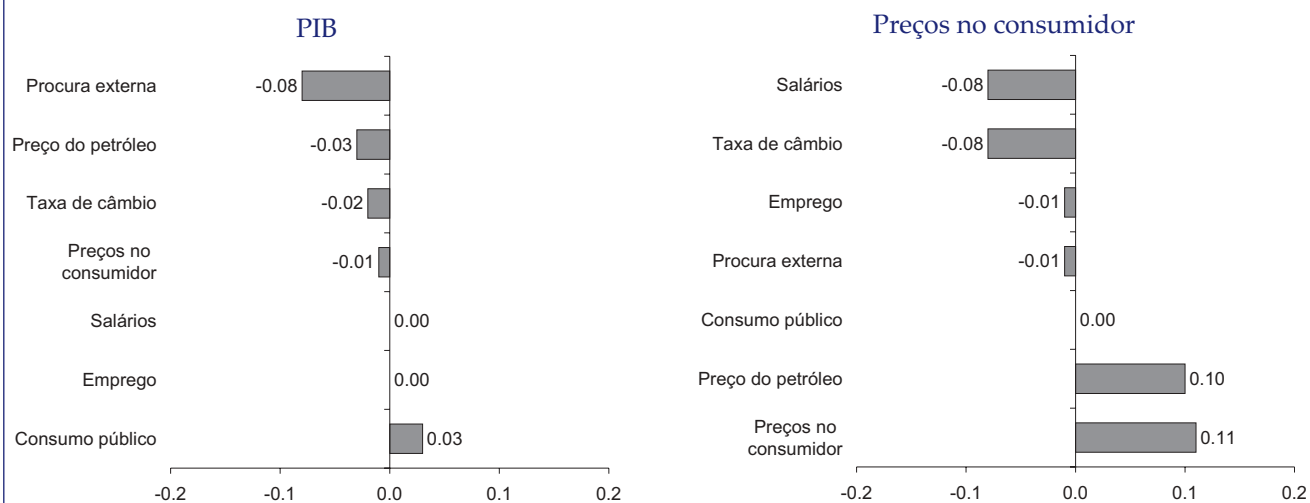
Notas

(a) Uma subida (descida) corresponde a uma depreciação (apreciação).

(b) Definidos sobre distribuições truncadas a 98 por cento.

Gráfico 5  
CONTRIBUTOS DOS RISCOS ELEMENTARES PARA A DESLOCAÇÃO DAS MÉDIAS  
DAS DISTRIBUIÇÕES DO PIB E DOS PREÇOS NO CONSUMIDOR (MEAN-EFFECT)

Contributos para as taxas de crescimento, em pontos percentuais



(valor central do intervalo publicado no artigo que apresenta as projecções para a economia portuguesa), os intervalos para a taxa de crescimento do PIB em 2004 seriam [0.28; 1.03] a 50 por cento de confiança e [0.02; 1.29] a 75 por cento de confiança. No caso da taxa de inflação, esses intervalos definidos em torno do cenário central de 2.5 por cento seriam de [2.19; 2.86] e [1.89; 3.13].

Considerando os efeitos do balanço de riscos sobre o valor esperado das projecções (*mean effect*), torna-se possível analisar quais os factores de risco que mais poderão contribuir para um desvio da taxa de crescimento do PIB e da taxa inflação em 2004 relativamente ao cenário central (Gráfico 5).

A generalidade dos factores de risco considerados, em particular o relacionado com a evolução da procura externa relevante para a economia portuguesa, poderão influenciar negativamente a taxa de crescimento do PIB em 2004. Esses factores tenderão a sobrepor-se ao risco do consumo público não registar uma evolução tão negativa como a assumida no cenário central de projecção.

No caso da inflação, os riscos associados à possibilidade do preço do petróleo ficar acima do assumido na projecção pontual ou de se verificar um maior aumento dos preços sujeitos a controle administrativo, tenderão a ser contrabalançados pelos riscos de uma apreciação do euro e de um menor crescimento dos salários.

## REFERÊNCIAS

- Britton, E., P. Fisher e J. Whitley (1998), The inflation report projections: understanding the fan chart, Bank of England, *Quarterly Bulletin*, February.
- Blix, M. e P. Sellin (2000), A bivariate distribution for inflation and output forecasts, Riksbanc, *Working Paper*.
- Diebold, F. e Lutz Killian (2001): Measuring predictability: theory and macroeconomic applications, *Journal of Applied Econometrics* 16, 657-669.
- ECB (2000), European Central Bank, *Monthly Bulletin*, December.
- Mardia, K. (1970), Families of Bivariate Distributions, Griffin, London.
- Martins, F., J. Machado e P. Esteves (2003), Modelling Taylor rule uncertainty: an application to the euro area, *Economic Modelling*, forthcoming.
- Novo, A. e M. Pinheiro (2003), Uncertainty and Risk Analysis of Conditional Macroeconomic Forecasts: Fan Charts Revisited, Banco de Portugal, *Working Paper*, December.
- Wallis, K. (1999), Asymmetric forecasts of inflation and the Bank of England's fan-chart, *National Institute of Economic Review*, January.

## DESINFLAÇÃO E POLÍTICA ORÇAMENTAL EM PORTUGAL: 1990-2002\*

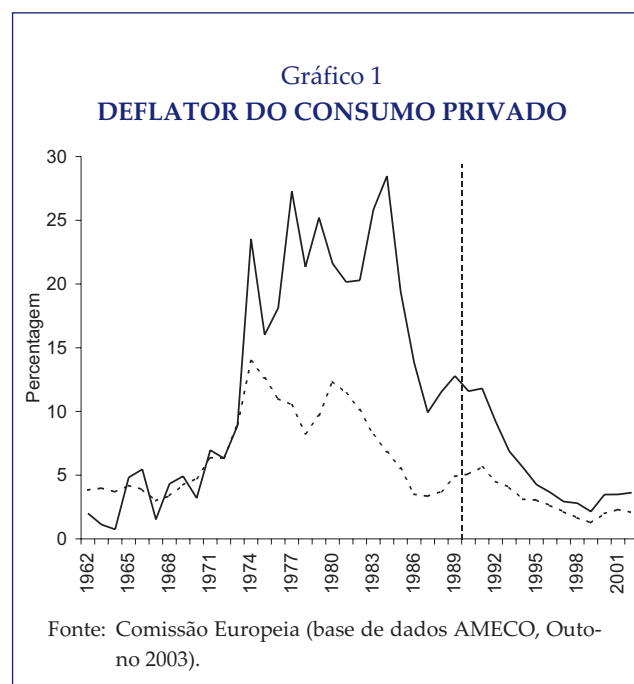
Jorge Correia da Cunha\*\*

Cláudia Braz\*\*

## 1. INTRODUÇÃO

Na sequência da implementação do Acordo de Estabilização Económica de 1983 com o Fundo Monetário Internacional (FMI) e da evolução favorável dos preços internacionais do petróleo e de outros bens em meados da década de 80, Portugal iniciou um processo de desinflação, que se estendeu até 1998<sup>(1)</sup>. A inflação, medida pelo deflator do consumo privado, atingiu um valor próximo de 30 por cento em 1984, diminuindo para perto de 2 por cento em 1997-1998, antes do início da terceira fase da União Económica e Monetária (UEM). O diferencial face à média comunitária situava-se em cerca de 14 pontos percentuais (p.p.) em 1986, ano da adesão de Portugal à Comunidade Europeia, diminuindo para 1 p.p. de 1995 a 1999. De 2000 a 2002 situou-se próximo de 1.5 p.p. (Gráfico 1).

Entre 1985 e 1998 o défice das administrações públicas diminuiu de cerca de 10 por cento do PIB, para um valor próximo de 3 por cento do PIB, de acordo com as regras contabilísticas actuais do procedimento dos défices excessivos (SEC95) (Gráfico 2). A redução do défice não foi, no entanto, um processo contínuo. Até 1989 verificou-se um decréscimo significativo. De 1990 a 1993 a tendência inverteu-se devido a uma combinação desfavorável de medidas discricionárias de natureza expansionista e efeitos cíclicos, com excepção de



1992, ano em que alterações importantes no IVA resultaram num aumento substancial de receitas fiscais. A partir de 1994 a evolução decrescente do défice foi retomada em consequência da diminuição das despesas em juros em rácio do PIB, combinada numa primeira fase com medidas discricionárias<sup>(2)</sup> e numa segunda fase com efeitos cíclicos particularmente favoráveis, em parte resultantes da composição da despesa e do rendimento. Contudo, excluindo as despesas em juros e o impacto do ciclo económico, a política orçamental foi clara-

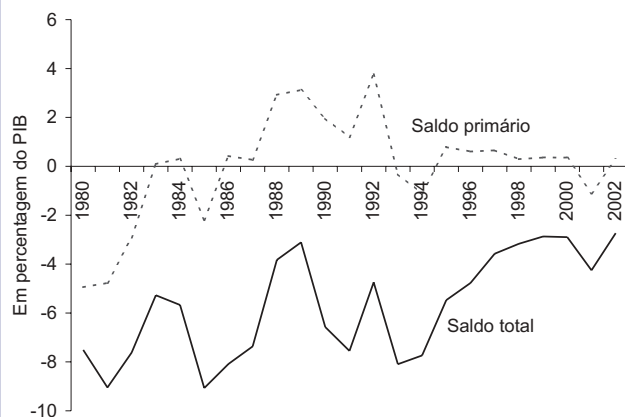
\* As opiniões expressas no artigo são da inteira responsabilidade dos autores e não coincidem necessariamente com a posição do Banco de Portugal. Os autores agradecem os comentários de João Amador, Luís Morais Sarmiento, Maximiano Pinheiro, Pedro Duarte Neves e Vítor Gaspar.

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

(1) Ver Abreu (2001).

(2) Em particular, a actualização pouco significativa dos vencimentos do sector público em 1994, a diminuição do número de funcionários públicos em 1993 e em 1994 e o aumento gradual da idade de reforma das mulheres de 1994 a 1999.

Gráfico 2

SALDOS DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS  
(SEC95)

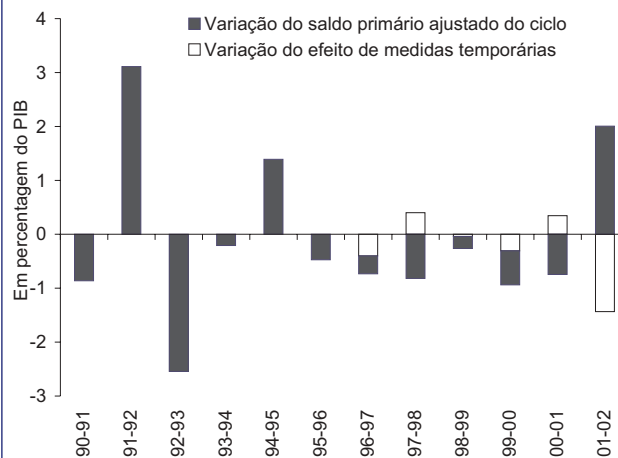
Fonte: Instituto Nacional de Estatística e Banco de Portugal.

mente expansionista de 1995 a 2001, como se pode observar pela diminuição do saldo primário ajustado do ciclo todos os anos durante esse período (Gráfico 3). Esta evolução resultou de um crescimento sustentado da despesa corrente primária, tal como já tinha sido observado no início dos anos noventa, sendo explicado, predominantemente, por aumentos na massa salarial do sector público, devido ao crescimento do número de funcionários públicos e a revisões extraordinárias de carreiras específicas, e na despesa em pensões, quer do regime geral, quer do regime dos funcionários públicos.

O crescimento sustentado da despesa corrente primária foi compatibilizável com a redução do défice enquanto as despesas em juros foram diminuindo e a evolução cíclica foi favorável. No entanto, quando as despesas em juros estabilizaram em rácio do PIB e a actividade económica começou a desacelerar, o défice ultrapassou claramente o valor de referência de 3 por cento do PIB, atingindo 4.2 por cento do PIB em 2001. Em 2002, de forma a manter o défice abaixo de 3 por cento do PIB, a política orçamental teve de assumir uma natureza pró-cíclica (contraccionista) e foram ainda necessárias medidas temporárias equivalentes a cerca de 1.5 por cento do PIB.

São três os objectivos deste artigo. Em primeiro lugar, procura analisar-se como é que a desinflatção contribuiu para a redução do défice das admi-

Gráfico 3

VARIAÇÃO DO SALDO PRIMÁRIO AJUSTADO  
DO CICLO

Fonte: Comissão Europeia e Banco de Portugal.

nistrações públicas em Portugal durante os anos noventa<sup>(3)</sup>. Em segundo lugar, quantifica-se o impacto da diminuição das despesas com juros no défice resultante da desinflatção. Por último, como a margem de manobra criada pelo decréscimo das despesas em juros teria justificado uma redução mais acentuada do défice, simula-se a situação orçamental actual em Portugal assumindo que a política orçamental não teria registado a natureza expansionista atrás referida.

A secção 2 sumaria as referências na literatura aos diversos canais pelos quais a inflação pode influenciar os resultados orçamentais e avalia a relevância de cada um em Portugal no período recente. A secção 3 procura estimar o efeito da desinflatção sobre o défice das administrações públicas ajustado do ciclo em rácio do PIB potencial<sup>(4)</sup> por via das despesas em juros, admitindo que a taxa de juro implícita da dívida pública<sup>(5)</sup> deflacionada pelo índice de preços no consumidor (IPC) era a observada ao longo do período e a inflação se mantinha ao nível de 1990. A secção 4 descreve sinteticamente uma simulação do que teria sido a

(3) A análise não foi alargada ao período de 1984 a 1989 devido a importantes diferenças no quadro institucional, respeitantes, em particular, ao sistema fiscal e à gestão da dívida pública.

(4) Os valores do défice ajustado do ciclo do cenário base são calculados pela Comissão Europeia seguindo a metodologia utilizada correntemente por esta instituição. O produto potencial nominal também resulta de estimativas da Comissão Europeia.

evolução orçamental em Portugal se a margem de manobra resultante da redução das despesas em juros não tivesse sido utilizada para tomar medidas discricionárias que conduziram ao aumento da despesa corrente primária, nomeadamente nas áreas das despesas com pessoal e pagamentos sociais. Na secção 5 apresentam-se as conclusões deste artigo.

## 2. O IMPACTO ORÇAMENTAL DA DESINFLAÇÃO: O CASO PORTUGUÊS DE 1990 A 2002

A literatura sobre os efeitos orçamentais da inflação/desinflação é relativamente limitada. Está centrada predominantemente na relação entre as receitas fiscais e a inflação e com muita frequência analisa aspectos que só são relevantes para níveis ou variações da inflação com uma ordem de grandeza muito significativa. Do lado da despesa parece difícil generalizar uma relação automática entre o nível da despesa pública e a taxa de inflação. As despesas em juros constituem a excepção, sendo geralmente aceite que uma variação na inflação esperada acarreta automaticamente, por via de regra, uma variação no mesmo sentido das despesas em juros não só nominais, mas também em rácio do PIB.

No que respeita ao impacto da inflação sobre as receitas fiscais há três canais que têm merecido uma referência mais sistemática<sup>(5)</sup>. Em primeiro lugar, os desfasamentos na colecta dos impostos reduzem o valor real da receita tanto mais quanto a inflação é elevada (efeito Tanzi). Em segundo lugar, a carga fiscal aumenta à medida que as famílias ou contribuintes individuais vão passando para escalões de imposto mais elevados no quadro de um imposto progressivo sobre o rendimento sem indexação perfeita. A magnitude deste efeito é tanto maior quanto mais elevada for a inflação e menor for o grau de indexação do imposto. Finalmente, no quadro do IRC, o valor real da depreciação para efeitos fiscais e de algumas deduções di-

minui com a inflação, dado que estas são definidas em termos nominais, aumentando a carga fiscal.

No caso português, o desfasamento na colecta de impostos conduzia, a meio da década de 80, a uma perda substancial de receita. A redução acentuada da taxa de inflação até 1987 e, sobretudo, a reforma da tributação do rendimento de 1989 sugerem, no entanto, que este efeito tenha sido insignificante ao longo da década de 90. A reforma da tributação do rendimento foi importante neste sentido, na medida em que alargou de forma substancial os esquemas de retenção na fonte, introduzindo maior contemporaneidade entre a percepção dos rendimentos e a colecta dos impostos. No caso da tributação sobre o rendimento pessoal os reembolsos líquidos foram positivos, aumentando ao longo do tempo, o que significa que as retenções na fonte foram excedendo crescentemente os montantes efectivamente devidos, dados os rendimentos auferidos. Na prática, as famílias têm vindo a fazer, em termos agregados, empréstimos involuntários ao Estado, sem juros. A redução da inflação relativamente ao valor observado em 1990 diminuiu gradualmente o valor real destes empréstimos ao Estado para um montante que em 2002 ficou ainda aquém de 0.1 p.p. do PIB. Este efeito foi de facto menor e foi ainda parcialmente compensado por um efeito de sinal contrário no IRC, cujas receitas referentes aos lucros de um dado exercício não são totalmente colectadas no próprio ano.

A reforma da tributação do rendimento de 1989 não incluiu uma indexação automática dos escalões e outros parâmetros do IRS. No entanto, na prática, a actualização anual discricionária dos parâmetros do imposto tem conduzido a uma situação que não se afasta, em termos tendenciais, de uma indexação generalizada, embora imperfeita, coexistindo pontualmente com medidas discricionárias visando a redução da carga do imposto ou a alteração do seu efeito redistributivo. O Quadro 1 apresenta a taxa de inflação considerada na elaboração dos Orçamentos do Estado, a taxa de inflação observada e a actualização dos principais parâmetros do IRS. Neste quadro, e tendo também em conta o nível relativamente baixo da inflação no início da década de 90, a desinflação só por si não terá conduzido a um efeito significativo sobre a receita do IRS por via do *fiscal drag*.

(5) Neste artigo, a taxa de juro implícita da dívida pública do período  $t$  é definida como as despesas em juros do período  $t$  divididas pelo *stock* de dívida no final do período  $t-1$ . Uma definição baseada no *stock* médio da dívida no final de  $t-1$  e  $t$  seria mais adequada, mas daria origem a referências circulares nos exercícios de simulação.

(6) Ver Dornbusch, Sturzenegger e Wolf (1990) e Rosen (1995).

Quadro 1

## INFLAÇÃO E ACTUALIZAÇÃO DO PARÂMETROS DO IRS

|                                                           | 1990 | 1991 | 1992     | 1993    | 1994    | 1995    | 1996    | 1997    | 1998    | 1999 | 2000    | 2001 | 2002 |
|-----------------------------------------------------------|------|------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------|---------|------|------|
| Inflação observada <sup>(a)</sup> . . . . .               | 13.4 | 11.4 | 8.9      | 6.5     | 5.2     | 4.1     | 3.1     | 2.2     | 2.8     | 2.3  | 2.9     | 4.4  | 3.6  |
| Inflação assumida nos Orçamentos <sup>(b)</sup> . . . . . | 10.0 | 10.8 | 9.3      | 6.5     | 4.7     | 4.0     | 3.3     | 2.4     | 2.0     | 2.0  | 2.0     | 2.8  | 2.8  |
| IRS -actual. tabela retenção na fonte . . . . .           | 20.0 | 16.2 | 9.6      | 7.5     | 3.0     | 5.0     | 3.5     | 2.9     | 2.5     | 2.4  | 2.7     | 8.0  | 8.0  |
| IRS -actual. ded. especif. trab. dependente. . .          | 20.0 | 13.3 | 11.2     | 5.8     | 4.0     | 5.8     | 5.7     | 4.1     | 3.9     | 5.5  | 4.1     | 5.0  | 4.1  |
| IRS -actual. limites escalões. . . . .                    | 20.0 | (c)  | 8.0/10.8 | 6.2/6.4 | 8.0/8.1 | 4.0/4.3 | 3.6/4.1 | 2.5/4.0 | 2.1/2.9 | (d)  | 2.7/4.3 | (e)  | 2.7  |

Notas:

(a) Medida pelo Índice de Preços no Consumidor.

(b) Medida pelo deflator do consumo privado.

(c) Redução do número de escalões e alteração de uma parte das taxas marginais de imposto.

(d) Criação de um novo escalão.

(e) Criação de um novo escalão e diminuição das taxas marginais de imposto, com excepção da mais elevada.

Os dados disponíveis não são suficientemente detalhados para estimar o impacto da desinflação sobre a carga fiscal do IRC por via do aumento do valor real da depreciação para efeitos fiscais e de algumas deduções.

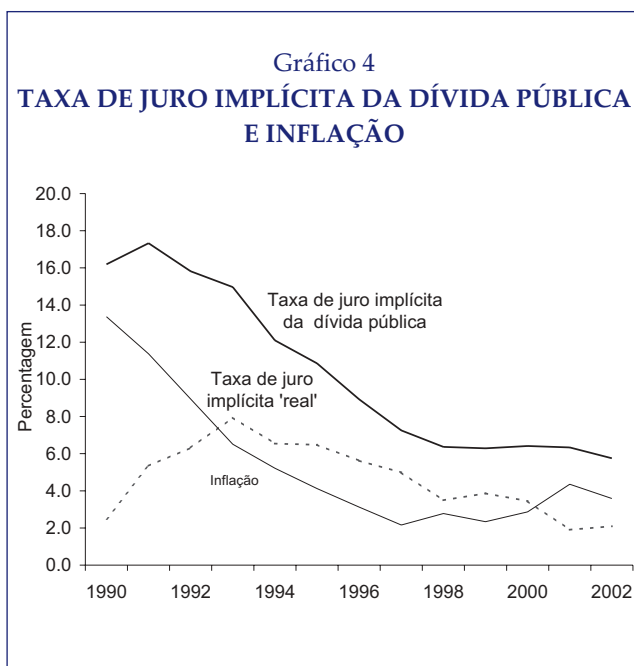
O impacto directo da desinflação sobre a despesa em juros resulta do facto de que, como a dívida pública é definida em termos nominais, parte das despesas em juros se destina a compensar os detentores da dívida pela erosão do seu valor real provocada pela inflação. Admitindo, para simplificar, que as taxas de juro nominais se ajustam à inflação esperada de forma a manter a taxa de juro real esperada constante (efeito de Fisher) e que a inflação observada é igual à inflação esperada, é possível demonstrar que, se a inflação diminui, as despesas em juros decrescem mais do que proporcionalmente ao PIB nominal, conduzindo a uma redução do défice das administrações públicas, em rácio do PIB. De acordo com alguma literatura, a ordem de grandeza deste efeito depende da variação da taxa de inflação e da magnitude do stock de dívida denominada em moeda nacional de curto prazo e de médio e longo prazo com taxa variável<sup>(7)</sup>. Contudo, em média, uma inflação mais elevada também implicaria um aumento mais do que proporcional das despesas em juros relativas à dívida denominada em outras moedas, por via de uma depreciação adicional da moeda nacional. Assim, em períodos caracterizados por uma grande variabilidade da inflação, o saldo orçamental ajustado da inflação e o saldo primário devem ser os principais indicadores na análise da política or-

çamental. Adicionalmente, uma alteração da taxa de inflação pode estar associada a uma variação do prémio de risco incorporado nas taxas de juro, sobretudo num contexto de mudança de regime económico. Esta alteração no prémio de risco, ao afectar a taxa de juro implícita da dívida pública deflacionada pelo IPC, pode ter um impacto considerável sobre o défice das administrações públicas.

Em 1990, o rácio da dívida pública situava-se em cerca de 58 por cento. A sua composição era dominada por instrumentos de curto prazo, como os bilhetes do Tesouro, e por instrumentos de taxa de juro variável, como os certificados de aforro e a maior parte das obrigações emitidas e dos empréstimos contratados no mercado interno. A dívida denominada em moeda estrangeira representava pouco mais de 10 por cento do total. Neste quadro estavam reunidas as condições para que uma diminuição da taxa de inflação se reflectisse muito rapidamente nas taxas de juro da dívida pública, reduzindo as despesas em juros em rácio do PIB, mesmo que as taxas de juro reais se mantivessem invariantes. Na secção seguinte procura-se calcular a magnitude deste efeito, admitindo algumas hipóteses simplificadoras.

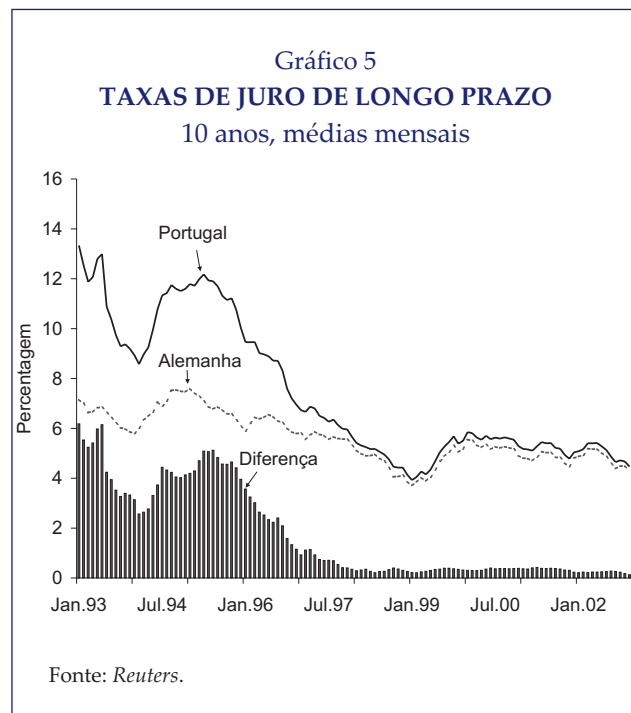
A partir de 1992-93, a convergência nominal necessária para assegurar a participação de Portugal na terceira fase da UEM, logo desde o início, passou a ser o objectivo central da política económica.

(7) Ver Tanzi, Blejer and Teijeiro (1993).



Com efeito, até 1993, ainda podem ser observados aumentos na taxa de juro implícita da dívida pública deflacionada pelo IPC que serão essencialmente explicados por três factores (Gráfico 4). Em primeiro lugar, a substituição gradual da dívida pública não tributada por dívida pública tributada realizada a partir de 1989. Em segundo lugar, a substituição de dívida a taxas de juro inferiores às de mercado, tomada por instituições financeiras ainda num contexto marcado pela existência de limites de crédito e outras restrições, por dívida com taxas de juro determinadas pelo mercado. Finalmente, o carácter restritivo da política monetária e cambial. À medida que a política de convergência foi ganhando credibilidade, o nível das taxas de juro, bem como os diferenciais face ao exterior sofreram uma considerável redução, em larga medida em resultado das reduções da depreciação esperada e do prémio de risco. O Gráfico 5 apresenta a evolução das taxas de juro nominais de longo prazo (a 10 anos) na Alemanha e em Portugal entre 1993 e 2002<sup>(8)</sup>.

De acordo com uma estimativa dos autores, entre 1993 e 1998, o efeito cumulativo no défice das administrações públicas resultante da diminuição do diferencial de taxas de juro face à Alemanha terá ascendido a 2.6 p.p. do PIB<sup>(9)</sup>. A partir de 1999 as taxas de juro implícitas da dívida pública passaram simplesmente a estar condicionadas pela evolução das taxas de juro na área do euro, com pequenos diferenciais relativamente a outros



países, explicados por diferenças na liquidez dos mercados secundários de obrigações do Tesouro e nos prémios de risco.

### 3. OS EFEITOS DIRECTOS DA DESINFLAÇÃO NAS RECEITAS E DESPESAS EM JUROS: RESULTADOS DE UMA SIMULAÇÃO PARA PORTUGAL

O objectivo desta secção é quantificar o impacto directo do processo de desinflação sobre o saldo das administrações públicas ajustado dos efeitos do ciclo por via das variações na taxa de juro. Tendo em vista este objectivo, é feita uma simulação da evolução da despesa em juros de 1991 até 2002, admitindo que a inflação ao longo do período continuaria inalterada ao nível de 1990, embora mantendo a taxa de juro implícita da dívida pública deflacionada pelo IPC aos níveis observados (Grá-

- (8) Tendo em conta a condição de paridade de taxas de juro não coberta no caso de agentes avessos ao risco

$$i_t = i_t^* + (E_{t+1}^i - E_t^i) / E_t^i + \psi_t,$$

a diferença entre as taxas de juro de longo prazo em Portugal e na Alemanha incluiria o prémio de risco e a depreciação esperada do escudo face ao marco alemão no período de 1993 a 1998.

- (9) Um exercício alternativo, para o mesmo período, mantendo a taxa de juro implícita da dívida pública deflacionada pelo IPC ao nível de 1993, conduziria a uma estimativa para o efeito acumulado sobre o défice de 2.7 p.p. do PIB.

Gráfico 6  
TAXA DE JURO IMPLÍCITA  
DA DÍVIDA PÚBLICA E INFLAÇÃO

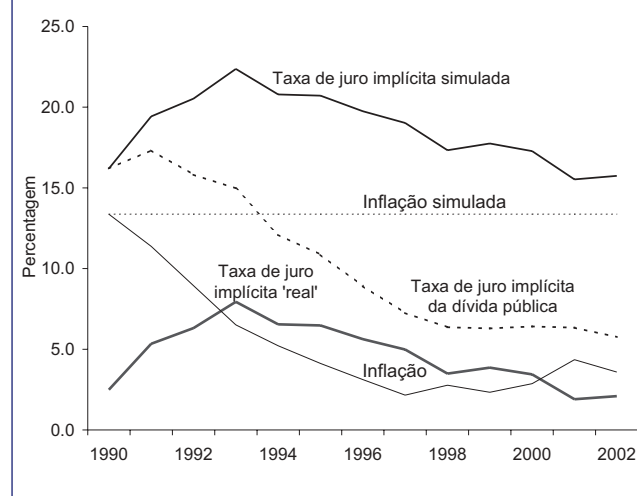


Gráfico 6). Este exercício é puramente mecânico e não pretende construir um cenário macroeconómico consistente alternativo à integração de Portugal na Comunidade Europeia/União Europeia. Devem destacar-se ainda várias outras limitações do exercício. Em primeiro lugar, dado que a taxa média de imposto sobre os juros da dívida pública não é conhecida, não é possível manter a taxa de juro implícita depois de imposto invariante. Na verdade, o montante total de receitas fiscais resultantes da tributação dos juros da dívida pública não é apurado e as alterações legais que ocorreram durante o período em análise não permitem o seu cálculo, mesmo aproximado. Em segundo lugar, a composição da dívida é ignorada, admitindo-se que não evitaria que uma inflação mais elevada se reflectisse completamente na taxa de juro implícita da dívida pública. Finalmente, também não se tem em conta a eventual relação negativa entre a inflação e a taxa de juro real através dos efeitos de Mundell-Tobin<sup>(10)</sup> e/ou de Feldstein-Summers<sup>(11)</sup>. Na literatura os estudos empíricos testando a existência destes efeitos em diferentes países conduzem a conclusões contraditórias. Adicionalmente, no caso específico de Portugal, não há nenhuma estimativa da sua ordem de grandeza e, como tal, não puderam ser tidos em conta na simulação.

Tendo em vista a consistência do exercício, ajustaram-se duas rubricas do lado da receita. A primeira foram as receitas em juros, embora tenham representado uma pequena percentagem do

PIB na maior parte do período em análise. As receitas do IRS foram também recalculadas uma vez que taxas de juro mais elevadas conduziram a um aumento na colecta do imposto. No que respeita à dívida pública, este efeito só foi tido em conta no caso dos certificados de aforro, que estão sujeitos a uma taxa liberatória de 20 por cento. Para os outros instrumentos, predominantemente detidos pelo sector financeiro residente e por não residentes, não se consideraram receitas fiscais adicionais. Para o sector financeiro residente, não é possível estimar o aumento do pagamento de impostos resultante de um acréscimo nos juros, uma vez que seriam incluídos no rendimento colectável de cada empresa e, como tal, sujeitos a diferentes taxas efectivas de IRC. Por seu turno, as aplicações de não residentes em títulos da dívida pública portuguesa só ganharam vulto já depois de deixarem de estar sujeitas a tributação dos juros por retenção na fonte. Quanto a outros instrumentos financeiros detidos pelas famílias, as receitas das taxas liberatórias foram revistas de acordo com o novo nível de inflação.

O Quadro 2 apresenta os resultados da simulação dos efeitos da inflação sobre os principais indicadores orçamentais por via de alterações nas taxas de juro nominais. No que respeita ao saldo primário ajustado do ciclo em percentagem do PIB potencial<sup>(12)</sup>, excluindo os juros tanto do lado da receita como do lado da despesa, o efeito de taxas de juro mais elevadas teria ascendido a 0.6 p.p. do PIB potencial em 2002. Tal como já foi referido, este impacto deve-se apenas a alterações nas receitas do IRS. As receitas de juros não seriam significativamente afectadas. No entanto, o aumento das

(10) De acordo com o efeito de Mundell-Tobin uma inflação mais elevada reduziria a procura de moeda e aumentaria a procura de activos vencendo juros e/ou capital em termos físicos. Assim, a taxa de rentabilidade dos activos e/ou produtividade marginal do capital diminuiriam, acontecendo o mesmo à taxa de juro real.

(11) Ao nível das empresas, um aumento da inflação faria subir a taxa efectiva de imposto uma vez que a depreciação para efeitos fiscais e a dedução do pagamento de juros são definidas em termos nominais e não são significativamente afectadas pela inflação. Este aumento no custo do capital devido a uma inflação mais elevada conduziria a uma redução da taxa de juro real e é habitualmente conhecido por efeito Feldstein-Summers.

(12) Para obter as novas variáveis orçamentais em percentagem de um PIB potencial compatível com as alterações introduzidas, o deflator do PIB foi modificado em cada ano pelo mesmo montante do ajustamento na inflação.

Quadro 2

## RESULTADOS DA SIMULAÇÃO DAS RECEITAS E DESPESAS EM JUROS

|                                                           | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | Acum.<br>1990<br>/2002 |
|-----------------------------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------------------------|
| Diferenças face à <i>baseline</i> (p.p.)                  |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |                        |
| Taxas anuais                                              |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |                        |
| Inflação                                                  | 0.0  | 2.0  | 4.4  | 6.9  | 8.2  | 9.3  | 10.2 | 11.2 | 10.6 | 11.0 | 10.5 | 9.0  | 9.8  |                        |
| Crescimento do PIB potencial nominal                      | 0.0  | 2.1  | 4.6  | 7.1  | 8.4  | 9.5  | 10.5 | 11.5 | 10.9 | 11.4 | 10.8 | 9.3  | 10.0 |                        |
| Variações em rácio do PIB potencial (p.p.) <sup>(a)</sup> |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |                        |
| Receitas de juros                                         | 0.0  | 0.1  | 0.3  | -0.1 | -0.1 | 0.1  | -0.1 | 0.0  | -0.1 | -0.1 | 0.0  | -0.1 | 0.0  | 0.0                    |
| Despesas em juros                                         | 0.0  | 0.9  | 1.2  | 0.8  | 0.6  | 0.7  | 0.6  | 0.2  | -0.7 | -0.2 | -0.3 | -0.8 | 0.4  | 3.4                    |
| IRS                                                       | 0.0  | 0.1  | 0.2  | 0.2  | 0.1  | 0.1  | 0.1  | -0.1 | -0.1 | -0.1 | 0.1  | 0.1  | -0.1 | 0.6                    |
| Saldo total ajustado do ciclo                             | 0.0  | -0.7 | -0.7 | -0.7 | -0.6 | -0.4 | -0.6 | -0.3 | 0.5  | 0.0  | 0.4  | 0.7  | -0.4 | -2.8                   |
| Saldo primário ajustado do ciclo <sup>(b)</sup>           | 0.0  | 0.1  | 0.2  | 0.2  | 0.1  | 0.1  | 0.1  | -0.1 | -0.1 | -0.1 | 0.1  | 0.0  | 0.0  | 0.6                    |
| Dívida pública                                            | 0.0  | -0.2 | -0.7 | -0.8 | -0.7 | -1.1 | -1.2 | -1.0 | -0.8 | -0.6 | -0.8 | -0.5 | -0.4 | -8.9                   |

Nota:

(a) Variações anuais tendo em conta os efeitos acumulados até ao ano anterior.

(b) Exclui os juros tanto do lado da receita como da despesa.

despesas em juros teria sido considerável, atingindo 3.4 p.p. do PIB potencial em 2002. Assim, a subida do défice ajustado do ciclo em 2.8 p.p. do PIB potencial em 2002, teria decorrido de uma despesa em juros mais elevada, só parcialmente compensada por maiores receitas fiscais (Gráficos 7 e 8). Pelo contrário, em relação à dívida em rácio do PIB potencial, o aumento na inflação teria conduzido a uma diminuição de 8.9 p.p. no final de 2002, apesar dos aumentos nos défices ao longo do período em análise (Gráfico 9). Este resultado é condicionado essencialmente pelo efeito do crescimento do

PIB potencial nominal e é reforçado pela melhoria do saldo primário. Os ajustamentos défice-dívida em percentagem do PIB potencial não teriam sido muito afectados. De notar que, contrariamente ao resultado relativo ao défice, o rácio da dívida seria substancialmente influenciado pela hipótese quanto ao ajustamento do PIB potencial nominal (ver nota 12).

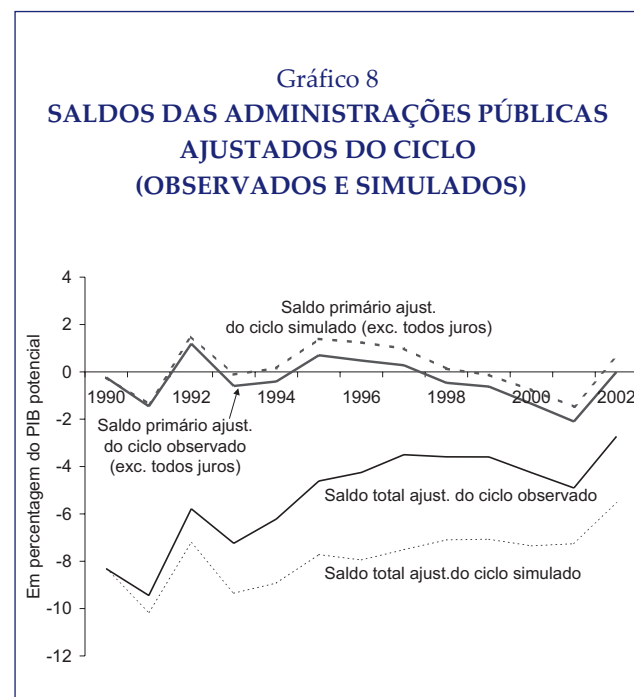
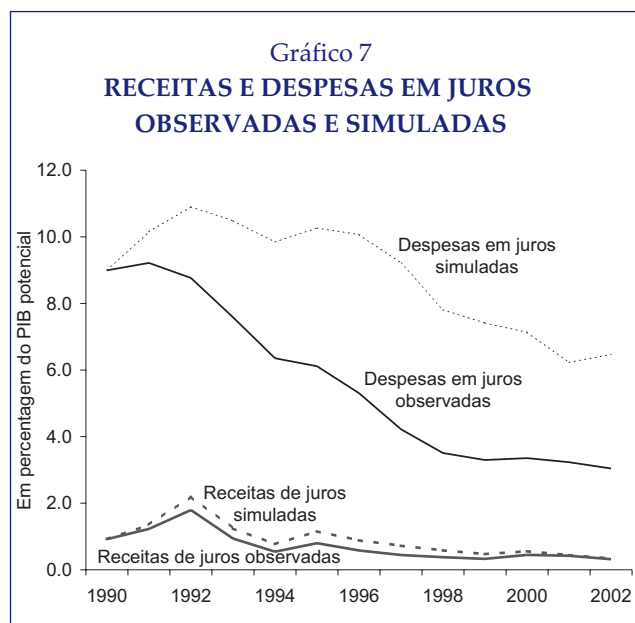
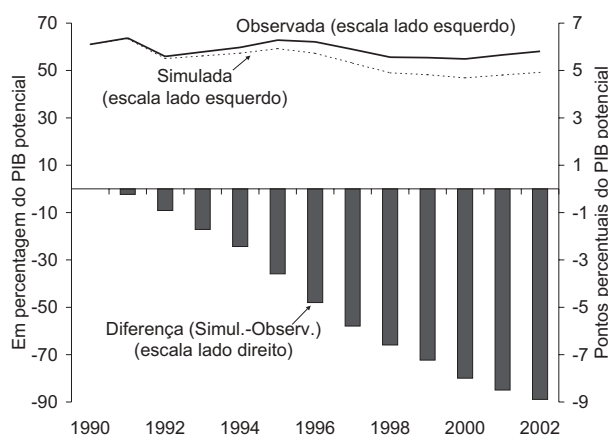


Gráfico 9

### DÍVIDA DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS OBSERVADA E SIMULADA



## 4. OUTRAS SIMULAÇÕES: DESPESAS COM PESSOAL E PENSÕES EXCLUINDO ALGUMAS MEDIDAS DISCRICIONÁRIAS

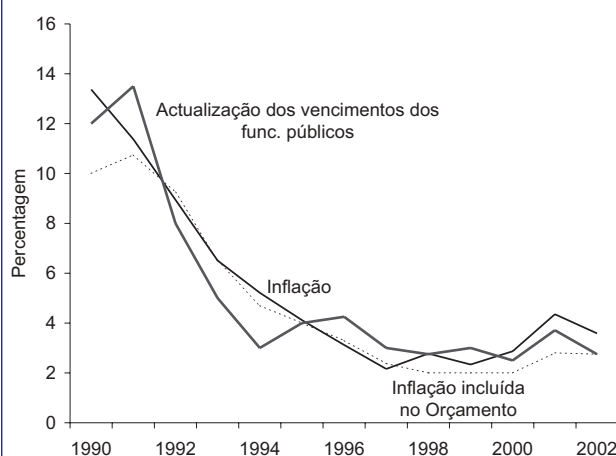
Nas secções anteriores considerou-se que os efeitos da desinflação sobre a despesa operariam fundamentalmente por via das despesas em juros. Implicitamente, admitiu-se que as outras componentes estariam de alguma forma indexadas à inflação e, como tal, não se alterariam em rácio do PIB. Contudo, durante o período em estudo, a despesa corrente primária aumentou acentuadamente em percentagem do PIB, em particular, nas componentes de despesas com pessoal e pensões. Assim, é importante compreender se esta expansão esteve relacionada com o processo de desinflação, uma vez que estas duas rubricas são anualmente influenciadas por actualizações discricionárias, ou foi o resultado de medidas de política e/ou factores estruturais. As subsecções seguintes analisam separadamente estas duas rubricas orçamentais.

### 4.1. Despesas com pessoal

No que respeita às despesas com pessoal, e tendo em conta que, tal como foi mencionado na secção 3, as estimativas da inflação implícitas nos Orçamentos do Estado no período 1990-2002, estavam genericamente em linha com a inflação observada, as actualizações da tabela salarial dos fun-

Gráfico 10

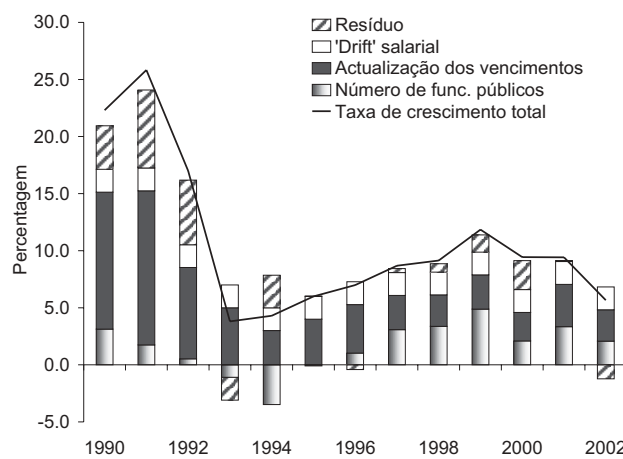
### INFLAÇÃO OBSERVADA E ORÇAMENTADA E A ACTUALIZAÇÃO DOS VENCIMENTOS DOS FUNCIONÁRIOS PÚBLICOS



Nota: A inflação incluída no Orçamento é medida pela deflator do consumo privado enquanto que a inflação observada é medida pelo Índice de Preços no Consumidor.

Gráfico 11

### DECOMPOSIÇÃO DA TAXA DE CRESCIMENTO DA MASSA SALARIAL DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS



cionários públicos anteciparam bem o processo de desinflação (Gráfico 10). No entanto, apesar desta evolução, as despesas com pessoal aumentaram cerca de 3.6 p.p. do PIB entre 1990 e 2002, registando em quase todos os anos elevadas taxas de crescimento. Parte deste comportamento (cerca de 1.6 p.p. do PIB) foi explicado pelo crescimento das contribuições sociais que constituem uma responsabilidade das administrações públicas enquanto

entidades empregadoras<sup>(12)</sup>. O resto resultou principalmente da evolução dos vencimentos que apresentaram sempre durante este período taxas de crescimento bastante acima da actualização da tabela salarial. O Gráfico 11 mostra a decomposição da taxa de crescimento da massa salarial em quatro factores explicativos: a actualização da tabela salarial, o *drift* salarial, o número de funcionários públicos e um resíduo. O *drift* salarial corresponde aos aumentos dos vencimentos resultantes das promoções e progressões normais e à subida do salário médio decorrente da renovação do stock de funcionários públicos, e, por hipótese, foi considerado constante e igual a 2.0 por cento durante o período em análise. O resíduo representa essencialmente o efeito das revisões extraordinárias de carreiras. No período 1990-2002 registou-se, por um lado, um acentuado acréscimo do número de funcionários públicos, em particular no início da década e depois de 1997. Por outro lado, o resíduo foi também muito significativo entre 1990 e 1992, em consequência da introdução do Novo Sistema Retributivo da Função Pública, e entre 1997 e 2002, devido a revisões adicionais em várias carreiras específicas. Como tal, pode assumir-se que parte da margem de manobra resultante da desinflação foi usada pelas autoridades para aumentar o número de funcionários e melhorar a maior parte das carreiras.

Neste contexto, é interessante avaliar o impacto destas medidas de política sobre o défice das administrações públicas. Tendo em vista este objectivo, levou-se a cabo uma simulação admitindo que a partir de 1990 o número de funcionários públicos tinha sido mantido constante e as revisões extraordinárias de carreiras não teriam sido realizadas<sup>(14)</sup>. Para além do efeito directo sobre os vencimentos, e para assegurar a consistência do exercício, foram ainda introduzidas várias outras alterações em rubricas orçamentais. Do lado da receita, as receitas do IRS e das contribuições sociais foram ajustadas devido à diminuição da massa salarial das administrações públicas. No que respeita

ao ajustamento das contribuições sociais, deve notar-se que só as contribuições sociais pagas pelos trabalhadores foram alteradas. Na verdade, as contribuições sociais pagas pelos empregadores também teriam registado um decréscimo, mas como este não teria efeito sobre o défice (uma vez que é registado tanto do lado da receita, como do lado da despesa) não foi considerado na análise. Do lado da despesa, fez-se um ajustamento da despesa com pensões dos antigos funcionários públicos. Como o salário de referência para o cálculo da pensão inicial corresponde ao último vencimento recebido pelos funcionários, a eliminação das revisões extraordinárias de carreiras e a consequente redução nos vencimentos reflectir-se-ia no montante das pensões dos novos pensionistas nos anos em apreciação. Finalmente, as despesas em juros foram também corrigidas para se ter em conta o efeito de défices menores sobre a dívida.

Os resultados desta simulação são apresentados no Quadro 3. O efeito no défice ajustado do ciclo seria muito significativo e ascenderia a cerca de 3.9 p.p. do PIB potencial em 2002, dos quais 0.9 p.p. resultam da diminuição da despesa em juros decorrente de menores défices<sup>(15)</sup>. Deve destacar-se que a política correntemente seguida pelo Governo é muito mais exigente do que as hipóteses subjacentes a esta simulação. Com efeito, a actualização anual dos vencimentos dos funcionários públicos situou-se abaixo da inflação em 2003 e prevê-se que o número de funcionários públicos diminua nos próximos anos.

Pode argumentar-se, contudo, que os aumentos nos vencimentos dos funcionários públicos tendem a influenciar os aumentos salariais dos trabalhadores do sector privado. Assim, um menor crescimento dos vencimentos dos funcionários públicos resultante da não realização das revisões extraordinárias de carreiras teria algum impacto sobre os salários do sector privado. A decomposição da taxa de crescimento da massa salarial do sector

(13) A parte das contribuições sociais pelas quais o Estado é responsável enquanto entidade empregadora é determinada de forma a garantir o equilíbrio financeiro da Caixa Geral de Aposentações, instituição que gere o sistema de pensões dos funcionários públicos. Com efeito, o aumento desta componente das despesas com pessoal nos últimos anos está associado à expansão da despesa com pensões dos antigos funcionários públicos.

(14) Actualizações anuais da tabela salarial em linha com a inflação teriam mantido invariante o poder de compra dos vencimentos dos funcionários públicos. A análise do desempenho de algumas áreas chave das administrações públicas, como a educação e a saúde, não permite confirmar a existência de aumentos significativos de produtividade durante o período considerado neste estudo.

(15) Os resultados desta secção são apresentados em percentagem do PIB potencial do cenário de base.

Quadro 3

## RESULTADOS DA SIMULAÇÃO DAS DESPESAS COM PESSOAL

Eliminação da componente 'residual' da massa salarial + número de funcionários públicos inalterado

|                                                           | 1990 | 1991  | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | Acum.<br>1990<br>/2002 |
|-----------------------------------------------------------|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------------------------|
| Diferenças face à <i>baseline</i> (p.p.)                  |      |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |                        |
| Taxas de crescimento anuais (p.p.)                        |      |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |                        |
| Vencimentos .....                                         | 0.0  | -10.1 | -6.8 | 3.3  | 0.8  | 0.1  | -0.7 | -3.6 | -4.3 | -6.8 | -4.9 | -3.6 | -0.9 |                        |
| Despesas com pessoal .....                                | 0.0  | -8.7  | -5.6 | 3.2  | 0.6  | 0.2  | -0.5 | -2.8 | -3.3 | -5.3 | -3.4 | -3.0 | -0.3 |                        |
| Pensões (regime funcionários públicos) .....              | 0.0  | -0.8  | -1.8 | -1.8 | -2.6 | -1.6 | -1.2 | -1.1 | -0.9 | -0.9 | -1.0 | -1.0 | -1.3 |                        |
| Variações em rácio do PIB potencial (p.p.) <sup>(a)</sup> |      |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |                        |
| Despesas com pessoal .....                                | 0.0  | -0.9  | -0.7 | 0.4  | 0.1  | 0.0  | -0.1 | -0.3 | -0.4 | -0.7 | -0.5 | -0.4 | 0.0  | -3.5                   |
| Pensões (regime funcionários públicos) .....              | 0.0  | 0.0   | 0.0  | 0.0  | -0.1 | -0.1 | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | -0.4                   |
| IRS .....                                                 | 0.0  | -0.2  | -0.1 | 0.1  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | 0.0  | -0.6                   |
| Contribuições sociais .....                               | 0.0  | -0.1  | -0.1 | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | -0.1 | 0.0  | 0.0  | 0.0  | -0.3                   |
| Despesas em juros .....                                   | 0.0  | 0.0   | -0.1 | -0.2 | -0.1 | -0.1 | 0.0  | 0.0  | 0.0  | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.9                   |
| Saldo total ajustado do ciclo .....                       | 0.0  | 0.7   | 0.6  | -0.1 | 0.0  | 0.1  | 0.1  | 0.3  | 0.4  | 0.7  | 0.6  | 0.4  | 0.2  | 3.9                    |

(a) Variações anuais tendo em conta os efeitos acumulados até ao ano anterior.

privado em emprego, produtividade e salário *per capita* mostra que, contrariamente ao que aconteceu nas administrações públicas, o salário por trabalhador não evoluiu sistematicamente acima da inflação observada no período 1990-2002 (Gráficos 12 e 13). Com efeito, tal só aconteceu a partir de 1996, uma vez que no período anterior parece ter havido alguma compensação entre o crescimento dos salários acima da inflação em 1991 e 1992 e a situação inversa no período 1993-1996. Se parte da diferença entre a evolução do salário por trabalhador e a inflação a partir de 1996 fosse eliminada, o impacto sobre o défice das administrações públicas, predominantemente por via de uma redução das receitas do IRS e das contribuições sociais, te-

ria sido relativamente menor, não alterando significativamente as conclusões anteriores.

## 4.2. Pensões

Em Portugal há dois grandes sistemas de segurança social, abrangendo os trabalhadores do sector privado (regime geral) e os funcionários públicos. As pensões pagas pelo sistema dos funcionários públicos não serão analisadas nesta subsecção, uma vez que são ajustadas anualmente em linha com a actualização da tabela salarial, e esta última, como foi mencionado na subsecção anterior, seguiu bastante de perto a inflação. Para além disso, não foram sujeitas a medidas discricionárias signi-

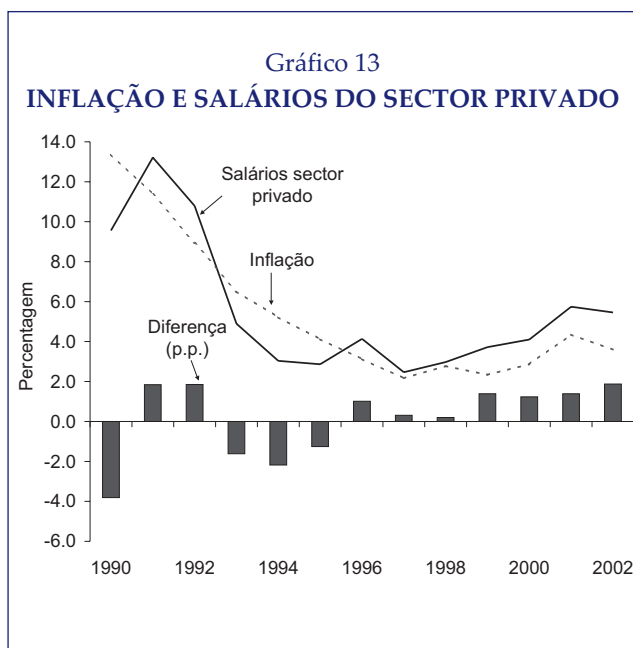
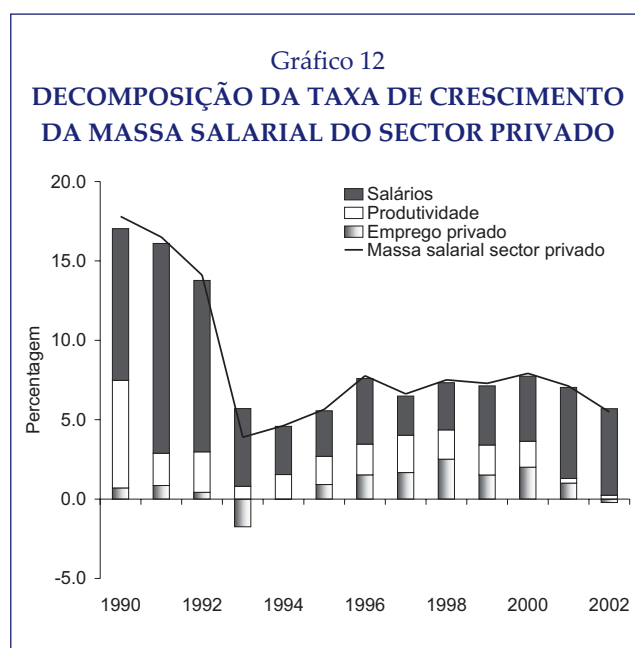
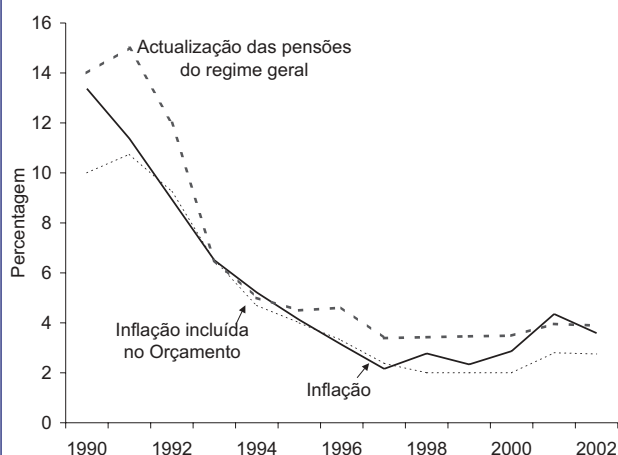


Gráfico 14

### INFLAÇÃO OBSERVADA E INCLUÍDA NO ORÇAMENTO E A ACTUALIZAÇÃO DAS PENSÕES DO REGIME GERAL



Nota: A inflação incluída no Orçamento é medida pela deflator do consumo privado enquanto que a inflação observada é medida pelo Índice de Preços no Consumidor.

ficativas com impacto neste período. Quanto às pensões do regime geral, não aconteceu o mesmo. De facto, no período 1990-2002, as pensões do regime geral foram actualizadas acima da inflação, contribuindo na maior parte dos anos em apreciação para o forte aumento dos pagamento sociais em percentagem do PIB (1.3 p.p. do PIB) (Gráfico 14). Contudo, este não foi o único factor explicativo da evolução destas pensões. Nos Gráficos 15A a 15C mostra-se que a taxa de crescimento das pensões de velhice, invalidez e sobrevivência foi substancialmente influenciada pelo aumento do número de pensionistas, devido ao envelhecimento da população, e pela importância do efeito composição, que compreende, essencialmente, a subida das pensões médias, incluindo o efeito de medidas discricionárias, como, por exemplo, a introdução do 14º mês no pagamento de pensões em 1990. Assim, no quadro do regime geral, a margem de manobra criada pelo processo de desinflação não foi utilizada para tomar medidas discricionárias muito significativas, já que a evolução da despesa em pensões resultou principalmente de factores estruturais.

A simulação incluída nesta subsecção tenta quantificar o impacto da actualização das pensões do regime geral acima da inflação. Para este fim,

Gráfico 15A

### DECOMPOSIÇÃO DA TAXA DE CRESCIMENTO DA DESPESA EM PENSÕES DE VELHICE

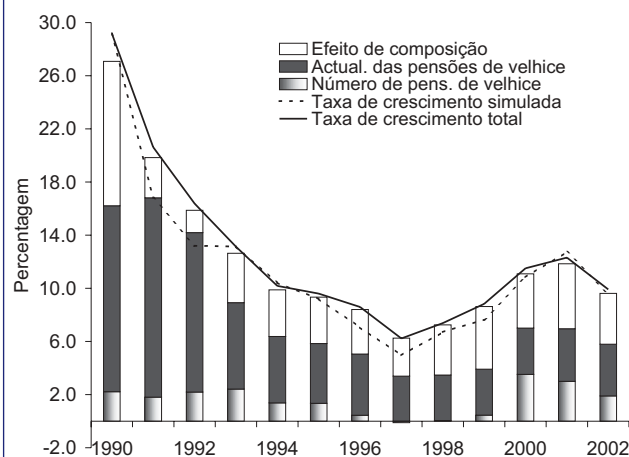


Gráfico 15B

### DECOMPOSIÇÃO DA TAXA DE CRESCIMENTO DA DESPESA EM PENSÕES DE INVALIDEZ

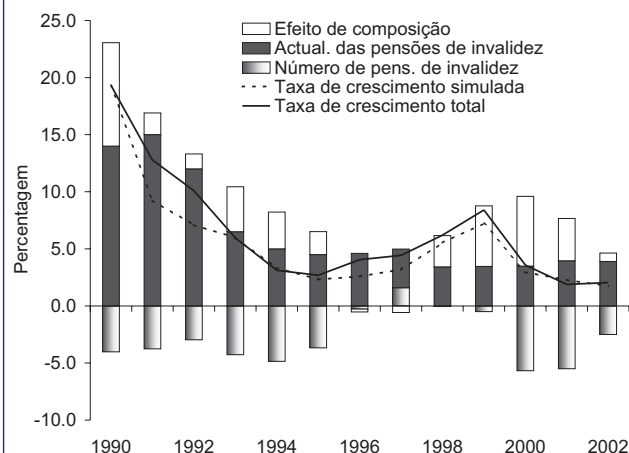
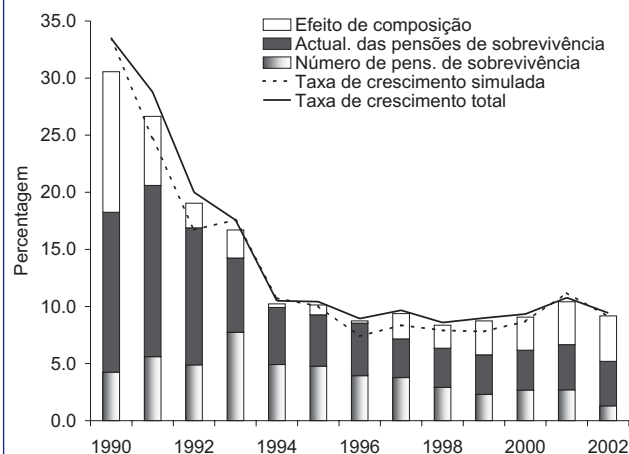


Gráfico 15C

### DECOMPOSIÇÃO DA TAXA DE CRESCIMENTO DA DESPESA EM PENSÕES DE SOBREVIVÊNCIA



Quadro 4

## RESULTADOS DA SIMULAÇÃO DAS PENSÕES

|                                                           | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | Acum.<br>1990<br>/2002 |
|-----------------------------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------------------------|
| Diferenças face à <i>baseline</i>                         |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |                        |
| Taxas anuais (p.p.)                                       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |                        |
| Actualização das pensões do regime geral.....             | 0.0  | -3.6 | -3.1 | 0.0  | 0.2  | -0.4 | -1.5 | -1.2 | -0.7 | -1.1 | -0.6 | 0.4  | -0.3 |                        |
| Crescimento da despesa em pensões.....                    | 0.0  | -3.8 | -3.2 | 0.0  | 0.2  | -0.4 | -1.5 | -1.3 | -0.7 | -1.2 | -0.7 | 0.4  | -0.3 |                        |
| Variações em rácio do PIB potencial (p.p.) <sup>(a)</sup> |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |                        |
| Despesa em pensões .....                                  | 0.0  | -0.2 | -0.2 | 0.0  | 0.0  | 0.0  | -0.1 | -0.1 | 0.0  | -0.1 | -0.1 | 0.0  | 0.0  | -0.7                   |
| IRS.....                                                  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | -0.1 | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | -0.2                   |
| Despesas em juros .....                                   | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | -0.2                   |
| Saldo total ajustado do ciclo .....                       | 0.0  | 0.2  | 0.2  | 0.0  | 0.0  | 0.1  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.1  | 0.1  | 0.0  | 0.0  | 0.7                    |

(a) Variações anuais tendo em conta os efeitos acumulados até ao ano anterior.

Quadro 5

## RESULTADOS TOTAIS

|                                                                   | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | Acum.<br>1990<br>/2002 |
|-------------------------------------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------------------------|
| Impacto no saldo ajustado do ciclo (p.p. do PIB potencial): ..... | 0.0  | 0.9  | 0.8  | -0.1 | 0.0  | 0.2  | 0.2  | 0.3  | 0.4  | 0.8  | 0.6  | 0.4  | 0.2  | 4.6                    |
| Simulação das despesas com pessoal .....                          | 0.0  | 0.7  | 0.6  | -0.1 | 0.0  | 0.1  | 0.1  | 0.3  | 0.4  | 0.7  | 0.6  | 0.4  | 0.2  | 3.9                    |
| Simulação das pensões .....                                       | 0.0  | 0.2  | 0.2  | 0.0  | 0.0  | 0.1  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.1  | 0.1  | 0.0  | 0.0  | 0.7                    |
| Impacto na dívida (p.p. do PIB potencial) .....                   | 0.0  | -0.9 | -1.5 | -1.4 | -1.2 | -1.5 | -1.6 | -1.8 | -2.0 | -2.7 | -3.2 | -3.2 | -3.2 | -24.2                  |

admite-se que as pensões teriam sido actualizadas em linha com a inflação. As receitas do IRS foram também modificadas em conformidade. Em resultado destas alterações, o défice ajustado do ciclo teria sido, em 2002, 0.7 p.p. do PIB potencial mais baixo que o valor do cenário de base (Quadro 4).

O Quadro 5 apresenta os resultados totais das simulações nesta secção: despesas com pessoal e pensões. De acordo com os resultados, se a margem de manobra permitida pela desinflação não tivesse sido utilizada pelas autoridades para tomar medidas discricionárias de natureza expansionista, em particular, o aumento do número de trabalhadores das administrações públicas, a implementação do Novo Sistema Retributivo da Função Pública e as revisões adicionais em várias carreiras específicas, o défice ajustado do ciclo teria melhorado em cerca de 4.6 p.p. do PIB potencial em 2002, dos quais 1.1 p.p. resultariam de uma redução das despesas em juros em consequência de menores défices. A dívida, em percentagem do PIB poten-

cial, teria ficado 24.2 p.p. abaixo do valor do cenário de base em 2002. De notar que estes resultados se baseiam em saldos ajustados do ciclo e, como tal, não têm em conta os efeitos de alterações no cenário macroeconómico sobre a componente cíclica dos saldos orçamentais, em particular por via do rendimento disponível e do consumo privado.

## 5. CONCLUSÕES

No período que antecedeu o início da terceira fase da UEM, Portugal experimentou um processo de desinflação que reduziu o crescimento dos preços no país para valores muito próximos da média da UE.

Entre 1990 e 1998 a desinflação não terá tido um impacto orçamental de magnitude relevante na receita das administrações públicas. Com efeito, o sistema de tributação do rendimento resultante da reforma de 1989 não dá lugar a uma variação significativa do valor real das receitas fiscais ou do

*fiscal drag* com a inflação. Por um lado, porque o essencial das receitas fiscais referentes aos rendimentos de um dado ano é recebido no próprio ano. Por outro lado, porque a actualização anual discricionária dos parâmetros do IRS não se afasta, em termos médios, de uma indexação generalizada, embora imperfeita.

Pelo contrário, no mesmo período, o efeito da desinflação sobre as despesas em juros das administrações públicas foi um importante factor de redução do défice. Com efeito, a composição da dívida pública no início da década de 90 (essencialmente dívida denominada em moeda nacional de curto prazo e de médio e longo prazo com taxa variável) permitiu a redução quase imediata da parte das despesas em juros que se destina a compensar os detentores da dívida pela erosão do seu valor real provocada pela inflação. Neste quadro, seria de esperar que a diminuição da inflação determinasse um decréscimo mais do que proporcional das despesas em juros, fazendo baixar o seu rácio em percentagem do PIB, o que se concretizou. Assumindo, para simplificar, que a inflação ao longo do período continuava ao nível de 1990, embora mantendo a taxa de juro implícita da dívida pública deflacionada pelo IPC aos níveis observados, este efeito pode ser estimado em cerca de 2.8 p.p. do PIB potencial em 2002. Adicionalmente, a credibilidade associada à convergência nominal determinou em Portugal uma redução acentuada do prémio de risco incorporado nas taxas de juro, afectando a taxa de juro implícita da dívida pública deflacionada pelo IPC. Entre 1993 e 1998, o efeito cumulativo no défice das administrações públicas resultante da redução do diferencial de taxas

de juro face à Alemanha pode ser estimado em cerca de 2.6 p.p. do PIB.

A margem de manobra criada pela redução das despesas em juros em rácio do PIB permitiu acomodar a expansão da despesa corrente primária resultante de medidas discricionárias, nomeadamente na área das despesas com pessoal, e de factores estruturais, decorrentes do funcionamento dos sistemas de pensões. Mantendo simplesmente o número de funcionários públicos inalterado e evitando revisões extraordinárias dos vencimentos em carreiras específicas e actualizações das pensões acima da inflação esperada teria sido possível uma redução do défice ajustado do ciclo em 4.6 p.p. do PIB potencial em 2002. Assim, torna-se claro que políticas nalguns aspectos menos exigentes que as actuais, teriam conduzido Portugal a uma posição orçamental próxima do equilíbrio ou em excedente.

## REFERÊNCIAS

- Abreu, Marta (2001), "Da adesão à CE à participação na UEM: A experiência portuguesa de desinflação no período 1984-1998", Banco de Portugal, *Boletim Económico*, Dezembro 2001.
- Dornbusch, Rudiger, Sturzenegger, Frederico, and Wolf, Holger (1990) "Extreme Inflation: Dynamics and Stabilization", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2, pp. 1-84.
- Rosen, Harvey (1995), "Public Finance", *Irwin*, pp. 390-393.
- Tanzi, Vito, Blejer, Mario, and Teixeira, Mario (1993), "Effects of Inflation on Measurement of Fiscal Deficits: Conventional Versus Operational Measures", *International Monetary Fund, How to Measure the Fiscal Deficit*, pp. 175-204.



## A PARTICIPAÇÃO DO ESCUDO NO MECANISMO CAMBIAL DO SISTEMA MONETÁRIO EUROPEU\*

Marta Abreu\*\*

### 1. INTRODUÇÃO

A União Europeia (UE) integrará 10 novos Estados-Membros a partir de Maio de 2004. Após a adesão à UE, estes países deverão passar a tratar as respectivas políticas cambiais como uma questão de interesse comum e assumir a prossecução da estabilidade de preços como objectivo primordial da sua política monetária. Os novos Estados-Membros deverão ainda adoptar o euro assim que cumpram os critérios de convergência previstos para o efeito. Neste contexto, muitos dos países aderentes sinalizaram a sua intenção de vir a participar no Mecanismo de Taxas de Câmbio II (MTC II)<sup>(1)</sup>. A participação no MTC II poderá fornecer um quadro adequado para a condução das políticas monetárias e cambiais nestas economias, constituindo igualmente uma condição prévia para a adopção do euro.

Este artigo relata a experiência do escudo no mecanismo cambial do Sistema Monetário Europeu (SME), precursor do MTC II. A experiência portuguesa poderá constituir uma referência útil para os países aderentes, no quadro de uma even-

tual decisão de participação no MTC II. A secção 2 enquadra a decisão de solicitar a adesão ao mecanismo cambial do SME por parte das autoridades portuguesas. A secção 3 descreve a gestão do escudo no mecanismo cambial, considerando três períodos distintos. Um primeiro período, entre Abril e o Verão de 1992, corresponde aos meses iniciais de participação no mecanismo, última fase do período que ficou conhecido na literatura como *hard EMS*, ou “SME sem realinhamentos”. O segundo período coincide com a crise que afectou o mecanismo cambial a partir do Verão de 1992, e que conduziu ao alargamento das bandas de flutuação para  $\pm 15$  por cento em Agosto de 1993. O terceiro período decorreu entre o alargamento das bandas de flutuação e o final de 1998, tendo-se caracterizado por uma estabilidade crescente no quadro da aproximação do início da terceira fase da União Económica e Monetária. A secção 4 conclui.

### 2. ENQUADRAMENTO DA DECISÃO DE ADERIR AO MECANISMO CAMBIAL

A decisão de aderir ao mecanismo cambial do SME deve ser analisada no quadro da estratégia de desinflação prosseguida pelas autoridades portuguesas a partir de meados dos anos 80<sup>(2)</sup>. Em 1984, após uma década de profunda instabilidade macroeconómica em que foram negociados dois acordos de estabilização com o Fundo Monetário Internacional (FMI), a taxa de inflação situava-se em níveis próximos de 30 por cento e o diferencial de in-

\* As opiniões expressas neste artigo são as da autora e não reflectem necessariamente as do Banco de Portugal. Agradeço os comentários e sugestões de Vítor Gaspar, Ana Cristina Leal, Isabel Gameiro, Maximiano Pinheiro e José António Ferreira Machado. Agradeço igualmente a Sónia Costa por ter compilado a informação contida no Anexo 2. Quaisquer erros são da minha exclusiva responsabilidade.

\*\* Departamento de Estudos Económicos.

(1) O MTC II foi estabelecido pela Resolução do Conselho Europeu de 16 de Junho de 1997, tendo em vista substituir o Sistema Monetário Europeu, criado em 1979. Trata-se de um sistema de taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis, com taxas centrais definidas face ao euro e bandas de flutuação de  $\pm 15$  por cento. Bandas de flutuação mais estreitas poderão ser formalmente estabelecidas a pedido do Estado-membro interessado.

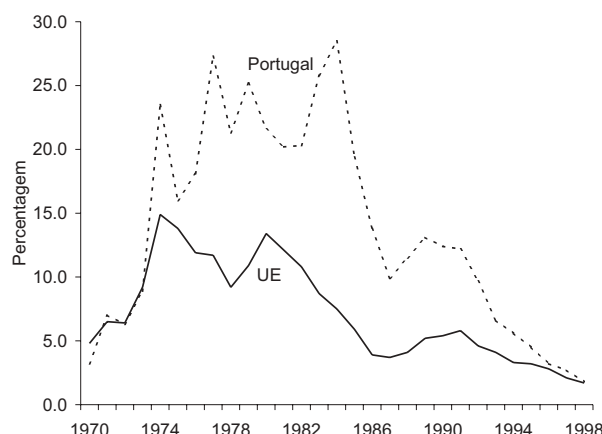
(2) Sobre a experiência de desinflação em Portugal, veja-se Abreu (2001).

flação face à média europeia excedia 20 pontos percentuais (p.p.) (Gráfico 1A). Neste período, a política monetária assentava em controlos cambiais, limites de crédito e taxas de juro administradas, verificando-se um amplo recurso ao financiamento monetário dos défices orçamentais. A política cambial seguia um regime de desvalorização deslizante (*crawling-peg*), cujo objectivo era a preservação da competitividade dos exportadores portugueses, num quadro de elevados e persistentes défices da balança de transacções correntes. O regime de desvalorização deslizante havia sido introduzido em Agosto de 1977, uns meses antes da implementação do primeiro programa de estabilização acordado com o FMI, e consistia numa desvalorização mensal previamente anunciada do escudo face a um cabaz de 13 moedas. Até 1983 tiveram ainda lugar algumas desvalorizações discretas<sup>(3)</sup>. A economia encontrava-se num ciclo vicioso de inflação e desvalorização cambial. O desempenho negativo da economia na década de 70 e início dos anos 80 tornou claro que uma alteração de regime, assente na estabilidade macroeconómica e reforma estrutural, seria uma condição necessária para colocar o país numa trajectória de crescimento sustentado. Neste quadro, foi adoptado em meados dos anos 80 um ambicioso programa económico tendo em vista uma redução sustentada da taxa de inflação, a consolidação das finanças públicas e a concretização de amplas reformas estruturais. A execução, a partir de 1983, do segundo programa de estabilização acordado com o FMI permitira restabelecer o equilíbrio das contas externas e colocar a inflação e o défice orçamental numa trajectória descendente. A integração de Portugal na UE em 1986 forneceria o ímpeto necessário à execução do programa de reformas.

O instrumento cambial foi eleito como peça central da estratégia de desinflação, uma escolha natural para uma pequena economia aberta como a portuguesa. Neste contexto, a taxa mensal de desvalorização do escudo foi sendo gradualmente reduzida a partir de 1986 e não tiveram lugar mais desvalorizações discretas. Numa fase inicial, a inflação reduziu-se muito rapidamente, tendo o

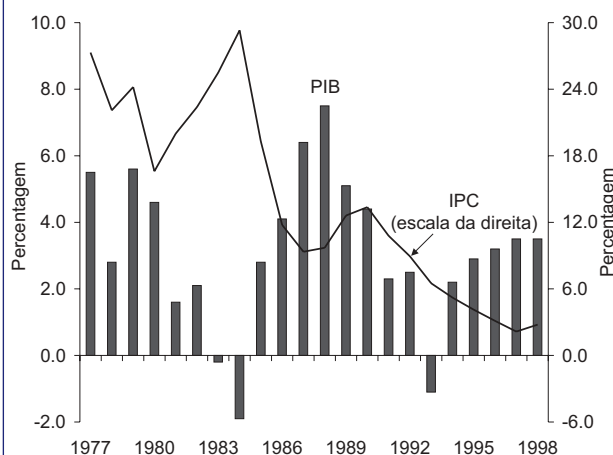
(3) Foram anunciadas desvalorizações discretas em 5 de Maio de 1978 (-6.1 por cento); 16 de Junho de 1982 (-9.4 por cento); 23 de Março 1983 (-2.0 por cento) e 22 de Junho de 1983 (-12.0 por cento). Teve ainda lugar uma revalorização discreta em 12 de Fevereiro de 1980 (+6.0 por cento).

Gráfico 1A  
DEFLATOR DO CONSUMO PRIVADO



Fonte: Comissão Europeia.

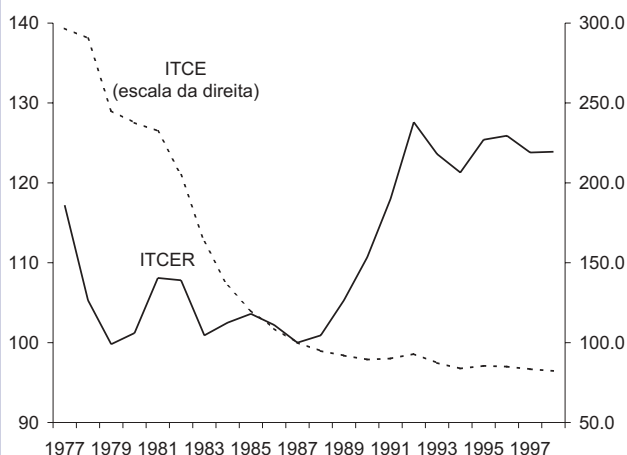
Gráfico 1B  
INFLAÇÃO E CRESCIMENTO REAL DO PIB



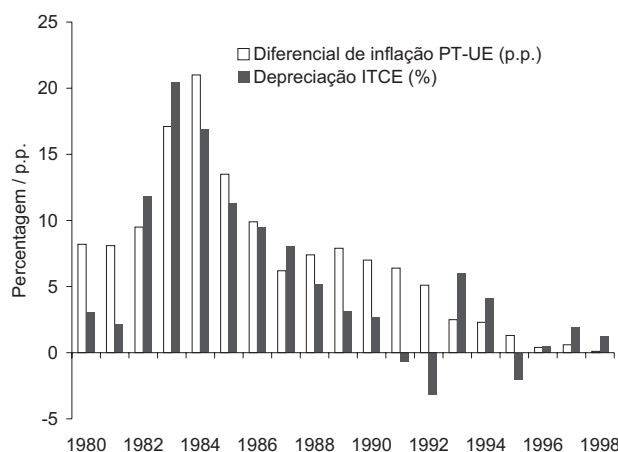
Fontes: INE e Comissão Europeia.

crescimento anual dos preços do consumidor caído de um máximo de 29.3 por cento em 1984, para 9.3 por cento em 1987. Esta desaceleração dos preços, que coincidiu com um período de elevado crescimento económico (Gráfico 1B), beneficiou de uma evolução extremamente favorável dos preços internacionais, bem como do excesso de capacidade acumulado na economia na sequência do programa de estabilização de 1983. No entanto, no final dos anos 80, a inflação retomou uma tendência ascendente, reflectindo sinais crescentes de sobreaquecimento da economia, bem como preços internacionais menos favoráveis. Uma vez que a taxa mensal de desvalorização do escudo continuou a ser reduzida, o diferencial de inflação face aos principais parceiros comerciais deixou de ser ple-

**Gráfico 2A**  
**PORTUGAL – TAXA DE CÂMBIO EFECTIVA**  
**NOMINAL E REAL**  
(1987=100)



**Gráfico 2B**  
**DIFERENCIAL DE INFLAÇÃO E DEPRECIAÇÃO**  
**NOMINAL DO ESCUDO**



Fontes: Comissão Europeia e Banco de Portugal.

namente compensado, conduzindo a uma apreciação em termos reais da moeda nacional (Gráfico 2A).

No final da década de 80, no quadro da eliminação gradual das restrições às entradas e saídas de capitais, as autoridades monetárias começaram a enfrentar crescentes dificuldades na gestão da liquidez interna. A adesão à UE, ao melhorar as perspectivas económicas e sinalizar o empenho das autoridades em garantir um ambiente (político e económico) favorável ao investimento, reforçou

consideravelmente a atractividade de investir em Portugal. A correspondente redução (permanente) do prémio de risco da economia portuguesa atraiu entradas substanciais de investimento directo estrangeiro. Adicionalmente, a manutenção de um elevado diferencial de taxas de juro em Portugal face às principais moedas europeias, conjugado com uma evolução perfeitamente previsível da taxa de câmbio no contexto do regime de desvalorização deslizante, incentivou vultuosas entradas de capitais de curto-prazo. Ao tentar controlar simultaneamente a taxa de câmbio e o nível das taxas de juro domésticas, o banco central foi apanhado num círculo vicioso, em que as intervenções cambiais destinadas a conter a pressão para a apreciação do escudo punham em causa a eficácia do sistema de limites de crédito.

A interrupção do processo de desinflação no final da década de 80 e as dificuldades de controlo da liquidez doméstica, conduziram a alterações muito substanciais na condução das políticas monetária e cambial no início da década de 90. Neste contexto, foi adoptado um sistema de controlo monetário indirecto e foram temporariamente re-introduzidas restrições a entradas de capitais<sup>(4)</sup>. Adicionalmente, foi abandonado o regime de desvalorização deslizante, passando o escudo a flutuar numa banda não anunciada, definida face a um cabaz composto pelas cinco principais moedas que na altura integravam o mecanismo cambial do SME<sup>(5)</sup>. Esta alteração de regime visava reforçar a orientação anti-inflacionista da política monetária. As autoridades pretendiam introduzir alguma imprevisibilidade na evolução de curto-prazo da taxa de câmbio do escudo, de modo a desencorajar entradas de capitais de curto-prazo. A nova estratégia da política monetária e cambial visava ainda preparar a economia para uma futura participação no mecanismo cambial.

O novo regime não permitiu conter as entradas de capitais, na medida em que, tal como anteriormente, o Banco de Portugal pretendia impor taxas de juro elevadas para combater a inflação e, simul-

(4) Em Julho de 1990, os créditos contraídos por residentes no estrangeiro passaram a estar sujeitos a um depósito obrigatório de 40 por cento. Um ano mais tarde, foram re-introduzidas restrições à aquisição de dívida pública indexada por parte de não residentes.

(5) Estas moedas eram o marco alemão, a libra britânica, o franco francês, a lira italiana e a peseta.

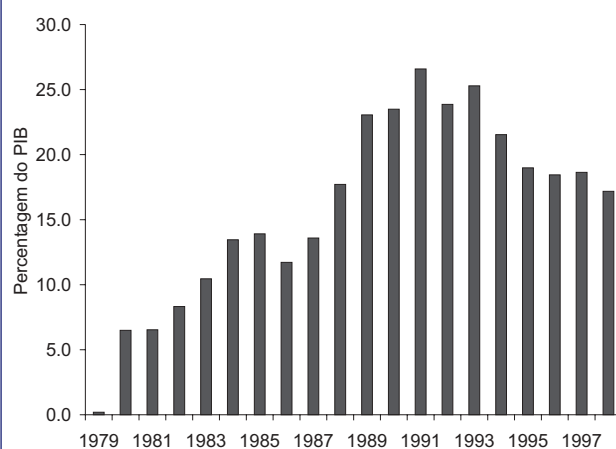
taneamente, intervinha no mercado cambial no sentido de conter a pressão para a apreciação do escudo<sup>(6)</sup>. Num ambiente caracterizado por um forte optimismo quanto à possibilidade de criação de uma união monetária na Europa e por perspectivas favoráveis para a evolução da economia portuguesa, os investidores encaravam o escudo como uma “aposta de sentido único”<sup>(7)</sup>. Nestas condições, apesar das vendas substanciais de escudos no mercado cambial efectuadas pelo Banco de Portugal (e patentes na significativa acumulação de activos externos por parte do banco central (Gráfico 3)), a taxa de câmbio do escudo apreciou cerca de 3 por cento em termos nominais efectivos no ano e meio que se seguiu ao abandono do regime de desvalorização deslizante. Uma vez que o diferencial de inflação face à média europeia era ainda significativo, esta apreciação nominal traduziu-se numa substancial apreciação da moeda em termos reais (Gráficos 1A e 2B). Neste período, a condução da política monetária foi ainda dificultada por uma orientação expansionista da política orçamental<sup>(8)</sup>, que exacerbou o forte crescimento da despesa privada, dando origem a uma combinação de políticas macroeconómicas crescentemente desequilibrada. Apesar das dificuldades sentidas na condução da política monetária, a taxa de inflação retomou uma trajectória descendente em 1991, reflectindo o efeito de taxas de juro reais elevadas e da apreciação da taxa de câmbio.

(6) O Banco de Portugal vendia escudos no mercado cambial para evitar que uma apreciação excessiva da moeda afectasse a competitividade da economia. As intervenções cambiais aumentavam a liquidez interna e pressionavam no sentido de uma descida das taxas de juro domésticas. O Banco de Portugal absorvia então liquidez no mercado monetário através de operações de mercado aberto, estimulando por esta via novos influxos de capitais.

(7) Um fenómeno semelhante afectava as moedas participantes no mecanismo cambial que mantinham taxas de juro mais elevadas. Na altura, os investidores acreditavam que estas moedas se encontravam numa trajectória de convergência que conduziria à sua integração na futura união monetária, pelo que os diferenciais de taxas de juro sobrestimavam claramente o seu risco de desvalorização. Este fenómeno ficou conhecido como “o jogo da convergência” (*convergence play*). Veja-se IMF (1993).

(8) Após progressos significativos em matéria de consolidação orçamental até 1989, a política orçamental tornou-se claramente expansionista em 1990-91, tal como ilustrado por uma deterioração acumulada do saldo primário ajustado do ciclo próxima de 3 p.p. do PIB no período 1989-1991. Sobre a política orçamental no período 1986-1994, veja-se Cunha e Neves (1995).

Gráfico 3  
BANCO DE PORTUGAL  
ACTIVOS EXTERNOS LÍQUIDOS



Fontes: Comissão Europeia e Banco de Portugal.

Em Abril de 1992, governo português solicitou a integração do escudo no mecanismo cambial<sup>(9)</sup>. A participação no mecanismo cambial não constituía uma alteração radical face à política cambial que estava a ser seguida desde Outubro de 1990. No entanto, as autoridades esperavam que o compromisso formal de manter o escudo numa banda pré-definida reforçasse a credibilidade de médio-prazo da política monetária e que, por esta via, influenciasse favoravelmente as expectativas de inflação. Com efeito, a estabilidade da taxa de câmbio face a um conjunto de moedas caracterizado por um elevado grau de estabilidade nominal fornecia uma âncora de médio-prazo que deveria contribuir para alcançar e manter a estabilidade de preços<sup>(10)</sup>. A participação no mecanismo cambial era ainda uma condição necessária à futura partici-

(9) O facto de Portugal estar a assegurar a Presidência da UE no primeiro semestre de 1992, aliás pela primeira vez desde a adesão à Comunidade Europeia, deverá ter contribuído para o momento escolhido pelas autoridades para solicitar a adesão ao mecanismo cambial, na medida em que tal decisão trazia uma visibilidade acrescida ao seu empenho no processo de construção europeia.

(10) Paradoxalmente, e tal como a experiência da peseta havia ilustrado, a adesão ao mecanismo cambial comportava alguns riscos para o processo de desinflação. Com efeito, a participação no mecanismo cambial implicava, numa fase inicial, condições monetárias mais acomodáticas, e isto num período em que o diferencial de inflação face à UE era ainda substancial (excedia 5 p.p.) e em que a procura interna parecia continua a crescer a um ritmo muito significativo.

pação de Portugal na UEM. O Tratado de Maastricht havia sido assinado dois meses antes e a participação no mecanismo cambial era um dos requisitos para a integração na união monetária<sup>(11)</sup>.

O escudo aderiu formalmente ao mecanismo cambial em 6 de Abril de 1992, com uma taxa central face ao ECU de 178.735 escudos, a qual traduziu uma desvalorização de 1.4 por cento face à taxa de mercado prevalecente. A paridade face ao marco, a âncora *de facto* do mecanismo, foi fixada em 86.9393 escudos. A moeda nacional aderiu à então chamada “banda larga”, que permitia uma flutuação de  $\pm 6$  por cento face às restantes moedas participantes no mecanismo. A paridade central no momento da adesão era compatível com as estimativas disponíveis para a taxa de câmbio real de equilíbrio do escudo<sup>(12)</sup>. Com efeito, o comportamento favorável do sector externo desde meados dos anos 80, tal como evidenciado pelos ganhos de quotas de mercado dos exportadores portugueses e uma balança de transacções correntes próxima do equilíbrio, indicava que a forte apreciação real da moeda nos anos anteriores havia sido, pelo menos em grande medida, um movimento de equilíbrio<sup>(13)</sup>.

### 3. A EXPERIÊNCIA DO ESCUDO NO MECANISMO CAMBIAL

Esta secção descreve a experiência do escudo no mecanismo cambial no período 1992-98. Os Gráficos 4A e 4B mostram a evolução da taxa de câmbio do escudo face ao marco alemão, bem

como o comportamento da taxa de juro *overnight* do escudo e das intervenções diárias efectuadas pelo Banco de Portugal no mercado cambial. Uma vez que os dados de intervenções cambiais não estão publicamente disponíveis, foi construído um “índice de intervenções” semelhante ao calculado por Adão e Pina (2003)<sup>(14)</sup>. O Gráfico 5 mostra a evolução da volatilidade da taxa de câmbio face ao marco e da taxa de juro *overnight*. Finalmente, os Gráficos 6A e 6B apresentam a evolução das taxas de juro a 3 meses e 10 anos do escudo e do marco alemão<sup>(15)</sup>.

O período de participação do escudo no mecanismo cambial poderá repartir-se em três subperíodos com características distintas. O primeiro corresponde aos primeiros meses de participação no mecanismo, entre Abril de 1992 e o Verão do mesmo ano, coincidindo com a última fase do período que ficou conhecido na literatura como *hard EMS*. Neste período, as tendências dominantes nos anos anteriores não sofreram alterações significativas: fortes entradas de capitais, atraídas por um elevado diferencial de taxa de juro face às principais moedas colocavam pressão ascendente sobre a taxa de câmbio do escudo, dificultando a gestão da liquidez doméstica. O segundo subperíodo foi o mais turbulento e durou cerca de um ano. Este período coincidiu com a crise que atingiu o mecanismo cambial, a qual teve início no Verão de 1992 e culminou com o alargamento das bandas de flutuação para  $\pm 15$  por cento, em Agosto de 1993. Neste período, a paridade central do escudo foi desvalorizada por duas vezes, e a moeda nacional depreciou cerca de 10 por cento em termos no-

(11) O Artigo 121 do Tratado que institui a Comunidade Europeia (anterior Artigo 109j), estabelece como um dos critérios para a participação na UEM “a observância, durante pelo menos dois anos, das margens normais de flutuação previstas no mecanismo de taxas de câmbio do Sistema Monetário Europeu, sem ter procedido a uma desvalorização em relação à moeda de qualquer outro Estado-membro”. Na altura, a visão predominante era a de que “margens normais de flutuação” correspondiam à chamada banda estreita ( $\pm 2.25$  por cento).

(12) Manteu e Mello (1992) apresentam uma estimativa para a trajectória da taxa de câmbio de equilíbrio fundamental do escudo no período 1980-1992. Estudos posteriores reportam resultados similares. Veja-se, por exemplo, Costa (1998).

(13) O processo de integração financeira e a redução do prémio de risco do país que lhe esteve associada, bem como as entradas de capital relacionadas com os fundos comunitários, assumiram um papel importante no processo de apreciação real de equilíbrio do escudo. Para uma resenha dos factores que apontam para essa apreciação real de equilíbrio, veja-se Manteu e Neves (1998).

(14) O “índice de intervenções” corresponde ao rácio entre o montante diário da intervenção no mercado cambial e o valor mais elevado (em termos absolutos) registado pelas intervenções diárias no período de participação no mecanismo cambial (observado em 16 de Setembro de 1992), multiplicado por 100. Um valor positivo do índice corresponde a uma compra de escudos (i.e., venda de moeda estrangeira) por parte do Banco de Portugal. Os montantes das intervenções cambiais incluem as chamadas “operações de reciclagem”. Estas operações correspondem a vendas de moeda estrangeira adquirida pelo Banco de Portugal ao tesouro e proveniente de transferências de fundos comunitários, ou de emissões de dívida pública denominada em moeda estrangeira.

(15) Incluem-se ainda dois anexos com informação suplementar. O Anexo 1 apresenta uma breve cronologia da participação do escudo no mecanismo cambial. O Anexo 2 contém uma lista das alterações das taxas de intervenção do Banco de Portugal durante o período de participação no mecanismo cambial.

Gráfico 4A  
TAXA DE CâMBIO FACE AO MARCO

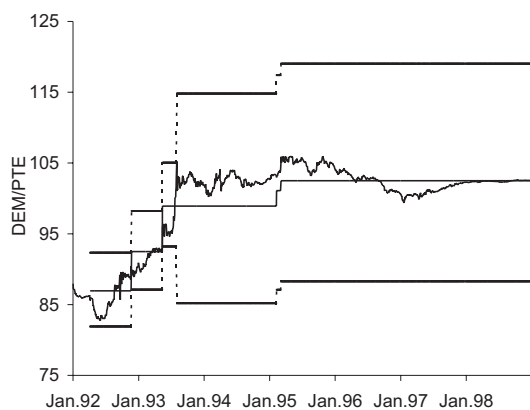
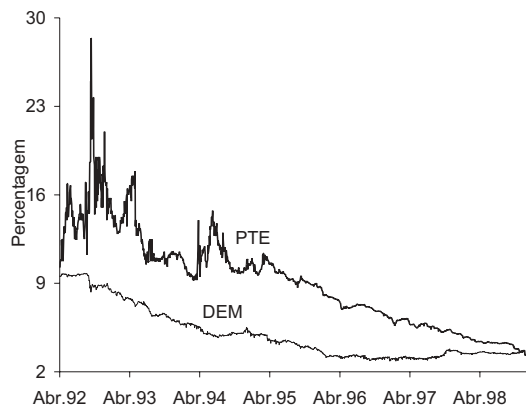


Gráfico 6A  
TAXAS DE JURO DE CURTO PRAZO  
Taxa de juro a 3 meses



Fonte: Reuters.

Gráfico 4B  
INTERVENÇÕES CAMBIAIS E TAXA DE JURO  
OVERNIGHT DO ESCUDO

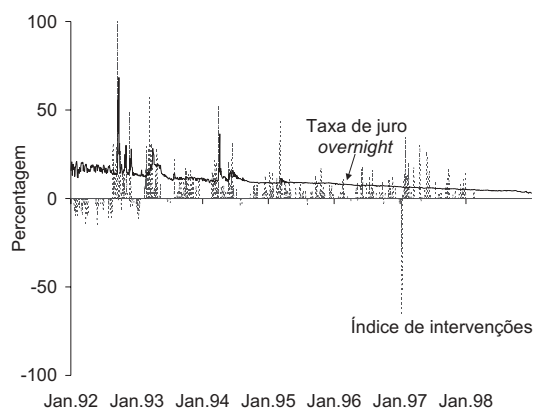
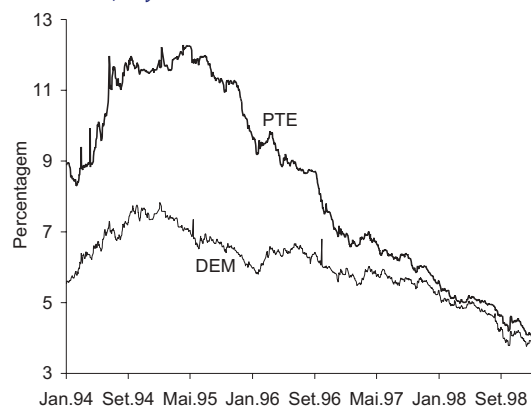
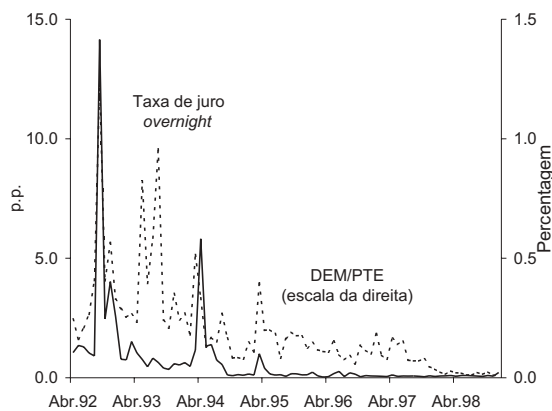


Gráfico 6B  
TAXAS DE JURO DE LONGO PRAZO  
10 anos; 1 Janeiro 1994 a 31 Dezembro 1998



Fonte: Reuters.

Gráfico 5  
VOLATILIDADES DA TAXA DE JURO DA TAXA DE CâMBIO DO ESCUDO



Volatilidade medida como o desvio-padrão mensal das variações diárias da taxa de juro *overnight* do escudo, ou do logaritmo da taxa de câmbio PTE/DEM

minais efectivos, e quase 20 por cento face ao marco alemão. O terceiro sub-período, entre o alargamento das bandas e o final de 1998, caracteriza-se por uma estabilidade crescente, num quadro de aproximação do início da terceira fase da UEM. O elevado grau de estabilidade cambial neste período está patente no facto de, apesar de se ter verificado um terceiro realinhamento da taxa central do escudo, a taxa de conversão da moeda nacional ter sido próxima da taxa de câmbio do escudo face ao marco observada em média desde Agosto de 1993.

A depreciação do escudo no contexto da crise que abalou o SME não impediu uma redução sustentada da taxa de inflação no período de participação no mecanismo cambial. A inflação, medida pela variação média do IPC, reduziu-se de 10.8 por cento em 1991 para 2.2 por cento em 1997. A transmissão da depreciação cambial ocorrida em 1992/93 aos preços dos bens transaccionáveis parece ter sido relativamente modesta, o que sugere que os realinhamentos da paridade central escudo não terão sido encarados como uma alteração de regime. Adicionalmente, a significativa deterioração da situação cíclica da economia na segunda metade de 1992 e em 1993, no contexto da recessão registada na União Europeia, contribuiu para imprimir uma trajectória claramente descendente à inflação dos bens não transaccionáveis. Quando a economia começou a recuperar a partir de 1994, o sucesso do Banco de Portugal na preservação da estabilidade cambial após o alargamento das bandas contribuiu para ancorar as expectativas de inflação, tornando possível a continuação do processo de desinflação.

### 3.1. Os meses iniciais: continuação das tendências anteriores

Após a adesão ao mecanismo cambial, o escudo assumiu a posição de moeda mais forte na grelha de paridades, atingindo o limite superior face à moeda mais fraca, na altura a libra britânica. O Banco de Portugal reduziu as suas taxas de intervenção regular no mercado monetário (Quadro 1) e realizou frequentes operações de compra de moeda estrangeira no mercado cambial (Gráfico 7), de modo a manter o escudo no interior da sua banda de flutuação.

No dia 13 de Agosto, seguindo as orientações do governo, o Banco de Portugal anunciou que os

Gráfico 7A  
TAXA DE CÂMBIO FACE AO MARCO  
6 Abril 1992 a 20 Agosto 1992

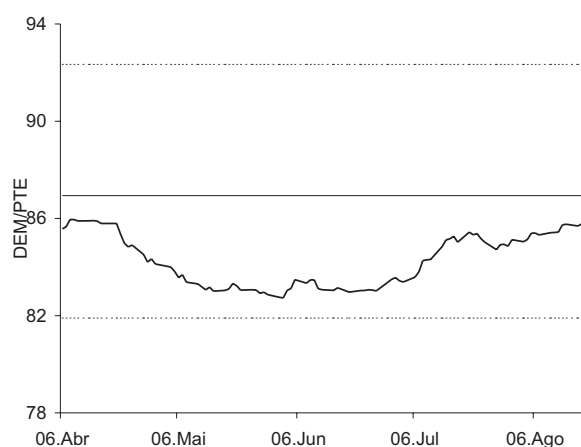
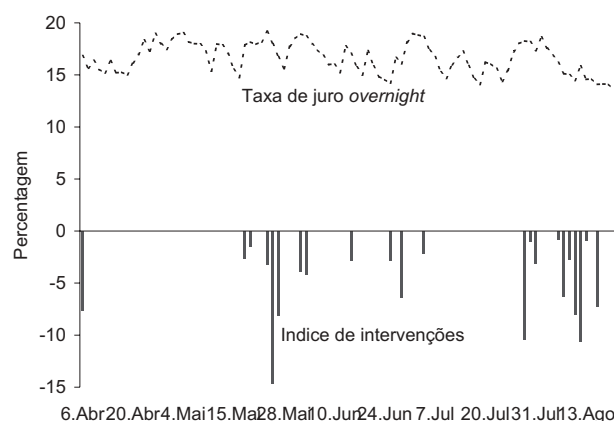


Gráfico 7B  
INTERVENÇÕES CAMBIAIS E TAXA DE JURO  
OVERNIGHT DO ESCUDO  
6 Abril 1992 a 20 Agosto 1992



controles de capitais ainda em vigor seriam gradualmente eliminados até ao final do ano<sup>(16)</sup>. O anún-

(16) As restrições ainda em vigor seriam eliminadas em várias etapas. A partir do final de Agosto, seria livre o acesso ao crédito externo, sendo eliminado o depósito obrigatório em vigor (cuja taxa vinha sendo progressivamente reduzida desde Março); a partir do final de Outubro, seria liberalizada a aquisição por não residentes de dívida doméstica indexada; finalmente, a partir do final do ano, os não residentes passariam a ter acesso ao mercado monetário doméstico. Estas medidas haviam sido precedidas pela eliminação, no início de Agosto, das restrições à aquisição de títulos estrangeiros de curto-prazo por parte de residentes. Veja-se o Comunicado do Banco de Portugal de 13 de Agosto de 1992 sobre a liberalização dos movimentos de capitais.

Quadro 1

**BANCO DE PORTUGAL**  
**TAXAS DE INTERVENÇÃO<sup>(a)</sup>**

Em percentagem

| Data      | Absorção regular de liquidez | Cedência regular de liquidez |
|-----------|------------------------------|------------------------------|
| 03-Abr-92 | 15.625                       | 18.9375                      |
| 06-Abr-92 | 15.375                       | 17.9375                      |
| 13-Jul-92 | 15.25                        | 17.75                        |
| 12-Ago-92 | 15.0                         | 17.0                         |
| 19-Ago-92 | 14.0                         | 16.0                         |

Nota:

(a) Neste período a gestão do mercado monetário assentava em operações regulares de intervenção destinadas a absorver ou fornecer liquidez através de leilões de taxa fixa (com maturidade de uma semana, correspondente ao período de constituição de reservas mínimas de caixa). Tinham ainda lugar operações de *fine-tuning*. Uma facilidade de crédito de última hora permitia o acesso a fundos do banco central no último dia do período de contagem de reservas, a uma taxa penalizadora.

cio da plena liberalização dos movimentos de capitais foi acompanhado por uma nova (e significativa) redução das taxas de juro oficiais, de modo a evitar um novo acréscimo das entradas de capitais. Nos dias 12 e 19 de Agosto, o Banco de Portugal reduziu a sua taxa de referência para as operações regulares de cedência de liquidez num total de 1.75 p.p., para 16.0 por cento, o que correspondia a uma redução acumulada desta taxa de 3 p.p desde a adesão ao mecanismo cambial. A taxa de referência para a absorção regular de liquidez foi reduzida para 14.0 por cento, uma redução acumulada de 1.6 p.p desde a entrada no mecanismo cambial. A completa liberalização dos movimentos de capitais tornava inevitável uma nova redução da restritividade das condições monetárias. No Comunicado em que anunciou a decisão de completar a liberalização dos movimentos de capitais, o Banco de Portugal sublinhou que esta decisão limitava substancialmente a margem de manobra na condução da política monetária. Em particular, deixava de ser viável a execução da política monetária com base em objectivos quantitativos para os agregados monetários, passando as taxas de intervenção no mercado monetário a ser exclusivamente determinadas pela necessidade de garantir o respeito das margens de flutuação do escudo no

mecanismo cambial. Nestas condições, a contribuição da política monetária para o combate à inflação seria menor, tornando-se mais importante o papel da política orçamental no cumprimento dos objectivos de convergência nominal.

### 3.2. A crise do mecanismo cambial: Verão de 1992 a Agosto de 1993<sup>(17)</sup>

Após o período inicial em que foi uma das moedas mais fortes do mecanismo, o escudo começou a depreciar. Esta evolução reflectiu uma combinação de factores de natureza interna e externa. No plano interno, a redução marcada das taxas de juro oficiais desde a adesão ao mecanismo cambial, que coincidiu com um período em que a taxa de inflação registou (temporariamente) um aumento, criou no mercado uma crescente percepção de requisitos incompatíveis nas frentes externa e doméstica<sup>(18)</sup>. No plano externo, a perda de credibilidade do mecanismo cambial na sequência da rejeição do Tratado da União Europeia no referendo dinamarquês, ocorrida no início de Junho, conduziu a um aumento significativo dos prémios de risco das moedas dos países com pior reputação em termos de estabilidade nominal, dando origem a fortes saídas de capitais desses países. Paralelamente, a tendência de apreciação do marco face ao dólar nos mercados internacionais neste período acentuava as dificuldades internas no mecanismo cambial<sup>(19)</sup>.

Neste contexto, começou a sentir-se uma pressão crescente de venda de escudos a partir do dia 21 de Agosto. O Banco de Portugal recorreu aos três instrumentos de Basle-Nyborg para defender a moeda<sup>(20)</sup>. A taxa de câmbio depreciou no interior da sua banda de flutuação, impedindo-se, contudo, que atingisse o limite inferior. O escudo depreciou, assim, 2.4 por cento face ao marco na semana de 17 a 24 de Agosto. Pela primeira vez em muitos anos, o Banco de Portugal viu-se obrigado a efec-

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

(18) A taxa de inflação, medida pela variação em termos homólogos do IPC, aumentou de 8.0 por cento em Fevereiro de 1992, para 9.5 por cento em Junho de 1992, reflectindo um aumento de impostos indirectos. A partir dessa data, a inflação retomou uma tendência decrescente.

tuar vultuosas intervenções em defesa do escudo e, em menos de duas semanas, o montante de moeda estrangeira despendido a defender o escudo anulou o montante de reservas acumuladas desde a adesão ao mecanismo cambial. A esterilização incompleta das intervenções cambiais traduziu-se numa pressão ascendente sobre as taxas de juro no mercado monetário, conduzindo a um aumento de 3 p.p. da taxa de juro *overnight* entre 21 e 25 de Agosto (Gráfico 8).

As tensões crescentes que afectavam o mecanismo cambial conduziram a uma depreciação de 7 por cento da taxa central da lira no dia 13 de Setembro, naquele que foi o primeiro realinhamento no mecanismo cambial em mais de cinco anos<sup>(21)</sup>. Três dias mais tarde, a 16 de Setembro, a lira, a libra, a peseta e o escudo sofreram um violento ataque especulativo. Em resultado desse ataque especulativo, a participação da libra no mecanismo cambial foi suspensa, as autoridades italianas suspenderam “temporariamente” as suas obrigações

(19) O mecanismo cambial havia sofrido um breve período de tensão no final de 1991. Na altura, a evolução económica na Alemanha (caracterizada por crescentes pressões inflacionistas associadas ao processo de reunificação) apontava para a necessidade de condições monetárias mais restritivas naquele país. Em contraste, nos restantes países cujas moedas participavam no mecanismo cambial, a desaceleração da actividade económica sugeria a necessidade de taxas de juro mais baixas. Esta situação verificou-se numa altura em que a margem para uma redução adicional dos diferenciais de taxas de juro face ao marco se tinha tornado bastante limitada. As tensões no mecanismo cambial surgiram num contexto de depreciação do dólar face ao marco e foram alimentadas por rumores de que um realinhamento poderia anteceder o acordo sobre o Tratado de Maastricht. Quando o Bundesbank aumentou a sua taxa de desconto em 0.5 p.p. no dia 19 de Dezembro (após o Conselho Europeu de Maastricht), o movimento foi seguido pelos restantes países do mecanismo cambial, com excepção do Reino Unido. Esta actuação, juntamente com o acordo sobre a criação da União Económica e Monetária estabelecido em Maastricht e com uma recuperação do dólar, permitiu restabelecer uma situação de normalidade no mecanismo cambial. A libra permaneceu, contudo, sob pressão, reflectindo a decisão das autoridades britânicas de não aumentar as suas taxas de juro oficiais após o movimento do Bundesbank.

(20) O acordo de Basle-Nyborg de Setembro de 1987 introduziu várias melhorias ao nível da gestão do mecanismo cambial. Em particular, o acordo fomentava uma utilização activa e complementar dos três instrumentos disponíveis para defender uma moeda sob pressão: alteração dos diferenciais de taxas de juro, utilização flexível das bandas de flutuação e intervenções no mercado cambial. Veja-se O Comunicado dos Ministros da Economia e das Finanças da Comunidade Europeia, datado de 12 de Setembro de 1987, reproduzido em Ungerer et al (1990).

Gráfico 8A  
TAXA DE CÂMBIO FACE AO MARCO

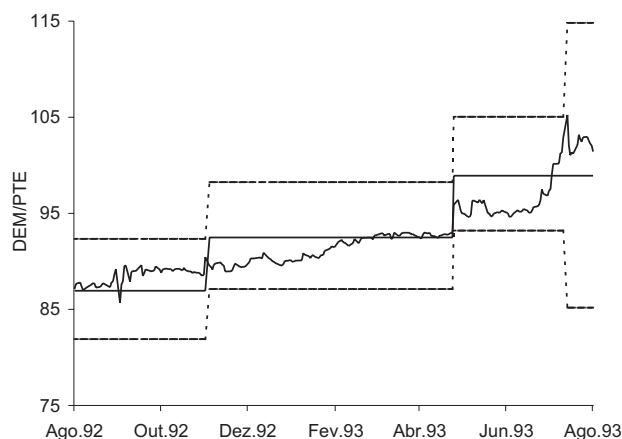
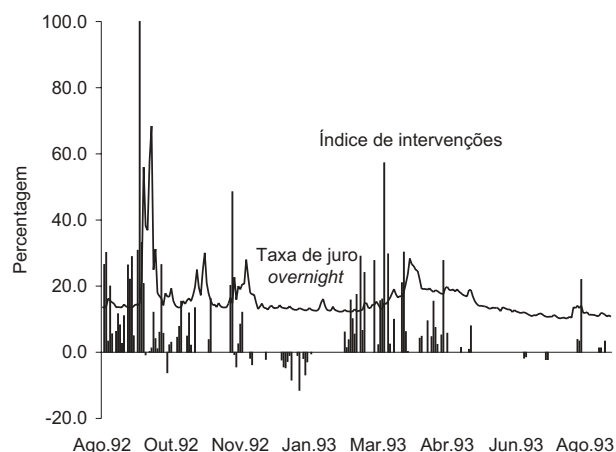


Gráfico 8B  
INTERVENÇÕES CAMBIAIS E TAXA DE JURO OVERNIGHT DO ESCUDO



de intervenção no mercado cambial e a paridade central da peseta foi desvalorizada em 5 por cento. O Banco de Portugal conseguiu contrariar o ataque sobre o escudo e manter a moeda na sua banda de flutuação. Foram realizadas intervenções muito substanciais em defesa do escudo<sup>(22)</sup> e as operações regulares de intervenção no mercado monetário doméstico foram suspensas, sendo substituídas pela cedência de quantidades fixas de

(21) A única excepção fora o ajustamento da paridade central da lira italiana em Janeiro de 1990, quando esta moeda passou da banda larga para a estreita, mantendo inalterado o limite inferior da sua banda de flutuação.

(22) O máximo (em termos absolutos) do valor diário das intervenções foi atingido no dia 16 de Setembro.

fundos em leilão de taxa de juro (Anexo 2). A taxa média *overnight* no mercado monetário doméstico aumentou substancialmente, atingindo um máximo de 68.4 por cento no dia 24 de Setembro.

A defesa do escudo foi facilitada pelo facto de estarem ainda em vigor restrições a saídas de capitais (que haviam sido durante vários anos uma restrição não activa). Em particular, estava vedada a concessão a não residentes de crédito de curto-prazo em moeda nacional, incluindo na forma de descobertos em contas bancárias. Uma vez que a especulação contra o escudo tinha essencialmente origem em não residentes, a aplicação das restrições ainda em vigor permitiu isolar parcialmente o mercado monetário doméstico do custo em termos de taxas de juro necessário para defender a moeda nacional. No mercado do euro-escudo, as vendas de escudos a descoberto por parte de não residentes traduziram-se numa forte procura de fundos, à medida que os especuladores necessitavam de cobrir as suas posições. De modo a evitar um colapso do sistema de pagamentos, as restrições em vigor foram aplicadas por via dos preços e não de quantidades. Assim, o Banco de Portugal forneceu escudos directamente ao mercado do euro-escudo através de *swaps* cambiais a taxas penalizadoras, que aumentavam com a quantidade de fundos procurada pelo mercado<sup>(23)</sup>. A taxa de juro *tom-next* excedeu os 1000 por cento nos dias 18 e 21 de Setembro. Os níveis atingidos pelas taxas de juro do euro-escudo levaram os especuladores a cobrir rapidamente as suas posições curtas em escudos (criadas essencialmente durante o ataque especulativo ocorrido entre 15 a 17 de Setembro). Este movimento trouxe momentaneamente a taxa de câmbio até ao limite superior da sua banda de flutuação no dia 21 de Setembro, data em que o escudo apreciou 4 por cento face ao marco. As elevadas taxas de juro pagas para financiar as posições curtas em escudos impuseram pesadas perdas aos especuladores.

Em termos globais, e apesar de uma significativa volatilidade ao longo do mês, a taxa de câmbio efectiva nominal do escudo permaneceu estável

(23) Adicionalmente, no dia 24 de Setembro, os bancos que não respeitaram a proibição de concessão de crédito em moeda nacional a não residentes foram obrigados a obter financiamento junto do banco central num montante equivalente ao crédito concedido e pagando uma taxa penalizadora.

em Setembro de 1992 face ao mês anterior. No entanto, a taxa de juro média *overnight* aumentou substancialmente, passando de 15 por cento em Agosto para 24 por cento em Setembro. De igual modo, o diferencial de taxa de juro a 3 meses face ao marco aumentou de 4.5 para 9.2 p.p, reflectindo um aumento substancial do prémio de risco da moeda portuguesa (Gráficos 5 e 6).

Em Outubro de 1992, as tensões no mecanismo cambial atenuaram-se. Embora tenham continuado a verificar-se saídas de fundos do mercado do escudo e o Banco de Portugal tenha continuado a intervir no mercado cambial em defesa da moeda, tal verificou-se numa escala muito menor do que em Setembro. A preocupação fundamental do banco central neste período foi a de evitar uma volatilidade excessiva da taxa de câmbio. As operações regulares de absorção de liquidez foram retomadas no dia 12 de Outubro, mas a taxa de cedência regular de liquidez permaneceu suspensa. Na primeira metade de Novembro, a situação no mecanismo cambial continuou a estabilizar e a intervenção do Banco de Portugal no mercado cambial deixou de ser necessária.

Na sequência do abandono da ligação da coroa sueca ao ECU no dia 19 de Novembro<sup>(24)</sup>, voltou a sentir-se uma forte pressão de venda sobre várias moedas do mecanismo cambial. No dia 23 de Novembro, as autoridades espanholas solicitaram uma nova desvalorização da paridade central da peseta. Neste contexto, as autoridades portuguesas decidiram que a paridade central do escudo deveria igualmente ser ajustada, tendo sido acordada uma desvalorização de 6 por cento das taxas centrais de cada uma das moedas. As autoridades portuguesas sublinharam que o realinhamento do escudo não significava o abandono da política de estabilidade cambial que vinha sendo prossegui-

(24) A Noruega, a Suécia e a Finlândia haviam anunciado uma ligação cambial unilateral das suas moedas face ao ECU em, respectivamente, Outubro de 1990, Maio de 1991 e Junho de 1991 (numa altura em que a Suécia e a Finlândia não eram ainda membros da UE). Os três países nórdicos enfrentaram grandes dificuldades em defender esta ligação cambial. Em Novembro de 1991, a markka esteve sujeita a uma forte pressão, no quadro da severa recessão que afectou a economia finlandesa. Após um curto período de flutuação, a taxa central da markka face ao ECU foi desvalorizada em 12.3 por cento no dia 15 de Novembro de 1991. No dia 8 de Setembro de 1992, a ligação cambial da markka ao ECU foi abandonada. A ligação da coroa norueguesa subsistiria até 10 de Dezembro de 1992.

da, tendo apenas por objectivo criar alguma margem de manobra num contexto de condições muito difíceis nos mercados cambiais<sup>(25)</sup>. Deste modo, o Banco de Portugal continuou a comprar escudos no mercado cambial e tornou mais restritivas as condições de obtenção de liquidez nos mercados monetários doméstico e do euro-escudo. As operações regulares de absorção de liquidez foram novamente suspensas alguns dias após o realinhamento. O banco central tinha um duplo objectivo: limitar o impacto do realinhamento na orientação anti-inflacionista da política monetária e impedir que os especuladores obtivessem lucros com as posições curtas de escudos estabelecidas antes do realinhamento. Nestas condições, o realinhamento da paridade central do escudo traduziu-se numa deslocação da banda de flutuação, mas não numa depreciação imediata da taxa de câmbio de mercado.

No final de 1992, os mercados monetário e cambial do escudo evidenciavam sinais claros de retorno à normalidade. As taxas de juro no mercado monetário e os diferenciais de taxas de juro face ao marco, embora permanecendo em níveis superiores aos verificados antes do início da crise, haviam retomado uma tendência decrescente e as saídas de capitais atenuaram-se significativamente. Neste quadro, o Banco de Portugal anunciou que a liberalização plena dos movimentos de capitais entre Portugal e o exterior estaria em vigor a partir de 16 de Dezembro, antecipando em duas semanas o prazo anunciado em Agosto. Entre meados de Dezembro de 1992 e meados de Janeiro de 1993, o escudo beneficiou de um sentimento mais favorável no mercado cambial, que reflectia uma confiança renovada no processo de união monetária após a cimeira de Edimburgo, bem como uma reacção favorável à conclusão do processo de liberalização dos movimentos de capitais por parte das autori-

dades portuguesas. Nas duas primeiras semanas de Janeiro, o sentimento favorável em relação à moeda nacional permitiu ao Banco de Portugal vender escudos no mercado cambial. Paralelamente, as autoridades aproveitaram a tendência de fortalecimento da moeda nacional para prosseguir a descida gradual das taxas de juro oficiais que havia sido interrompida com o eclodir da crise no mecanismo cambial. No final de Janeiro e início de Fevereiro, tiveram lugar novas descidas de taxas de juro, mas o Banco de Portugal deixou novamente de vender escudos no mercado cambial, já que a pressão ascendente sobre a moeda nacional se dissipou no quadro de novas tensões no mecanismo cambial que conduziriam à desvalorização da paridade central da libra irlandesa em 1 de Fevereiro de 1993.

A partir de meados de Fevereiro, o sentimento em relação ao escudo voltou a deteriorar-se, retomando-se uma situação de pressão descendente sobre a taxa de câmbio, que persistiria, em diferentes graus, até meados de Maio. O escudo foi afectado pela fraqueza da peseta, bem como por dúvidas crescentes quanto à determinação das autoridades portuguesas em defender a estabilidade da sua moeda. Esta erosão da credibilidade esteve associada a uma crescente percepção de progressos insuficientes em matéria de convergência nominal e deterioração muito rápida da situação macroeconómica, bem como a uma tensão crescente entre o Ministro das Finanças e o banco central. O Banco de Portugal considerava que a redução das taxas de juro oficiais deveria ter lugar de forma que não pusesse em causa a preservação da estabilidade cambial, mas estava a sofrer uma pressão crescente por parte do governo no sentido de utilizar a margem de manobra criada com o realinhamento de Novembro de 1992 para tornar mais acomodáticas as condições monetárias. Apesar das fortes intervenções no mercado cambial e de condições mais restritivas no mercado monetário, o escudo enfraqueceu significativamente entre meados de Janeiro e meados de Março, estabilizando posteriormente até meados de Maio em torno da paridade central que havia sido estabelecida no realinhamento de Novembro de 1992. Em contraste com o que sucedera em Setembro de 1992, altura em que o Banco de Portugal permitira uma volatilidade considerável da taxa de câmbio e das taxas de juro no mercado monetário, assegurando, no entanto, a estabi-

(25) Tal como sublinhado por Bento e Gaspar (1992), o procedimento de realinhamento não foi iniciado pelas autoridades portuguesas e o escudo não sofria na altura de uma pressão particularmente intensa. Contudo, a desvalorização da paridade central da peseta alterava as condições que haviam determinado a fixação da paridade central do escudo aquando da adesão ao mecanismo cambial. Com efeito, a Espanha é um dos principais parceiros comerciais de Portugal e um concorrente importante em terceiros mercados. Adicionalmente, os dois países haviam aderido em simultâneo à Comunidade Europeia e havia a percepção de que ambas as economias enfrentavam processos de ajustamento semelhantes.

lidade da taxa de câmbio em termos médios mensais, desta vez, o banco central permitiu que o escudo depreciasse gradualmente até à sua paridade central, evitando um aumento significativo da volatilidade. Esta abordagem diferenciada reflectiu a deterioração muito significativa da posição cíclica da economia desde meados de 1992 e ainda o facto de, em 1993, as autoridades não poderem já beneficiar de alguma segmentação entre o mercado monetário doméstico e o do euro-escudo (pelo que a manutenção da estabilidade do escudo exigiria, *ceteris paribus*, taxas de juro mais elevadas no mercado monetário doméstico).

No dia 13 de Maio de 1993, no início da habitual reunião mensal do Comité Monetário, as autoridades espanholas, surpreendendo os restantes membros do Comité, solicitaram pela terceira vez em menos de um ano um realinhamento da paridade central da peseta. Neste contexto, as autoridades portuguesas decidiram solicitar que a paridade central do escudo fosse igualmente ajustada. O acordo então alcançado traduziu-se numa desvalorização de 8 por cento da taxa central da peseta e numa desvalorização de 6.5 por cento da paridade central do escudo. A taxa de mercado do escudo depreciou logo após o realinhamento, estabilizando posteriormente. A estabilização da taxa de câmbio permitiu uma redução acentuada das taxas de juro oficiais (Anexo 2).

Em Julho de 1993, a turbulência regressou ao SME, tendo várias moedas do mecanismo cambial, e em particular o franco francês, sofrido fortes pressões no sentido da depreciação. O Banco de Portugal aumentou as suas taxas de juro oficiais e efectuou compras de escudos no mercado cambial, mas em muito menor grau do que em anteriores episódios de tensão. Consequentemente, a taxa de câmbio do escudo depreciou significativamente. Na segunda metade de Julho, o escudo depreciou cerca de 6 por cento face ao marco. No dia 2 de Agosto de 1993, as bandas de flutuação do mecanismo cambial foram alargadas para  $\pm 15$  por cento, sem que tenha tido lugar qualquer alteração das paridades centrais<sup>(26)</sup>.

(26) A decisão de alargamento das bandas do mecanismo cambial foi complementada por um acordo bilateral entre as autoridades holandesas e alemãs no sentido de preservar a anterior banda estreita entre as duas moedas.

Globalmente, nos 12 meses até Agosto de 1993, o escudo depreciou cerca de 10 por cento em termos nominais efectivos, e cerca do dobro face à moeda germânica. Paralelamente, reflectindo a tendência de redução das taxas de juro oficiais ao longo do período, a taxa de juro média *overnight* apresentou uma redução de 4 p.p., para 11 por cento. O diferencial da taxa de juro a 3 meses face ao marco, após ter exibido uma volatilidade significativa no período, permanecia em Agosto de 1993 em níveis idênticos aos observados um ano antes, reflectindo a manutenção de um prémio de risco substancial da moeda nacional.

### 3.3. Do alargamento das bandas à UEM: Agosto de 1993-Dezembro de 1998

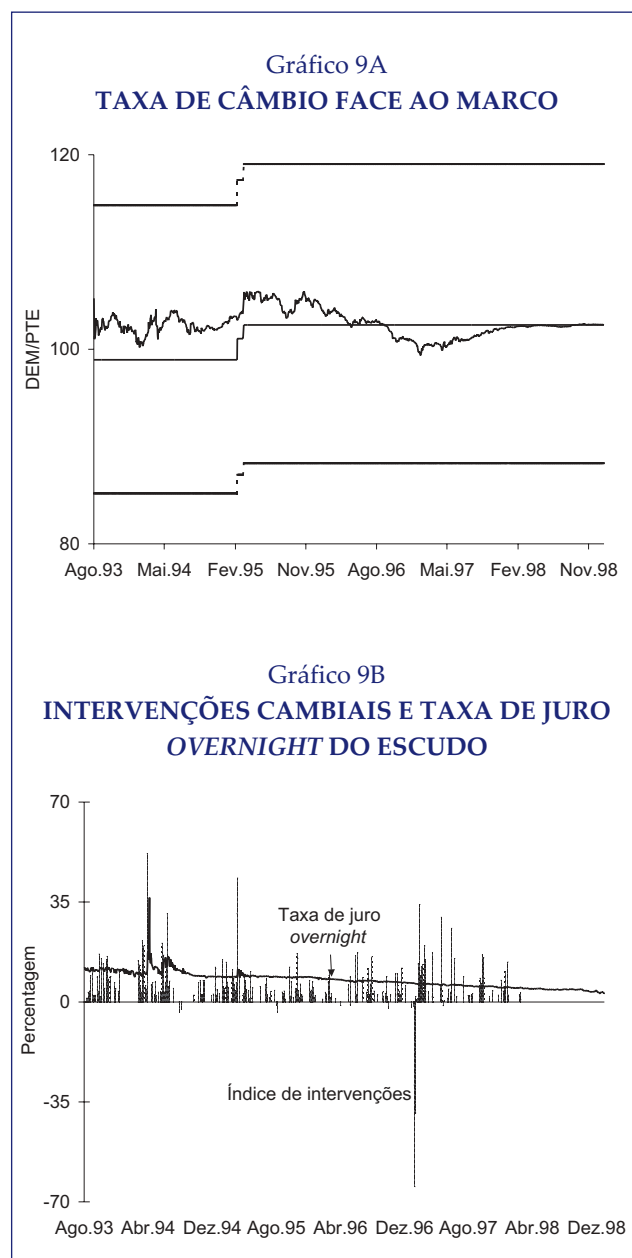
O alargamento das bandas de flutuação do mecanismo cambial teve como principal objectivo o restabelecimento de um risco “nos dois sentidos”, que desencorajasse operações de natureza especulativa. À semelhança da estratégia prosseguida pelos restantes bancos centrais do mecanismo cambial, o Banco de Portugal não explorou a margem de manobra adicional que resultou do alargamento das bandas. O compromisso em manter a estabilidade do escudo foi sistematicamente reiterado, tendo o banco central respondido a situações de pressão sobre o escudo com aumentos (por vezes substanciais) de taxas de juro e intervenções no mercado cambial. O Banco de Portugal procurava manter o escudo na sua anterior banda de 6 por cento, embora essa intenção nunca tenha sido explicitamente anunciada. Na prática, havia a preocupação de evitar que o escudo assumisse a posição de moeda mais fraca do mecanismo cambial, de modo a minimizar a exposição da moeda nacional a eventuais ataques especulativos.

Entre Outubro de 1993 e Fevereiro de 1994, o Banco de Portugal conseguiu reduzir gradualmente as suas taxas de intervenção no mercado monetário. No entanto, no segundo trimestre de 1994, o escudo sofreu novamente pressões especulativas. Estas pressões reflectiam a incerteza nos mercados quanto às intenções das autoridades portuguesas, num contexto de lenta recuperação da situação económica e em que pareciam agudizar-se os conflitos entre o governo e o Banco de Portugal. A pressão sobre o escudo foi particularmente intensa no início de Abril. A moeda nacional aproxi-

mou-se do limite inferior da sua anterior banda de 6 por cento face ao marco, levando o Banco de Portugal a suspender novamente os seus procedimentos regulares de intervenção no mercado monetário e a intervir no mercado cambial (Gráfico 9). Neste contexto, a taxa de juro *overnight* do escudo, que se situava em cerca de 12 por cento no final de Março, atingiu 36 por cento no dia 7 de Abril. Por sua vez, o diferencial da taxa de juro a 3 meses face ao marco aumentou cerca de 5 p.p. No final de Junho de 1994, o Governador e os dois Vice-Governadores do Banco de Portugal foram substituídos. Aquando da tomada de posse dos novos membros do Conselho de Administração do Banco de Portugal, o Ministro das Finanças sublinhou publicamente que a diminuição das taxas de juro em Portugal só seria possível num contexto de redução continuada da taxa de inflação e de estabilidade sustentada da taxa de câmbio<sup>(27)</sup>. Esta posição marcou uma importante alteração face à anterior pressão pública do governo no sentido da redução das taxas de juro oficiais. As pressões cambiais atenuaram-se em Julho, como traduzido no fortalecimento do escudo, na redução da taxa de juro *overnight* para os níveis preexistentes no final de Fevereiro e no estreitamento do diferencial das taxas de juro de curto-prazo face ao marco. Nestas condições, as taxas de intervenção do Banco de Portugal foram progressivamente reduzidas, tendo, no entanto, sido ajustados os procedimentos de intervenção no mercado monetário de modo a preservar a flexibilidade associada às operações em regime de leilão de taxa de juro<sup>(28)</sup>.

No final de 1994 e início de 1995, voltou a viver-se um período de instabilidade nos mercados internacionais, com repercussões sobre o mecanismo cambial. A instabilidade esteve, desta vez, associada a uma depreciação significativa do dólar face ao marco, na sequência da crise do peso mexicano em Dezembro de 1994. O escudo foi negativamente afectado pela pressão sobre algumas moedas do mecanismo, em particular sobre a peseta, bem como por alguma incerteza política em Portugal relacionadas com a aproximação das eleições legislativas de Outubro de 1995. No dia 6 de Março de 1995, na sequência de um pedido das

(27) Veja-se a intervenção do Ministro das Finanças Eduardo Catroga por ocasião da tomada de posse dos novos membros do Conselho de Administração do Banco de Portugal, em 28 de Junho de 1994.



autoridades espanholas, a paridade central da peseta foi desvalorizada em 7 por cento. Nessa oca-

(28) No dia 12 de Julho de 1994 foi criada uma facilidade (diária) de absorção de liquidez. Na mesma altura, o Banco de Portugal decidiu não voltar a anunciar uma taxa fixa para as operações de cedência de liquidez e adoptar como regra a cedência de liquidez em leilões de taxa variável. Esta decisão foi motivada pelo facto das alterações da taxa de cedência (regular) de liquidez terem no passado atraído uma atenção indesejável, que dificultava a gestão da taxa de câmbio por parte do banco central. As taxas de juro aplicáveis às facilidades de absorção de liquidez e de crédito *overnight* (esta última havia sido criada em Julho de 1993) determinavam um corredor para a taxa de juro determinada em leilão, a qual se tornou o principal instrumento para influenciar as taxas de juro no mercado monetário e sinalizar a orientação da política monetária.

sião, e apesar do escudo não se encontrar sob pressão significativa, as autoridades portuguesas decidiram solicitar uma desvalorização de 3.5 por cento da paridade central do escudo, com o objectivo de alinhar esta paridade com a taxa de mercado prevalecente desde Agosto de 1993. Apesar das autoridades terem reafirmado o objectivo de manutenção da estabilidade cambial, verificou-se uma crescente pressão sobre o escudo na sequência do realinhamento, sugerindo que este não terá sido bem compreendido pelo mercado. O Banco de Portugal foi, assim, obrigado a recorrer aos habituais instrumentos de defesa da moeda. A partir do Verão de 1995, à medida que a pressão sobre o escudo se atenuava, e num contexto de redução das taxas de juro em vários países europeus, o Banco de Portugal retomou a descida das taxas de juro oficiais. O banco central manteve uma postura cautelosa durante o período eleitoral e até à aprovação do Orçamento de Estado para 1996 em Março desse ano, descendo posteriormente as taxas de forma mais agressiva.

Entre meados de 1995 e o final de 1998, o mecanismo cambial funcionou sem tensões assinaláveis. Neste período a maioria das moedas, incluindo o escudo, flutuou em níveis próximos das respectivas paridades centrais, evidenciando uma volatilidade decrescente<sup>(29)</sup>. A tendência de depreciação do marco face ao dólar neste período, os progressos em matéria de convergência nominal na União Europeia e importantes decisões a nível político e institucional relacionadas com o processo de União Económica e Monetária favoreceram as condições de acalmia no mecanismo cambial. Num dado momento, começou a ser evidente um círculo virtuoso entre o reforço da convergência nominal e as perspectivas de concretização da união monetária, beneficiando em particular os países em que os prémios de risco eram ainda significativos, como patente na manutenção de elevados diferenciais das taxas de juro de longo-prazo face à Alemanha. Em Portugal, a estabilidade da taxa de câmbio nominal desde meados de 1993, a redução sustentada da taxa de inflação média desde o início dos anos 90 e o restabelecimento de uma ten-

dência descendente do défice orçamental a partir de 1994, permitiram uma redução sustentada e muito significativa das taxas de juro de longo prazo a partir de meados de 1995. A taxa de juro média de longo-prazo reduziu-se de um máximo de 12.2 por cento em Abril de 1995, para 4.1 por cento em Dezembro de 1998. No mesmo período, o diferencial da taxa de juro de longo prazo portuguesa face à alemã reduziu-se em mais de 5 p.p., para 0.3 p.p., evidenciando uma redução marcada do prémio de risco do escudo.

No dia 2 de Maio de 1998, o Conselho Europeu determinou o grupo de países que adoptariam o euro a partir de 1 de Janeiro de 1999<sup>(30)</sup>. Na mesma data, os Ministros das Finanças e os Governadores dos bancos centrais desses países anunciaram que as paridades centrais do mecanismo cambial seriam utilizadas para determinar as taxas de conversão em ECU oficial (e, portanto, em euros) no dia 31 de Dezembro de 1998. Os bancos centrais nacionais comprometeram-se a assegurar, através de técnicas apropriadas, a equivalência entre as taxas de mercado das suas moedas e as respectivas paridades centrais no último dia do ano. O anúncio de uma condição terminal para a taxa de câmbio e a perspectiva de convergência das taxas de juro oficiais para uma taxa comum levou a que as taxas de câmbio das moedas dos países da futura área do euro convergissem para as respectivas paridades centrais. Neste período, e em contraste com o sucedido em situações passadas, a considerável instabilidade nos mercados financeiros globais, associada às crises asiática e russa, não afectou o funcionamento do mecanismo cambial. A convergência das taxas de juro oficiais ficou completa em 3 de Dezembro de 1998, quando os bancos centrais dos países da futura área do euro reduziram as respectivas taxas de intervenção em diferentes magnitudes, colocando-as em 3.0 por cento<sup>(31)</sup>.

O considerável abrandamento das condições monetárias em Portugal no período que antecedeu a adopção do euro forneceu um estímulo muito significativo à procura interna no virar do século. O crescimento da procura foi alimentado por níveis

(29) A libra irlandesa foi a principal excepção. A moeda irlandesa manteve-se substancialmente apreciada face à sua paridade central e apresentou uma volatilidade significativa. Em 16 de Março de 1998, a paridade central da libra irlandesa foi revalorizada em 3 por cento.

(30) Estes países eram a Alemanha, França, Itália, Espanha, Países Baixos, Bélgica, Áustria, Portugal, Irlanda, Finlândia e Luxemburgo.

(31) A Itália foi a única excepção. A taxa de desconto da Banca de Itália foi inicialmente reduzida para 3.5 por cento e posteriormente fixada em 3.0 por cento no dia 23 de Dezembro de 1998.

crescentes de endividamento e por um aumento significativo do défice da balança corrente, reflectindo o ajustamento do sector privado a níveis de taxas de juro (nominais e reais) permanentemente mais baixos. Tal como acontecera em 1990-91, o excesso de procura na economia foi exacerbado por uma política orçamental pró-cíclica. Com efeito, apesar da diminuição das despesas com juros ter permitido reduzir o défice global em percentagem do PIB, a poupança realizada foi em larga medida utilizada para financiar um aumento da despesa corrente primária, conduzindo a uma deterioração acumulada do saldo primário ajustado de efeitos cíclicos que excedeu 3 p.p. do PIB no período 1995-2001<sup>(32)</sup>. A orientação expansionista da política orçamental contribuiu para acentuar desequilíbrios crescentes na economia nos primeiros anos da união monetária, tornando mais difícil o ajustamento subsequente.

#### 4. CONCLUSÃO

Este artigo descreve a experiência de participação do escudo no mecanismo cambial do Sistema Monetário Europeu no período 1992-1998. A experiência portuguesa poderá fornecer indicações úteis aos países aderentes que pretendam integrar o MTC II. Com efeito, existem algumas semelhanças entre a economia portuguesa antes da adesão ao mecanismo cambial e a situação actual em muitos dos países aderentes, incluindo a necessidade de reforçar a convergência nominal; o facto dos países aderentes se encontrarem num processo de convergência real, e portanto enfrentarem uma tendência de apreciação real de equilíbrio das respectivas moedas; e a exposição destes países a fluxos de capitais voláteis, que dificultam a condução da política monetária.

No caso da economia portuguesa, o mecanismo cambial revelou-se um instrumento útil para prosseguir o processo de desinflação iniciado em meados dos anos 80, e para fomentar a estabilidade macroeconómica em termos mais genéricos. Durante o período de participação no mecanismo cambial, o crescimento dos preços reduziu-se sus-

tentadamente de 11 para 2-3 por cento, e o diferencial de inflação face à média europeia foi virtualmente eliminado.

Algo surpreendentemente, a credibilidade do empenhamento das autoridades portuguesas em manter a estabilidade cambial e alcançar a estabilidade de preços não parece ter sido significativamente afectada pela depreciação nominal da taxa de câmbio do escudo no contexto da crise que abalou o mecanismo cambial em 1992-93. Esta situação reflecte o facto dos realinhamentos do escudo terem ocorrido no contexto de ajustamentos sistémicos, sendo provavelmente encarados como inevitáveis no quadro das desvalorizações da paridade central da peseta. Paralelamente, a disponibilidade revelada pelo Banco de Portugal para manter taxas de juro elevadas em defesa do escudo e a penalização imposta aos especuladores na sequência de episódios de pressão cambial, permitiram reforçar a credibilidade anti-inflacionista do banco central. Finalmente, a forte desaceleração da actividade económica na segunda metade de 1992 e em 1993, permitiu conter a transmissão da depreciação da taxa de câmbio aos preços internos. Após o alargamento das bandas de flutuação do mecanismo cambial, o sucesso do banco central na preservação da estabilidade cambial e o restabelecimento de uma trajectória descendente do défice orçamental a partir de 1994, permitiram ancorar as expectativas, evitando um aumento da inflação quando a economia recuperou da recessão de 1993. A partir de 1995, os progressos em matéria de convergência nominal tornaram mais provável a participação de Portugal na união monetária, enquanto que, por sua vez, a perspectiva de participação na união monetária facilitava a manutenção da estabilidade cambial, a convergência das taxas de juro para os níveis mais reduzidos prevalecentes na União Europeia e a melhoria do saldo orçamental. Este círculo virtuoso contribuiu decisivamente para que Portugal preenchesse os requisitos para se tornar um dos países fundadores da área do euro em Janeiro de 1999.

O sucesso global da experiência portuguesa durante o período da convergência esconde uma evolução inadequada em algumas áreas, nomeadamente no domínio orçamental, com repercussões negativas para a evolução da economia após a adopção do euro. Com efeito, num contexto em que o (inevitável) estímulo monetário que antece-

(32) Dados da Comissão Europeia. Sobre a utilização das poupanças com juros para financiar despesa corrente primária, veja-se o artigo de Braz e Cunha (2003) publicado na presente edição do *Boletim Económico*.

deu a adopção do euro recomendava uma orientação restritiva da política orçamental que atenuasse o impacto da redução das taxas de juro sobre a procura interna privada, a política orçamental revelou-se claramente pró-cíclica. A orientação expansionista da política orçamental contribuiu para os crescentes desequilíbrios que se geraram na economia portuguesa nos anos iniciais de participação na união monetária, tornando mais penoso o ajustamento subsequente.

## REFERÊNCIAS

- Abreu, M. (2001), "Da Adesão à Comunidade Europeia à participação na União económica e Monetária: A experiência portuguesa de desinflação no período 1984-1998", Banco de Portugal, *Boletim Económico*, Vol.7, N.4, Dezembro 2001.
- Adão, B. and J.Pina (2003), "A experiência do escudo no MTC e a eficácia da gestão cambial", Banco de Portugal, *Boletim Económico*, Vol.9, N.2, Junho 2003.
- Banco Central Europeu (2003), "Posição do Conselho do Banco Central Europeu sobre questões cambiais relativas aos países aderentes", Comunicado do BCE de 18 de Dezembro de 2003.
- Banco de Portugal, *Relatório Anual*, várias edições
- Banco de Portugal, *Boletim Económico*, várias edições.
- Banco de Portugal (1992), Liberalização dos Movimentos de Capitais, Comunicado do Banco de Portugal de 13 de Agosto de 1992.
- Bento, V. (1995), "Gestão de pressões cambiais – A experiência portuguesa com a utilização do controlo de capitais", Banco de Portugal, *Boletim Económico*, Vol.1, N.3, Setembro 1995.
- Bento, V. and Gaspar, V. (1993), "A Portuguese Perspective", in Paul Temperton (ed), *The European Currency Crisis – What chance now for a single European currency?*, Probus Publishing Company, 1993.
- Braz, C. and J.C.Cunha (2003), "Desinflação e Política Orçamental em Portugal", Banco de Portugal, *Boletim Económico*, Vol.9, N.4, Dezembro 2003.
- Catroga, E. (1995), *Intervenções sobre Política Económica – Volume I, Discursos*, Ministério das Finanças, Setembro 1995.
- Costa, S. (1998), "Determinação da taxa de câmbio real de equilíbrio para a economia portuguesa com base na FEER", *Boletim Económico*, Banco de Portugal, Vol.4, N.2, Junho 1998.
- Cunha, J.C. and Neves, P.D. (1995), "Política orçamental em Portugal: 1986-94", Banco de Portugal, *Boletim Económico*, Março 1995.
- European Commission (2003), "Autumn 2003 Economic Forecasts", *European Economy*, N.5/2003.
- International Monetary Fund (1993), *International Capital Markets – Part I: Exchange Rate Management and International Capital Flows*, IMF, April 1993.
- Jornal "Semanário" (1994), "A Guerra de 1990-94", 25 de Junho de 1994.
- Macedo, J.B. (1997), "Crises? What crises? Escudo from ECU to EMU", Universidade Nova de Lisboa, *Working Paper* N. 313, 19 December 1997.
- Manteu, C. and P.D.Neves (1998), "Portugal 1986 to 1996: An Example of an Equilibrium Real Appreciation", in "Current Account Imbalances in East and West: Do They Matter?", Oesterreichische Nationalbank, Vienna 1998.
- Manteu, C. and Mello, A.S. (1992), "Taxa de Câmbio de Equilíbrio Fundamental", *Boletim Trimestral*, Banco de Portugal, Dezembro 1992.
- Matos, José (2002), "The Portuguese Experience with ERM I", apresentado no Seminário do Eurosistema com os Países Aderentes realizado em Genval em Dezembro de 2002.
- Ungerer, H., J.J. Hauvonen, A. Lopez-Claros and Thomas Mayer, "The European Monetary System: Developments and perspectives", IMF Occasional Paper no 73, November 1990.

## Anexo 1

## A PARTICIPAÇÃO DO ESCUDO NO MECANISMO CAMBIAL

## Cronologia dos principais acontecimentos

|                                                                                                                                                                                                                                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1992<br>4 de Abril . . . . .<br>6 de Abril . . . . .<br><br>2 de Junho . . . . .<br>13 de Agosto . . . . .<br>13 de Setembro . . . . .<br>16 de Setembro . . . . .<br><br>23 de Novembro . . . . .<br>16 de Dezembro . . . . . | As autoridades portuguesas solicitam a adesão ao mecanismo cambial<br>O escudo adere à banda larga do mecanismo cambial (+ / - 6 por cento); a taxa central face ao ECU é fixada em 178.735 escudos por ECU<br>O Tratado da União Europeia (Tratado de Maastricht) é rejeitado no referendo dinamarquês<br>Anunciada a plena liberalização dos movimentos de capitais com o exterior<br>Desvalorização de 7 por cento da taxa central da lira italiana<br>Suspensão da participação da libra britânica no mecanismo cambial;<br>Autoridades italianas suspendem temporariamente as suas obrigações de intervenção<br>Desvalorização de 5 por cento da paridade central da peseta<br>Desvalorização de 6 por cento das paridades centrais da peseta e do escudo<br>Completada a liberalização dos movimentos de capitais |
| 1993<br>1 de Fevereiro . . . . .<br>13 de Maio . . . . .<br>2 de Agosto . . . . .                                                                                                                                              | Desvalorização de 10 por cento da paridade central da libra irlandesa<br>Desvalorização das paridades centrais da peseta (8 por cento) e do escudo (6,5 por cento)<br>Alargamento das bandas de flutuação do mecanismo cambial para + / - 15 por cento                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 1995<br>6 de Março . . . . .                                                                                                                                                                                                   | Desvalorização das paridades centrais da peseta (7 por cento) e do escudo (3,5 por cento)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| 1998 . . . . .<br>2 de Maio . . . . .<br><br>3 de Dezembro . . . . .<br>31 de Dezembro . . . . .                                                                                                                               | O Conselho Europeu decide que a Alemanha, França, Itália, Espanha, Países Baixos, Bélgica, Áustria, Portugal, Irlanda, Finlândia e Luxemburgo adoptarão o euro a partir de 1 de Janeiro de 1999<br>Os Ministros das Finanças e Governadores dos bancos centrais dos países da futura área do euro anunciam que as paridades centrais bilaterais do mecanismo cambial serão utilizadas para determinar as taxas de conversão em euro no dia 31 de Dezembro de 1998<br>As taxas de intervenção dos países da futura área do euro (excepto as da Itália) são fixadas em 3 por cento.<br>Anúncio das taxas de conversão em euros. Escudo convertido a 200,482 escudos por euro.                                                                                                                                             |

## Anexo 2

## TAXAS DE INTERVENÇÃO DO BANCO DE PORTUGAL

Em percentagem

| Data da alteração | Absorção regular de liquidez | Cedência regular de liquidez | Facilidade de crédito <i>overnight</i> | Data da alteração | Absorção regular de liquidez | Cedência regular de liquidez | Facilidade de crédito <i>overnight</i> |
|-------------------|------------------------------|------------------------------|----------------------------------------|-------------------|------------------------------|------------------------------|----------------------------------------|
| 03-Abr-92...      | 15.625                       | 18.9375                      |                                        | 26-Mai-94...      | Suspensa                     | Suspensa                     | Suspensa                               |
| 06-Abr-92...      | 15.375                       | 17.9375                      |                                        | 12-Jul-94...      | 11.000                       | 11.5625                      | 13.500                                 |
| 13-Jul-92...      | 15.250                       | 17.7500                      |                                        | 19-Jul-94...      |                              | 11.2500                      |                                        |
| 12-Ago-92...      | 15.000                       | 17.0000                      |                                        | 26-Jul-94...      | 10.500                       | 10.7500                      | 13.000                                 |
| 19-Ago-92...      | 14.000                       | 16.0000                      |                                        | 4-Ago-94...       | 9.750                        | 10.5000                      | 12.500                                 |
| 21-Set-92...      | Suspensa                     | Suspensa                     |                                        | 19-Ago-94...      |                              | 10.3750                      |                                        |
| 12-Out-92...      | 14.000                       |                              |                                        | 26-Ago-94...      | 9.250                        | 10.0000                      | 12.000                                 |
| 26-Nov-92...      | Suspensa                     |                              |                                        | 5-Set-94...       |                              | 9.7500                       |                                        |
| 04-Dez-92...      | 14.000                       |                              |                                        | 12-Set-94...      |                              | 9.5000                       |                                        |
| 05-Jan-93...      | 13.625                       |                              |                                        | 19-Set-94...      | 8.750                        | 9.2500                       | 11.500                                 |
| 12-Jan-93...      | 13.250                       |                              |                                        | 4-Out-94...       |                              | 9.1250                       |                                        |
| 19-Jan-93...      | 13.000                       |                              |                                        | 19-Out-94...      |                              | 9.0000                       |                                        |
| 12-Fev-93...      | 12.750                       |                              |                                        | 26-Out-94...      | 8.500                        | 8.8750                       |                                        |
| 26-Fev-93...      | 13.000                       |                              |                                        | 13-Mar-95...      |                              | 11.2500                      |                                        |
| 12-Mar-93...      | 13.500                       |                              |                                        | 20-Mar-95...      |                              | 10.7500                      |                                        |
| 19-Mar-93...      | Suspensa                     |                              |                                        | 27-Mar-95...      |                              | 9.0000                       |                                        |
| 04-Mai-93...      | 17.000                       |                              |                                        | 26-Mai-95...      |                              | 8.8750                       |                                        |
| 19-Mai-93...      | 13.000                       |                              |                                        | 14-Ago-95...      |                              | 8.7500                       |                                        |
| 26-Mai-93...      | 12.000                       |                              |                                        | 28-Ago-95...      | 8.250                        |                              | 11.000                                 |
| 14-Jun-93...      | 11.250                       |                              |                                        | 19-Dez-95...      | 7.7500                       | 8.5000                       | 10.5000                                |
| 21-Jun-93...      | 11.000                       |                              |                                        | 12-Jan-96...      |                              | 8.3750                       |                                        |
| 28-Jun-93...      | 10.500                       |                              |                                        | 19-Jan-96...      |                              | 8.2500                       |                                        |
| 05-Jul-93...      | 10.250                       |                              |                                        | 5-Fev-96...       |                              | 8.1250                       |                                        |
| 12-Jul-93...      |                              | 11.2500                      | 12.0000                                | 19-Fev-96...      |                              | 8.0000                       |                                        |
| 26-Jul-93...      | Suspensa                     | Suspensa                     | 14.5000                                | 12-Mar-96...      | 7.5000                       | 7.9000                       | 10.2500                                |
| 04-Ago-93...      |                              |                              | 13.0000                                | 26-Mar-96...      |                              | 7.8000                       |                                        |
| 12-Ago-93...      |                              |                              | 12.7500                                | 12-Abr-96...      | 7.2000                       | 7.6000                       | 9.5000                                 |
| 19-Ago-93...      |                              |                              | 12.5000                                | 19-Abr-96...      | 6.8000                       | 7.5000                       | 9.0000                                 |
| 26-Ago-93...      |                              |                              | 12.3750                                | 6-Mai-96...       |                              | 7.5000                       |                                        |
| 13-Set-93...      |                              |                              | 12.2500                                | 26-Ago-96...      |                              | 7.2500                       |                                        |
| 19-Out-93...      |                              |                              | 12.1250                                | 4-Out-96...       |                              | 7.1000                       |                                        |
| 26-Out-93...      | 10.375                       | 11.3750                      | 12.0000                                | 21-Out-96...      |                              | 7.0000                       |                                        |
| 19-Nov-93...      | 10.250                       | 11.2500                      |                                        | 4-Nov-96...       |                              |                              |                                        |
| 6-Dez-93...       | 10.125                       | 11.1250                      |                                        | 19-Nov-96...      | 6.4000                       | 6.9000                       | 8.5000                                 |
| 13-Dez-93...      | 10.000                       | 11.0000                      |                                        | 19-Dez-96...      | 6.2000                       | 6.7000                       | 8.3000                                 |
| 04-Jan-94...      | 9.875                        | 10.8750                      |                                        | 13-Jan-97...      |                              | 6.5000                       |                                        |
| 12-Jan-94...      | 9.750                        | 10.7500                      |                                        | 14-Abr-97...      | 5.8000                       | 6.3000                       | 7.8000                                 |
| 19-Jan-94...      |                              |                              | 11.5000                                | 12-Mai-97...      | 5.7000                       | 6.0000                       | 7.7000                                 |
| 26-Jan-94...      | 9.500                        | 10.5000                      | 11.5000                                | 14-Jul-97...      | 5.4000                       | 5.7000                       | 7.4000                                 |
| 4-Fev-94...       | 9.250                        | 10.2500                      | 11.5000                                | 19-Ago-97...      | 5.2000                       | 5.5000                       | 7.2000                                 |
| 14-Fev-94...      | 9.125                        | 10.1250                      | 11.5000                                | 19-Nov-97...      | 4.9000                       | 5.3000                       | 6.9000                                 |
| 21-Fev-94...      | 9.000                        | 10.0000                      | 11.5000                                | 19-Jan-98...      | 4.8000                       | 5.1000                       | 6.8000                                 |
| 04-Mar-94...      |                              |                              | 11.0000                                | 26-Fev-98...      | 4.6000                       | 4.9000                       | 6.6000                                 |
| 31-Mar-94...      |                              |                              | 13.0000                                | 19-Mar-98...      | 4.4000                       | 4.7000                       | 6.4000                                 |
| 05-Abr-94...      | Suspensa                     | Suspensa                     |                                        | 12-Mai-98...      | 4.2000                       | 4.5000                       | 6.2000                                 |
| 19-Abr-94...      |                              | 11.0000                      | 12.0000                                | 12-Out-98...      | 3.7000                       | 4.0000                       | 5.7000                                 |
| 04-Mai-94...      | 10.000                       |                              |                                        | 04-Nov-98...      | 3.5000                       | 3.7500                       | 5.5000                                 |
| 12-Mai-94...      | 9.750                        | 10.7500                      | 11.7500                                | 04-Dez-98...      | 2.7500                       | 3.0000                       | 4.7500                                 |
| 19-Mai-94...      | 9.375                        | 10.3750                      | 11.3750                                | 29-Dez-98...      |                              |                              | 3.2500                                 |
| 26-Mai-94...      | Suspensa                     | Suspensa                     | Suspensa                               |                   |                              |                              |                                        |

## *Cronologia das principais medidas financeiras*



### Janeiro

**15 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal nº ½003, DR nº 12, 1ª Série B)**

Estabelece, considerando o disposto no artº 42-A e no artº 199-G do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, o regime a que deve obedecer a constituição de filiais de instituições de crédito e sociedades financeiras em países que não sejam membros da Comunidade Europeia.

**15 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal nº 2/2003, DR nº 12, 1ª Série B)**

Estabelece, considerando o disposto no artº 43-A e no nº 4 do artº 117 do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, o regime a que deve obedecer a aquisição, por instituições de crédito, de determinadas participações em outras instituições de crédito com sede no estrangeiro ou em instituições financeiras.

**15 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal nº 3/2003, DR nº 12, 1ª Série B)**

Procede à redefinição dos elementos de informação que devem acompanhar as comunicações relativas às participações qualificadas. Altera o preâmbulo e o nº 1, e adita um nº 2º-A ao aviso nº 3/94, de 22-06.

**15 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal nº 4/2003, DR nº 12, 1ª Série B)**

Altera, tendo em conta as modificações introduzidas no Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras pelo Dec.-Lei nº 201/2002, de 26-09, o aviso nº 10/94, de 18-11 (limites aos “grandes riscos”), redefinindo os tipos de instituições de crédito e de sociedades financeiras sujeitas à sua disciplina.

**15 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal nº 5/2003, DR nº 12, 1ª Série B)**

Redefine, considerando o disposto no artº 113 do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, com a alteração introduzida pelo Dec.-Lei nº 201/2002, de 26-09, os limites ao valor líquido do activo imobilizado das instituições de crédito, bem como ao valor total das acções ou outras partes de capital que as mesmas podem deter.

**15 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal nº 6/2003, DR nº 12, 1ª Série B)**

Estabelece, considerando o disposto no nº 3 do artº 115 do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, com a alteração introduzida pelo Dec.-Lei nº 201/2002, de 26-09, os termos e a periodicidade da publicação das contas pelas instituições sujeitas à supervisão do Banco de Portugal. O presente aviso é aplicável à publicação das contas do exercício de 2002.

**15 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal nº 7/2003, DR nº 12, 1ª Série B)**

Altera, ao abrigo do nº 2 do artº 75 e do artº 195, ambos do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, o aviso nº 1/95, de 17-02, aditando-lhe um nº 4º-A, relativo à atribuição de datas valor aos débitos e créditos em contas de depósitos à ordem, nomeadamente para efeitos de contagem de juros e de disponibilização de quantias creditadas. O presente aviso entra em vigor no prazo de 60 dias a contar da data da sua publicação.

**23 de Janeiro (Regulamento nº ½003 da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, DR nº 19, 2ª Série)**

Fixa a taxa anual, devida pelas entidades emitentes à CMVM, pela supervisão da prestação periódica de informação financeira. Adita um art. 12-A e revoga a alínea c) do nº1 do artº 10 do Regulamento nº 8/2001, de 28-12.

**29 de Janeiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 7/03/DSBDR)**

Comunica que o relatório semestral a elaborar pelos auditores externos das instituições, a que se refere a Carta-Circular nº 17/2002/DSB, de 14-02, deverá ser enviado ao Banco de Portugal até ao final do trimestre subsequente à data de referência do reporte, com efeito a partir da informação relativa a 31-12-2002.

**30 de Janeiro (Despacho do Ministério das Finanças nº 1825/2003, DR nº 25, 2ª Série)**

Autoriza, ao abrigo do disposto no nº 2 do artº 66 da Lei nº 32-B/2002, de 30-12, o Instituto de Gestão do Crédito Público a intervir no mercado secundário da dívida pública como parte em operações de reporte, tendo por objecto valores mobiliários representativos da dívida pública directa do Estado admitidos ao mercado especial de dívida pública (MEDIP).

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

*30 de Janeiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 1/DMR)*

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 4-2-2003, é de 2,87%.

*31 de Janeiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 8/03/DSBDR)*

Comunica que o Banco de Portugal, tendo em conta o disposto nos nºs. 1.2 e 1.3 do Anexo do Aviso nº 4/2002, aceita que, no cálculo das menos-valias latentes em participações na Sociedade Interbancária de Serviços, SA (SIBS), o “valor presumível da transacção” se baseie no preço praticado pela SIBS na última cedência directa de acções realizada.

*31 de Janeiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 9/03/DSBDR)*

Informa sobre a interpretação dada pelo Banco de Portugal a alguns preceitos contidos no Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, na redacção dada pelo Dec.-Lei nº 201/2002, de 26-9, relacionados com o registo de acumulação de cargos (artº 33), registo dos membros dos órgãos sociais (artº 69), e prazos, informações complementares e certidões (artº 71).

### Fevereiro

*8 de Fevereiro (Aviso do Banco de Portugal nº 8/2003, DR nº 33, 1ª Série B)*

Procede à revisão do regime de provisionamento do crédito vencido (em função do tipo de garantia e do princípio da progressividade dos níveis mínimos de provisionamento), reformula o conceito de crédito de cobrança duvidosa (em função do prazo inicial das operações, da probabilidade atribuída a futuros incumprimentos e numa óptica de carteira) e diferencia, entre as provisões para riscos gerais de crédito, o crédito garantido por hipoteca sobre imóvel destinado à habitação do mutuário. Altera os nºs. 3º, 4º, 5º e 7º do aviso nº 3/95, de 30-6. O presente aviso entra em vigor no último dia do mês em que for publicado, com excepção da alteração ao nº 1 do nº 4º do citado aviso, a qual entra em vigor seis meses após aquela data.

*11 de Fevereiro (Directiva 2002/87/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, JOCE nº 35, Série L)*

Estabelece disposições relativas à supervisão complementar de instituições de crédito, empresas de seguros e empresas de investimento de um conglomerado financeiro e que altera as Directivas 73/239/CEE, 79/267/CEE; 92/49/CEE, 92/96/CEE, 93/6/CEE e 93/22/CEE do Conselho e as Directivas 98/78/CE e 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho. Os Estados Membros devem pôr em vigor as disposições legislativas, regulamentares e administrativas necessárias para dar cumprimento à presente directiva antes de 11-8-2004 e informar directamente a Comissão desse facto.

*17 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal nº 3/2003)*

Cria as condições para que a moeda metálica excedentária possa ser entregue em depósito no Banco de Portugal.

*19 de Fevereiro (Portaria nº 160/2003, DR nº 42, 1ª Série B)*

Determina, ao abrigo do disposto no nº 4 do artº 295 do Código das Sociedades Comerciais, que às sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercados regulamentados sujeitos à supervisão da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários não se aplica o estabelecido no nº 2 do artº 259 do Código das Sociedades Comerciais relativamente às reservas constituídas pelos valores referidos na alínea a) daquele número, quando destinadas à cobertura de prejuízos ou resultados transitados negativos.

### Março

*1 de Março (Regulamento nº 12/2003 do Instituto de Seguros de Portugal, DR nº 51, 2ª Série)*

Estabelece, ao abrigo do nº 2 do artº 10 do Dec.-Lei nº 158/2002, de 2-7, um conjunto de regras relativas ao enquadramento dos fundos de poupança constituídos sob a forma de fundos de pensões. Revoga os nºs. 50 a 58 da Norma nº 298/91, de 13-11.

*12 de Março (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 21/2003/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 territórios, no âmbito

|                                                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                                                                     | das medidas preventivas do branqueamento de capitais. Revoga as Cartas-Circulares nºs. 91/2002/DSB, de 06/11 e 5/2003/DSB, de 16-1.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>20 de Março (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 25/03/DSBRE)</b>                             | Divulga o entendimento da Direcção-Geral dos Impostos acerca da transferência, sem perda de benefícios fiscais, de saldos de contas poupança-habitação para outras instituições de crédito.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>21 de Março (Aviso do Banco de Portugal nº 9/2003, DR nº 68,1ª Série B)</b>                      | Altera o Aviso nº 3/95, de 30-6, aditando ao nº 1.1 do nº 1 do nº 15 uma alínea n), a fim de incluir o Fundo de Contragarantia Mútuo no conjunto de entidades cujos activos não estão sujeitos à obrigação de constituição de provisões para riscos específico e gerais de crédito.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>22 de Março (Regulamento nº 14/2003 do Instituto de Seguros de Portugal, DR nº 69, 3ª Série)</b> | Estabelece, considerando as regras relativas à composição do património dos diferentes tipos de fundos de pensões estabelecidas na norma nº 21/2002-R, de 28-11, no DL nº 158/2002, de 2-7, na Portaria nº 1451/2002, de 11-11, e no DL nº 204/95, de 5-8, as normas a observar pelas entidades gestoras de fundos de pensões no que respeita ao reporte de informação relativa à composição dos activos dos fundos de pensões por si geridos. Revoga a Norma nº 10/99-R, de 7-9, mantendo-se, no entanto, em vigor a instrução informática nº 26 a ela anexa. A presente norma aplica-se pela primeira vez à informação a prestar relativamente à composição dos activos dos fundos de pensões referente a 31-12-2002. |
| <b>25 de Março (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 26/03/DSBDR)</b>                             | Recomenda que sejam analisadas cuidadosamente as declarações de rendimentos para efeitos de concessão de crédito à habitação, uma vez que a Direcção-Geral de Impostos alertou para o facto de algumas se não mostrarem em conformidade com as entregues nos serviços fiscais.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>26 de Março (Regulamento da CMVM nº 2/2003, DR nº 72, 2ª Série)</b>                              | Procede à alteração do artº 68 do Regulamento nº 12/2000, por forma a garantir a disponibilização por parte dos intermediários financeiros aos respectivos clientes, dos valores devidos por operações relativas a valores mobiliários no próprio dia da liquidação da operação. O presente Regulamento entra em vigor no dia 1-4-2003.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>27 de Março (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 2/DMR)</b>                                   | Comunica, com efeitos a partir de 1-4-2003, o novo preçário de serviços prestados pelo SITEME, o qual substitui o que foi anteriormente distribuído em anexo à Carta-Circular nº 6/DMR, de 10-2-2000.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>Abril</b>                                                                                        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>1 de Abril (Regulamento da CMVM nº 3/2003, DR nº 77, 2ª Série)</b>                               | Limita o âmbito da obrigação da abertura de contas individualizadas junto dos intermediários financeiros aos valores mobiliários detidos por instituições de investimento colectivo e fundos de pensões. Altera o artº 35 do regulamento nº 14/2000, de 23-03. O presente regulamento entra em vigor em 1-4-2003.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>11 de Abril (Portaria nº 296/2003, DR nº 86, 1ª Série B)</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 10/2003, de 28-1, sejam acrescentados à lista publicada através da Portaria nº 377-A/94, de 15-6.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>17 de Abril (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 31/03/DSBDR)</b>                             | Transmite orientações relativamente ao tratamento contabilístico dos Agrupamentos Complementares de Empresas (ACE) com ligações a instituições de crédito.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>24 de Abril (Dec.-Lei nº 83/2003, DR nº 96, 1ª Série A)</b>                                      | No uso da autorização legislativa concedida pela Lei nº 25/2002, de 2-11, altera o Dec.-Lei nº 454/91, de 28-12, concedendo a todas as instituições de crédito o acesso à informação disponibilizada pelo Banco de Portugal relativa aos utilizadores de cheque que oferecem risco.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>26 de Abril (Dec.-Lei nº 86/2003, DR nº 97, 1ª Série A)</b>                                      | Estabelece as normas gerais aplicáveis à intervenção do Estado na definição, concepção, preparação, concurso, adjudicação, alteração, fiscalização e                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |

**28 de Abril (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 3/2003/DMR)**

acompanhamento global das parcerias público-privadas. Altera os arts. 1, 12 e 18 e revoga o artº 4 do Dec.-Lei nº 185/2002, de 20-8.

**30 de Abril (Dec.-Lei nº 91/2003, DR nº 100, 1ª Série A)**

Comunica 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 4-5-2003, é de 2,53%.

Altera o regime jurídico dos bilhetes do Tesouro (BT). Dá nova redacção aos artºs. 2 e 7 do Dec.-Lei nº 279/98, de 17-09.

### Maio

**3 de Maio (Portaria nº 530/2003, DR nº 102, 2ª Série)**

Altera, ao abrigo do nº 1 do artº 173 do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Dec.-Lei nº 298/92, de 31-12, o Regulamento do Fundo de Garantia de Depósitos. Revoga a alínea c) do nº 1 do artº 3 e dá nova redacção aos arts. 4, 6, 16, 17 e 19 do referido regulamento, aprovado pela Portaria nº 285-B/95, de 15-09.

**12 de Maio (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 33/03/DSB )**

Esclarece dúvidas quanto à extensão das matérias sobre as quais o órgão de fiscalização se deve pronunciar, por forma a garantir uma maior harmonização do conteúdo do Parecer a remeter ao Banco de Portugal sobre o sistema de controlo interno.

**13 de Maio (Dec.-Lei nº 99/2003, DR nº 110, 1ª Série A)**

Altera o regime jurídico do sistema poupança-emigrante. Dá nova redacção aos artºs. 7 e 12 e revoga a alínea e) do nº 1 do artº 3 e o artº 17 do Dec.-Lei nº 323/95, de 29-11, com a redacção que lhe foi dada pelo Dec.-Lei nº 65/96, de 31-05.

**15 de Maio (Instrução do Banco de Portugal nº 9/2003)**

Na sequência das alterações regulamentares ao regime de provisionamento do risco de crédito, determina às Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras o envio do mapa de provisões, devidamente preenchido, nos trinta dias seguintes ao termo de cada trimestre. Revoga a Instrução nº 91/96, publicada no BNP nº 1, de 17-06-96.

**15 de Maio (Instrução nº 4/2003 do Instituto de Gestão do Crédito Público, DR nº 112, 2ª Série)**

Estabelece, ao abrigo do artº 7 do Dec.-Lei nº 279/98, de 17-09, as condições gerais dos bilhetes do Tesouro (BT), bem como o estatuto de operadores de mercado.

**19 de Maio (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 34/03/DSB )**

Recomenda às instituições que registem, numa perspectiva de grupo, um envolvimento significativo em operações de titularização, a manutenção de um nível de fundos próprios adequado à globalidade dos riscos que tais operações comportam e, designadamente em relação a novas operações de titularização, abster-se de reconhecer qualquer libertação de fundos próprios e proceder à periodificação, ao longo do prazo das mesmas operações, das mais valias apuradas na cedência dos activos.

**28 de Maio (Relatório e Contas de 2002 da CMVM, DR nº 123, 3ª Série, Suplemento 3, Parte A)**

Publica o relatório da actividade desenvolvida pela CMVM durante o ano de 2002.

### Junho

**4 de Junho (Decreto-Lei nº 107/2003, DR nº 129, 1ª Série A)**

Altera disposições (entre outros) do Código dos Valores Mobiliários, no domínio do registo das emissões de obrigações colocadas através de oferta pública e dos requisitos relacionados com a auditoria às contas especiais.

**11 de Junho (Lei nº 18/2003, DR nº 134, 1ª Série A)**

Aprova o regime jurídico da concorrência.

**14 de Junho (Decisão do PE e do Conselho nº 2003/429/CE, JOCE nº 147, Série L)**

Decisão do Parlamento Europeu e do Conselho relativa ao ajustamento das Perspectivas Financeiras para o alargamento. Ver também Decisão do Parlamento Europeu e do Conselho de 19-5-2003 (2003/430/CE) sobre a revisão das Perspectivas Financeiras, publicada no mesmo JOCE, supramencionado.

**16 de Junho (Instruções do Banco de Portugal nºs 11 e 12/2003, BO nº 6/2003)**

Estabelece a obrigatoriedade de as instituições de crédito e sociedades financeiras prestarem informação financeira por segmentos (áreas de actividade e regiões geográficas).

**27 de Junho (Regulamento da CMVM nº 4/2003, DR nº 146, 2ª Série)**

Fixa o valor da taxa a cobrar pelos serviços prestados pela CMVM às sociedades de titularização de créditos. Adita uma alínea i) ao nº 1 do artº 5 do Regulamento nº 8/2001, de 28-12.

**28 de Junho (Decreto-Lei nº 132/2003, DR nº 147, 1ª Série A)**

Define as sanções aplicáveis no caso de incumprimento das obrigações impostas pelo Regulamento (CE) nº 2560/2001, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19-12, que consagra o princípio da igualdade de encargos entre os pagamentos transfronteiros e os internos, denominados em euros, de valor não superior a 50.000 euros.

### Julho

**8 de Julho (Resolução do Conselho de Ministros nº 89/2003, DR nº 155, 1ª Série B)**

Altera a Resolução do Conselho de Ministros nº 10/2003, de 28-1, que autoriza o Instituto de Gestão do Crédito Público, a contrair em nome e representação da República, empréstimos destinados ao financiamento do défice orçamental, à assunção de passivos e regularização de responsabilidades e ao refinanciamento da dívida pública, em consequência da decisão do Governo de retomar a emissão de bilhetes do Tesouro (BT) como instrumento de financiamento permanente do Estado e também da alteração do regime jurídico desta categoria de valores mobiliários operada pelo DL nº 91/2003, de 30-4. Altera o limite da emissão de dívida pública fundada sob a forma de bilhetes do Tesouro para o montante máximo de 5.500 milhões de euros, e o limite da emissão de outra dívida pública fundada, denominada em moeda com ou sem curso legal em Portugal, sob formas de representação distintas das indicadas anteriormente para o montante de 2 milhões de euros.

**11 de Julho (Decreto-Lei nº 148/2003, DR nº 158, 1ª Série A)**

Transpõe para o ordenamento jurídico interno a Directiva nº 2000/52/CE, da Comissão, de 26-7, que altera a Directiva nº 80/723/CEE, da Comissão, de 25-6, relativa à transparência das relações financeiras entre as entidades públicas dos Estados membros e as empresas públicas, bem como à transparência financeira relativamente a determinadas empresas. As relações de transparência financeira reguladas no presente diploma não se aplicam ao Banco de Portugal.

**11 de Julho (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 54/03/DSBDR)**

Comunica o entendimento do Banco de Portugal acerca das comissões e outras prestações pagas pelos mutuários às instituições de crédito nos termos da alínea d) do nº 1 do artº 4 do DL nº 220/94, de 23-8, relativamente à gestão e manutenção de contas de depósitos à ordem associadas a contratos de crédito à habitação.

**17 de Julho (Regulamento da CMVM nº 6/2003, DR nº 163, 2ª Série)**

Procede à alteração do regulamento nº 4/2002, de 9-2, que estabelece as condições em que as entidades gestoras de fundos de investimento mobiliário podem constituir fundos de índices e fundos garantidos, republicando-o, na íntegra, com as modificações introduzidas.

**17 de Julho (Directiva nº 2003/51/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, JOCE nº 178, Série L)**

Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho que altera as Directivas 78/660/CEE, 83/349/CEE, 86/635/CEE e 91/674/CEE do Conselho, relativas às contas anuais e às contas consolidadas de certas formas de sociedades, bancos e outras instituições financeiras e empresas de seguros. Os Estados-Membros devem pôr em vigor as disposições legislativas, regulamentares e administrativas necessárias para dar cumprimento à presente Directiva antes de 1-1-2005 e informar imediatamente a Comissão desse facto.

**21 de Julho (Instrução do IGCP nº 5/2003, DR nº 166, 2ª Série)**

Altera, ao abrigo do artº 7 do DL nº 279/98, de 17-9, alterado pelo DL nº 91/2003, de 30-4, a instrução nº 4/2003 que estabelece as condições gerais dos bilhetes do Tesouro (BT), bem como o estatuto dos operadores de mercado.

**22 de Julho (Regulamento da CMVM nº5/2003, DR nº 167, 2ª Série)**

Regula, ao abrigo dos artºs 230 e 242 do Código dos Valores Mobiliários, a admissão à negociação em mercado de participações em organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM) abertos, de tipo contratual ou societário. Dá nova redacção ao artº 52 e altera o anexo IV do regulamento nº 10/2000, o qual é republicado com as modificações introduzidas.

**28 de Julho (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 70/2003/DSBDR)**

Recomenda às instituições de crédito e sociedades financeiras que examinem com especial atenção as operações contratadas com pessoas singulares ou colectivas, residentes ou estabelecidas nos seguintes países e territórios: Cook Islands, Egipto, Filipinas, Guatemala, Indonésia, Myanmar, Nauru, Nigéria e Ucrânia, no âmbito das medidas preventivas do branqueamento de capitais. Relativamente a Nauru, mantém-se a aplicação de contramedidas suplementares, devido ao facto de esta jurisdição não ter corrigido satisfatoriamente as graves deficiências do seu sistema de prevenção e combate ao branqueamento de capitais. Revoga a Carta-Circular nº 21/2003/DSB, de 12-03.

**31 de Julho (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 5/DMR)**

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 4-8-2003, é de 2,09%.

### Agosto

**4 de Agosto (Regulamento do ISP nº 34/2003, DR nº 178, 2ª Série)**

Estabelece, ao abrigo do nº1 do artº 90 do DL nº 94-B/98, de 17-4, na redacção do DL nº 8-C/2002, de 11-1, um conjunto de regras relativas à natureza dos activos que podem representar as provisões técnicas, aos limites de diversificação e dispersão prudenciais e aos princípios gerais de congruência desses activos, bem como a enunciação de um conjunto de princípios a seguir pelas empresas de seguros na definição, implementação e controlo das políticas de investimento. Com a publicação da presente norma deixam de estar em vigor as regras relativas aos activos representativos das provisões técnicas constantes da Portaria nº 299/99, de 30-4, considerando-se feitas para a presente norma as remissões efectuadas para a referida portaria. Revoga as disposições do capítulo II da norma nº 9/99-R, de 7-9. As empresas de seguros devem dar cumprimento às disposições relativas à definição, implementação e controlo das políticas de investimento, o mais tardar, até 31-12-2003.

**8 de Agosto (Regulamento do ISP nº 38/2003, DR nº 182, 2ª Série)**

Estabelece, ao abrigo do disposto no nº 9 do artº 6 do DL nº 90/2003, de 30-4, alterações ao regime do registo especial dos activos representativos das provisões técnicas em função da hipótese de liquidação das empresas de seguros, como forma de proteger os interesses dos credores de seguros, por imposição da Directiva nº 2001/17/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19-3, transposta para o direito interno pelo referido decreto-lei, e altera, em conformidade, a norma nº 19/2002-R, de 24-7.

**9 de Agosto (Regulamento do ISP nº 39/2003, DR nº 183, 2ª Série)**

Define um conjunto de princípios e regras aplicáveis à codificação dos activos que constituem as carteiras de investimento das empresas de seguros e o património dos fundos de pensões. A presente norma entra em vigor no dia seguinte à sua publicação, devendo na informação relativa à representação das provisões técnicas e à composição dos activos dos fundos de pensões, referente a 30 de Setembro, o código do activo ser preenchido com o código base definido nesta norma.

**13 de Agosto (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 74/03/DSBDR)**

Transmite o entendimento do Banco de Portugal acerca dos critérios que se devem aplicar às *tranches* de notes que não têm o maior grau de subordinação e que não possuem notação de *rating*, para efeito do cálculo de rácios e outros limites prudenciais.

**18 de Agosto (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 75/03/DSBDR)**

Dada a existência de “cláusulas de substituição” em operações de titularização de créditos a médio e longo prazos, no domínio de empréstimos hipotecários destinados à habitação, transmite o entendimento do Banco de Portugal acerca da substituição de créditos do *pool* de activos titularizados motivada pela alteração das condições contratuais.

**18 de Agosto (Instrução do Banco de Portugal nº 18/2003)**

Procede a alterações à Instrução nº 27/2000, com o objectivo de, nomeadamente, adaptar o regime de provisionamento relativamente aos casos em que as instituições cedentes de créditos em operações de titularização sejam detentoras de *clean-up calls*.

**18 de Agosto (Instrução do Banco de Portugal nº 19/2003)**

Procede a alterações à Instrução nº 94/96, com o objectivo de clarificar a noção de mercado organizado, para efeitos da constituição de provisões para risco país, e de definir os métodos de valorização dos activos transaccionados nesses mercados.

**18 de Agosto (Instrução do Banco de Portugal nº 20/2003)**

Estabelece o sistema de prestação de informação sobre as menos valias em participações financeiras, e respectivas provisões, e determina quando deve ser enviado, ao Banco de Portugal, devidamente preenchido, o mapa de reporte dessa informação.

**19 de Agosto (Dec.-Lei nº 183/2003, DR nº 190, 1ª Série A)**

Altera os artºs 9 e 26 e adita um artº 25-A ao Estatuto da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, aprovado pelo DL nº 473/99, de 8-11 e revoga o artº 211 do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo DL nº 486/99, de 13-11, bem como a Portaria nº 1303/2001, de 22-11, na redacção dada pela Portaria nº 323/2002, de 27-3. O presente diploma entra em vigor a 30 de Agosto de 2003.

**22 de Agosto (Lei nº 38/2003, DR nº 193, 1ª Série A)**

Autoriza o Governo a legislar em matéria de associações de defesa dos investidores em valores mobiliários.

**29 de Agosto (Regulamento da CMVM nº 7/2003, DR nº 200, 2ª Série, Suplemento)**

Estabelece a nova estrutura das taxas de supervisão devidas à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, eliminando umas, desagravando outras, a qual passa a vigorar a partir de 1 de Setembro de 2003.

**30 de Agosto (Portaria nº 913-I/2003, DR nº 200, 1ª Série B, Suplemento 4)**

Consagra o novo sistema de taxas de supervisão do mercado de valores mobiliários. A presente portaria entra em vigor em 1 de Setembro de 2003.

### Setembro

**10 de Setembro (Dec.-Lei n.º 203/2003, DR nº 209, Série A)**

Estabelece um regime especial de contratação de apoios e incentivos exclusivamente aplicáveis a grandes projectos de investimento enquadráveis no âmbito das atribuições da Agência Portuguesa para o Investimento, E.P.E. (API), nos termos definidos no DL n.º 225/2002, de 30-10 e revoga o regime de registo de operações de investimento estrangeiro.

**10 de Setembro (Aviso do Banco de Portugal nº 10/2003, DR n.º 215, 1ª Série B)**

Define o quadro regulamentar relativo às cobranças por débito em conta de depósitos, efectuados no âmbito intrabancário, uniformizando o processo de cobranças electrónicas e clarificando os direitos e deveres das partes envolvidas, e manda-lhes aplicar, subsidiariamente, as normas reguladoras do sistema de débitos directos (SDD). O presente aviso entra em vigor em 1-1-2004.

**17 de Setembro (Aviso do Banco de Portugal nº 11/2003, DR n.º 222, 1ª Série B)**

Altera o aviso nº 11/94, de 21-22, no que se refere à taxa contributiva de base para determinação das contribuições anuais para o Fundo de Garantia de Depósitos, fixando-a em 0,05% para o ano de 2004.

**18 de Setembro (Instrução do Banco de Portugal nº 23/2003)**

Fixa em 50% o limite do compromisso irrevogável de pagamento a aplicar nas contribuições para o Fundo de Garantia de Depósitos do ano 2004.

**24 de Setembro (Instrução do Banco de Portugal nº 24/2003)**

Estabelece que o regime transitório estabelecido no nº 9º do Aviso nº 10/2001 deixa de ser aplicável às operações de titularização que se realizem após 30 de Setembro de 2003.

### Outubro

*2 de Outubro (Regulamento da CMVM  
nº 8/2003, DR nº 239, 2ª Série)*

Procede à adaptação do actual enquadramento competitivo entre mercados dos deveres de informação que impendem sobre as sociedades gestoras de mercados não regulamentados relativamente às sociedades gestoras de mercados regulamentados. Altera os artºs 5 e 6, e revoga o nº 4 do artº 5 e o nº 5 do artº 6 do regulamento nº 5/2000.

*2 de Outubro (Regulamento da CMVM  
nº 9/2003, DR nº 241, 2ª Série)*

Estabelece os termos e as condições de constituição e funcionamento dos fundos especiais de investimento (FEI), mandando aplicar-lhes subsidiariamente o regime jurídico dos fundos de investimento mobiliário.

*7 de Outubro (Regulamento do ISP  
nº 51/2003 (Norma nº 18/2003-R), DR  
nº 250, 2ª Série)*

Estabelece um conjunto de regras relacionadas com o reporte de informação relativa à representação e caucionamento das provisões técnicas das empresas de seguros. A presente norma aplica-se pela primeira vez à informação a prestar relativamente à representação das provisões técnicas referente a 30-9-2003. Revoga as normas regulamentares nºs 9/99-R, de 7-9, e 9/2003-R, de 18-2.

*7 de Outubro (Regulamento do ISP  
nº 52/2003 (Norma nº 19/2003-R), DR  
nº 250, 2ª Série)*

Estabelece um conjunto de regras relacionadas com o reporte de informação relativa à composição dos activos dos fundos de pensões. A presente norma aplica-se pela primeira vez à informação a prestar relativamente à composição dos activos dos fundos de pensões referente a 31-12-2003. Revoga a norma regulamentar nº 8/2003-R, de 18-2.

*8 de Outubro (Regulamento da CMVM  
nº 10/2003, DR nº 245, 2ª Série)*

Altera o artº 10 do regulamento nº 12/2000, sobre intermediação financeira, por forma a incumbir às entidades gestoras dos mercados a definição das condições de intervenção em mercado das pessoas que actuem por conta dos intermediários financeiros, designadamente das pessoas que desempenhem as funções de responsável pelos serviços de negociação e de operador de terminal de negociação.

*15 de Outubro (Instrução do Banco  
de Portugal nº 23/2003)*

Fixa em 50% o limite do compromisso irrevogável de pagamento a aplicar nas contribuições do ano 2004.

*15 de Outubro (Instrução do Banco  
de Portugal nº 24/2003)*

Estabelece que o regime transitório estabelecido no nº 9º do Aviso 10/2001 deixa de ser aplicável às operações de titularização que se realizem após 30 de Setembro de 2003.

*15 de Outubro (Instrução do Banco  
de Portugal nº 25/2003)*

Regulamenta o Sistema de Compensação Interbancária que compreende os subsistemas de telecompensação de cheques, de efeitos, de débitos directos, de transferências electrónicas interbancárias (TEI's) e das operações processadas através do multibanco. Revoga a Instrução nº 125/96 publicada no BNPB nº 5, de 15.10.96.

*15 de Outubro (Instrução do Banco  
de Portugal nº 26/2003)*

Uniformiza o documento-cheque, definindo as características técnicas a que devem obedecer todos os tipos dos mesmos, compensáveis em Portugal. Revoga a Instrução nº 9/98 publicada no BNPB nº 5, de 15.05.98.

*17 de Outubro (Dec.-Lei nº 252/2003, DR  
nº 241, 1ª Série A)*

Aprova o regime jurídico dos organismos de investimento colectivo e suas sociedades gestoras e transpõe para o ordenamento jurídico interno as Directivas nºs 2001/107/CE e 2001/108/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho.

*24 de Outubro (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 da série B, para vigorar no período trimestral de contagem de juros que se inicia em 4-11-2003, é de 2,05 %.

### Novembro

*5 de Novembro (Carta-Circular do Banco  
de Portugal nº 99/03/DSBDR)*

Informa que, a partir de 1-1-2004, o Banco de Portugal passará a calcular, de forma sistemática, o indicador de Crédito com incumprimento / Crédito

|                                                                                            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|--------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                                                            | <p>total. Comunica que as instituições de crédito deverão passar a adoptar, a partir da mesma data, uma metodologia semelhante na preparação de informação que venha a ser divulgada junto do público, sempre que, nessa informação, se faça referência a um indicador da qualidade do crédito. Revoga a Carta—Circular nº 98/03/DSBDR, de 31-10.</p>                                                                                                      |
| <p><b>7 de Novembro (Decisão do BCE nº 2003/797/CE, JOCE nº 297, Série L)</b></p>          | <p>Decisão do Banco Central Europeu relativa à administração das operações activas e passivas realizadas pela Comunidade Europeia ao abrigo do mecanismo de apoio financeiro a médio prazo (BCE/2003/14). Ficam revogadas as Decisões BCE/1998/NP2 e BCE/1998/NP15.</p>                                                                                                                                                                                    |
| <p><b>7 de Novembro (Aviso do Banco de Portugal nº 12/2003, DR nº 258, 1ª Série B)</b></p> | <p>Estabelece ao abrigo do artº 6 do DL nº 262/2001, de 28-9, limites ao financiamento com recursos alheios das sociedades corretoras e das sociedades financeiras de corretagem.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <p><b>17 de Novembro (Instrução do Banco de Portugal nº 27/2003)</b></p>                   | <p>Estabelece os elementos de informação a prestar no exercício da actividade de concessão de empréstimos à habitação, com base na Recomendação da Comissão nº 2001/193/CE, nomeadamente os elementos que devem constar da Ficha de Informação Normalizada e as despesas inerentes à abertura de uma conta de depósitos e, sua manutenção, durante a vida do empréstimo.</p>                                                                               |
| <p><b>17 de Novembro (Instrução do Banco de Portugal nº 28/2003)</b></p>                   | <p>Introduz diversas alterações ao Plano de Contas para o Sistema Bancário (Instrução n.º 4/96), nomeadamente no domínio das operações de locação operacional e dos “swaps”.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <p><b>21 de Novembro (Dec.-Lei nº 294/2003, DR nº 270, 1ª Série A)</b></p>                 | <p>Disciplina o processo de verificação dos requisitos das associações de defesa dos investidores em valores mobiliários, a que se refere o artº 32 do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei nº 486/99, de 13-11.</p>                                                                                                                                                                                                                     |
| <p><b>21 de Novembro (Dec.-Lei nº 295/2003, DR nº 270, 1ª Série A)</b></p>                 | <p>Aprova o novo regime jurídico das operações económicas e financeiras com o exterior, bem como das operações cambiais no território nacional, incluindo o exercício do comércio de câmbios e a realização de operações sobre ouro. O presente diploma entra em vigor 60 dias após a sua publicação. Revoga os DL nºs 481/80, de 16-10, 13/90, de 8-1, 64/91, de 8-2, 176/91, de 14-5, e 170/93, de 11-5, bem como o artº 7 do DL nº 138/98, de 16-5.</p> |
| <p><b>21 de Novembro (Dec.-Lei nº 296/2003, DR nº 270, 1ª Série A)</b></p>                 | <p>Procede à transposição para a ordem jurídica interna das Directivas nºs 2001/44/CE, do Conselho, de 15-6, e 2002/94/CE, da Comissão, de 9-12, ambas relativas ao mecanismo de assistência mútua em matéria de cobrança de créditos entre os Estados membros da Comunidade Europeia. Revoga o DL nº 504-N/85, de 30-12, bem como o DL nº 186/89, de 3-6, e o DL nº 69/94, de 3-3, que o alteraram.</p>                                                   |



*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 KALEIDOSCPIC 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*
- 2/03 THE TIMING AND PROBABILITY OF FDI:  
An Application to the United States Multinational Enterprises  
— *José Brandão de Brito, Felipa de Mello Sampayo*
- 3/03 OPTIMAL FISCAL AND MONETARY POLICY: EQUIVALENCE RESULTS  
— *Isabel Correia, Juan Pablo Nicolini, Pedro Teles*
- 4/03 FORECASTING EURO AREA AGGREGATES WITH BAYESIAN VAR AND VECM MODELS  
— *Ricardo Mourinho Félix, Luís C. Nunes*
- 5/03 CONTAGIOUS CURRENCY CRISES: A SPATIAL PROBIT APPROACH  
— *Álvaro Novo*
- 6/03 THE DISTRIBUTION OF LIQUIDITY IN A MONETARY UNION WITH DIFFERENT PORTFOLIO RIGIDITIES  
— *Nuno Alves*
- 7/03 COINCIDENT AND LEADING INDICATORS FOR THE EURO AREA: A FREQUENCY BAND APPROACH  
— *António Rua, Luís C. Nunes*
- 8/03 WHY DO FIRMS USE FIXED-TERM CONTRACTS?  
— *José Varejão, Pedro Portugal*
- 9/03 NONLINEARITIES OVER THE BUSINESS CYCLE: AN APPLICATION OF THE SMOOTH TRANSITION AUTOREGRESSIVE MODEL TO CHARACTERIZE GDP DYNAMICS FOR THE EURO-AREA AND PORTUGAL  
— *Francisco Craveiro Dias*
- 10/03 WAGES AND THE RISK OF DISPLACEMENT  
— *Anabela Carneiro, Pedro Portugal*
- 11/03 SIX WAYS TO LEAVE UNEMPLOYMENT  
— *Pedro Portugal, John T. Addison*

- 12/03** EMPLOYMENT DYNAMICS AND THE STRUCTURE OF LABOR ADJUSTMENT COSTS  
— *José Varejão, Pedro Portugal*
- 13/03** THE MONETARY TRANSMISSION MECHANISM: IS IT RELEVANT FOR POLICY?  
*Bernardino Adão, Isabel Correia, Pedro Teles*
- 14/03** THE IMPACT OF INTEREST-RATE SUBSIDIES ON LONG-TERM HOUSEHOLD DEBT:  
EVIDENCE FROM A LARGE PROGRAM  
— *Nuno C. Martins, Ernesto Villanueva*
- 15/03** THE CAREERS OF TOP MANAGERS AND FIRM OPENNESS: INTERNAL VERSUS EXTERNAL  
LABOUR MARKETS  
— *Francisco Lima, Mário Centeno*
- 16/03** TRACKING GROWTH AND THE BUSINESS CYCLE: A STOCHASTIC COMMON CYCLE MODEL FOR  
THE EURO AREA  
— *João Valle e Azevedo, Siem Jan Koopman, António Rua*
- 17/03** CORRUPTION, CREDIT MARKET IMPERFECTIONS, AND ECONOMIC DEVELOPMENT  
— *António R. Antunes, Tiago V. Cavalcanti*
- 18/03** BARGAINED WAGES, WAGE DRIFT AND THE DESIGN OF THE WAGE SETTING SYSTEM  
— *Ana Rute Cardoso, Pedro Portugal*
- 19/03** UNCERTAINTY AND RISK ANALYSIS OF MACROECONOMIC FORECASTS:  
FAN CHARTS REVISITED  
— *Álvaro Novo, Maximiano Pinheiro*