

A ECONOMIA PORTUGUESA EM 1998

1. INTRODUÇÃO

Em 1998, a economia portuguesa voltou a registar uma forte expansão. De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, divulgadas neste *Boletim Económico* (BE), o Produto Interno Bruto (PIB) terá registado um crescimento real de 4.0 por cento. A actual fase do ciclo económico é caracterizada por um crescimento muito forte da procura interna e por um contributo negativo da procura externa líquida para o crescimento.

A apreciação que o Banco de Portugal faz sobre a evolução da conjuntura económica nacional é, em linhas gerais, coincidente com a análise apresentada no BE do passado mês de Setembro. Contudo, a actual estimativa de crescimento do produto para 1998 corresponde ao limite inferior do intervalo de previsão de 4.0-4.25 por cento então apresentado. Esta alteração resultou, em grande parte, de uma revisão em baixa do crescimento das exportações de mercadorias. Com efeito, o abrandamento da procura dirigida às exportações portuguesas foi mais acentuado do que o previsto em Setembro, determinando um contributo da procura externa líquida mais negativo. O crescimento da procura interna corresponde à previsão de Setembro verificando-se, no entanto, uma alteração ligeira da sua composição. Estima-se agora um crescimento mais forte do consumo privado e um crescimento menor da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF).

Em 1998, a procura interna terá registado um crescimento, em termos reais, de 5.5 por cento, reflectindo um crescimento muito significativo de todas as suas componentes. A redução pronunciada das taxas de juro, resultante da participação de Portugal na União Económica e Monetária, constituiu o principal elemento dinamizador do comportamento da procura interna⁽¹⁾. Em particular, a

redução das restrições de liquidez traduziu-se, no caso das famílias, num crescimento muito forte do consumo e das despesas em habitação e, no caso das empresas, contribuiu também, a par de níveis de confiança relativamente elevados dos empresários, para um crescimento forte do investimento.

A evolução presente da economia portuguesa é caracterizada por um crescimento forte do consumo privado. Em 1998, o consumo privado registou uma variação real superior à do PIB, o que aconteceu pela primeira vez desde a recessão de 1993. O crescimento do consumo privado contribuiu em cerca de 75 por cento para a variação do produto, substituindo a FBCF como principal motor de crescimento da economia, apesar desta ter registado igualmente um aumento acentuado.

A par de um maior contributo da procura interna para o crescimento do produto, acentuou-se em 1998 o contributo negativo da procura externa líquida. As exportações de mercadorias apresentaram uma desaceleração, nomeadamente a partir do segundo semestre de 1998. O abrandamento da procura externa dirigida às exportações portuguesas reflectiu uma desaceleração das importações das economias da União Europeia a par de um menor crescimento económico na área extra-comunitária. O abrandamento da procura externa teve efeitos no comportamento do sector industrial português, o mais exposto aos desenvolvimentos da conjuntura internacional. Verificou-se, no segundo semestre, uma diminuição das encomendas externas, um abrandamento significativo da produção e volume de negócios da indústria

(1) Para uma discussão dos efeitos da redução das taxas de juro ver a caixa "Taxa de juro e inflação", publicada no BE de Junho de 1998.

transformadora e, conseqüentemente, uma redução na confiança dos empresários do sector. Para além do comportamento das exportações, a redução do contributo da procura externa líquida para o crescimento resultou também do aumento significativo das importações, em resultado do já referido dinamismo da procura interna.

2. ENQUADRAMENTO INTERNACIONAL

Nos últimos meses de 1998 assistiu-se a uma estabilização dos mercados financeiros internacionais, após a turbulência desencadeada, em meados de Agosto, pela agudização da situação de crise económica e financeira na Rússia. Os receios de uma desaceleração acentuada do crescimento económico na generalidade dos países industrializados, num contexto em que as perspectivas de inflação se mantinham favoráveis, levou a que diversos bancos centrais optassem por reduzir as suas taxas de juro de referência. Esta alteração das políticas monetárias, combinada com outros desenvolvimentos positivos, nomeadamente no Brasil — uma das economias emergentes fortemente afectada pela crise — onde as autoridades apresentaram um programa de correcção de desequilíbrios económicos e negociaram um pacote de ajuda financeira internacional, ajudou a restabelecer alguma tranquilidade nos mercados financeiros a partir de Outubro. Em termos de actividade, as principais economias revelaram um menor dinamismo, na parte final de 1998, a avaliar pelos indicadores mais recentes. Estes desenvolvimentos encontram-se reflectidos nas previsões divulgadas em Dezembro pelo Fundo Monetário Internacional (FMI). O crescimento mundial previsto para 1999 foi ligeiramente revisto para baixo face às previsões divulgadas em Outubro, de 2.5 para 2.2 por cento, ficando aquém da média histórica de 4 por cento. A revisão para baixo foi relativamente generalizada, tendo sido particularmente acentuada nos casos do Japão, Brasil e Rússia. Apesar da revisão da situação económica global não ser muito significativa, indiciando uma maior estabilização das perspectivas a curto prazo, os riscos envolvidos continuam a ser predominantemente no sentido da baixa.

Nos EUA, os riscos de uma desaceleração brusca da actividade, na sequência da turbulência financeira observada entre Agosto e Outubro, torna-

ram-se mais evidentes, dado o forte dinamismo do consumo privado, a baixa taxa de poupança privada e o peso importante das aplicações bolsistas na riqueza das famílias. Não obstante, a actividade económica continuou a crescer a um ritmo elevado no terceiro trimestre de 1998 (3.5 face a 3.6 por cento no trimestre anterior, em termos homólogos). O crescimento da procura interna manteve-se forte, embora menos acentuado do que no trimestre anterior. No conjunto do ano, o crescimento deverá situar-se em 3.6 por cento, de acordo com as estimativas do FMI (face a 3.9 por cento em 1997) (quadro 1). Numa tentativa de sustentar as perspectivas de crescimento nos EUA, ameaçadas pelo enfraquecimento da situação económica internacional e pelas condições financeiras domésticas mais restritivas, a Reserva Federal procedeu a três reduções da taxa de referência (*Fed Funds*), entre o final de Setembro e meados de Novembro, num total de 0.75 p.p. (de 5.5 para 4.75 por cento).

A situação recessiva no **Japão** manteve-se na parte final de 1998. No terceiro trimestre do ano o PIB registou a quarta quebra consecutiva em termos reais (-3.5 por cento, em taxa homóloga). O contributo positivo da procura externa líquida para o crescimento (em virtude de uma elevada redução das importações) foi anulado pelas fortes quebras do investimento privado e do consumo. A implementação de algumas despesas públicas previstas no pacote orçamental de estímulo à economia, apresentado em Abril de 1998, não foram suficientes para compensar o comportamento do sector privado. Em meados de Novembro, o governo apresentou um novo conjunto de medidas orçamentais com o objectivo de estimular a procura interna — o terceiro orçamento suplementar desde o início do ano fiscal em curso. Para o conjunto do ano de 1998, o FMI estima uma queda real de 2.8 por cento do produto na economia japonesa (quadro 1).

Na **área do euro** (UE-11), o PIB aumentou 2.4 por cento no terceiro trimestre em relação ao período homólogo (que compara com crescimentos de 2.4 e 3.8 por cento no segundo e primeiro trimestres, respectivamente), reflectindo o comportamento favorável do consumo privado e do investimento, uma vez que a procura externa líquida continuou a dar um contributo negativo para o crescimento nas principais economias da área (ver gráfico 1). O menor dinamismo registado pelos

Quadro 1

FMI - ESTIMATIVAS PARA O CRESCIMENTO DO PIB E PARA A INFLAÇÃO

	Taxas de variação, em percentagem					
	Crescimento real do PIB			Inflação		
	1997	1998 ^E		1997	1998 ^E	
		Dez 98	Revisão face a Out98 (p.p.)		Dez 98	Revisão face a Out98 (p.p.)
Economia mundial	4.2	2.2	0.2			
Economias em transição	1.9	-0.8	-0.6	28.0	21.0	-8.5
Rússia	0.7	-5.7	0.3	15.0	26.0	-22.0
Países em desenvolvimento	5.7	2.8	0.5	9.2	10.2	-0.1
Brasil	3.2	0.5	-1.0	7.9	3.9	-1.1
ASEAN-4	3.7	-10.6	-0.2			
Economias avançadas	3.2	2.0	0.0	2.1	1.6	-0.1
UE - 15	2.7	2.8	-0.1	1.9	1.5	-0.2
Reino Unido	3.5	2.6	0.3	2.8	2.6	-0.2
UE - 11	2.5	2.8	-0.2	1.7	1.3	-0.1
Alemanha	2.2	2.7	0.1	1.8	1.0	0.0
França	2.3	3.0	-0.1	1.2	0.7	-0.4
Itália	1.5	1.3	-0.8	1.7	1.7	-0.1
Espanha	3.5	3.8	0.0	2.0	1.9	-0.2
Portugal	4.0	4.2	0.0	2.2	2.7	0.0
Países Baixos	3.6	3.8	0.0	2.2	1.8	-0.2
Bélgica	3.0	2.9	0.2	1.6	1.0	-0.4
Áustria	2.5	2.9	0.1	1.3	1.1	0.0
Finlândia	6.0	4.9	-0.2	1.2	1.5	-0.1
Irlanda	9.8	9.1	0.5	1.5	2.8	0.0
Luxemburgo	4.8	4.1	0.0	1.4	1.6	0.4
EUA	3.9	3.6	0.1	2.3	1.6	0.0
Japão	1.4	-2.8	-0.3	1.7	0.4	0.0

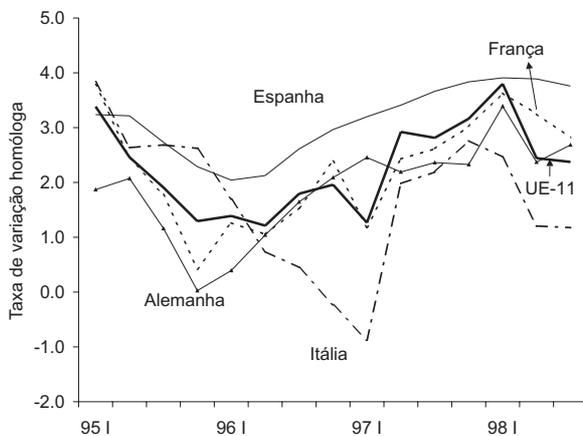
Nota: ASEAN-4: inclui Indonésia, Tailândia, Filipinas e Malásia.

mercados de exportação da área, em 1998, reflectiu-se numa nova redução do crescimento das exportações nas principais economias, durante o terceiro trimestre, que foi acompanhada, no entanto, por uma acentuada desaceleração das importações. Os indicadores disponíveis para os últimos meses do ano apontam para um enfraquecimento da actividade neste período. A inflação na UE-11 continuou a apresentar uma moderação até ao final de 1998 — em Novembro a variação média do índice de preços no consumidor harmonizado situava-se em 1.2 por cento face a 1.6 por cento no final de 1997. A redução dos preços internacionais de matérias-primas, em particular do petróleo,

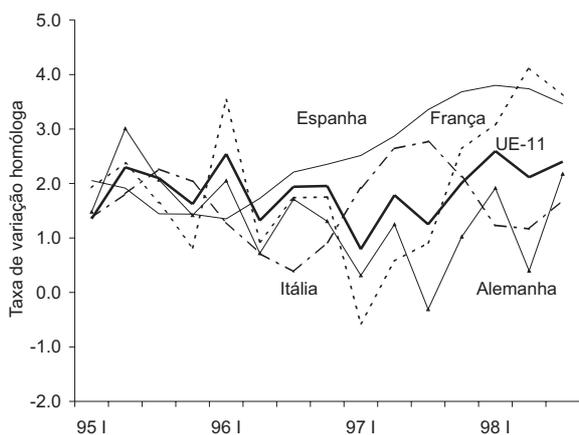
contribuiu, em parte, para este resultado, tendo-se reflectido em quedas acentuadas dos preços na produção e dos preços de importação nestes países. A percepção existente quanto à evolução da situação económica e financeira no conjunto da área, partilhada pelas autoridades monetárias dos países integrantes, conduziu a uma descida concertada das taxas de intervenção, para 3 por cento, no início de Dezembro (a taxa de referência italiana foi reduzida, nesta data, para 3.5 por cento e só no final do mês para o nível dos restantes países). Foi com este nível da principal taxa de juro oficial que se iniciou a terceira fase da União Monetária, a 1 de Janeiro de 1999.

Gráfico 1
COMPOSIÇÃO DO CRESCIMENTO NAS PRINCIPAIS ECONOMIAS DA ÁREA DO EURO

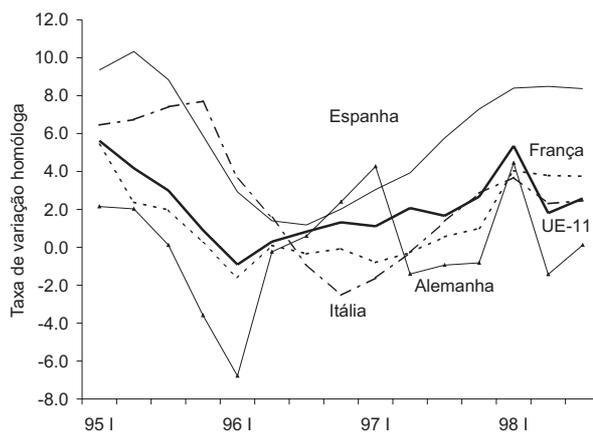
Produto interno bruto



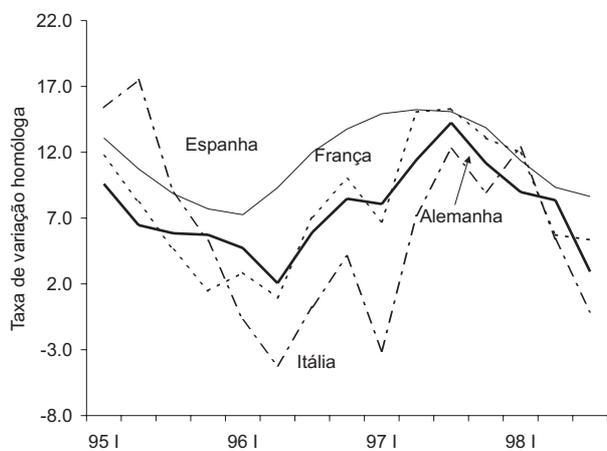
Consumo privado



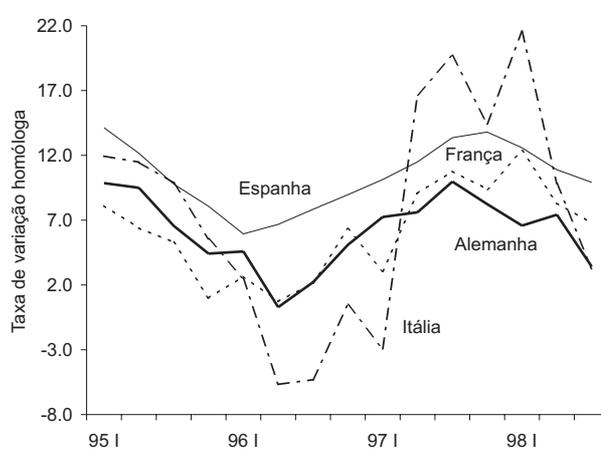
Formação bruta de capital fixo



Exportações de bens e serviços



Importações de bens e serviços



Fonte: Datastream.

3. PROCURA

De acordo com as actuais estimativas do Banco de Portugal, a economia portuguesa terá registado, em 1998, um crescimento do PIB de 4.0 por cento (quadro 2)⁽²⁾. O crescimento do produto resultou de um comportamento muito dinâmico da procura interna, que se encontra em aceleração desde 1994, e de um contributo negativo da procura externa líquida.

A actual estimativa do crescimento económico em 1998 corresponde ao limite inferior do intervalo de previsão de 4.0-4.25 por cento apresentado no *BE* de Setembro (quadro 2). A revisão do crescimento económico estimado para 1998 reflecte um maior contributo negativo da procura externa líquida, em resultado de um abrandamento mais forte do que o antecipado da exportação de mercadorias. O crescimento da procura interna corresponde ao previsto em Setembro verificando-se, no entanto, uma alteração da sua composição. Estima-se agora um crescimento mais forte do consumo privado e um menor crescimento da FBCF.

Em 1998, o **consumo privado** dos residentes terá registado um crescimento, em termos reais, de 4.5 por cento. Vários factores contribuíram para este crescimento significativo que, pela primeira vez após a recessão de 1993, se situou acima da variação real do produto. Refira-se, em particular, a redução das taxas de juro, o crescimento do rendimento disponível e os elevados níveis de confiança. A trajectória de descida das taxas de juro, particularmente pronunciada em 1998, teve um impacto expressivo nas despesas das famílias em consumo e em investimento, tendo-se verificado um crescimento muito acentuado do crédito bancário a particulares, tanto para habitação como para outros fins (quadro 3). O crescimento do rendimento disponível foi suportado pelo aumento do emprego, em particular no que se refere ao emprego por conta de outrem, e pela continuação do aumento dos salários reais. Finalmente, a evolução recente do mercado de trabalho, traduzida em expectativas de ganhos de salários reais e de perspectivas favoráveis de obtenção de emprego, aliada a níveis historicamente baixos das taxas de juro nominais,

Quadro 2

ESTIMATIVAS DE CRESCIMENTO EM 1998
Taxas de variação real, em percentagem

	BE Setembro	BE Dezembro
Consumo privado	4.0-4.5	4.5
Consumo público	3.25-3.5	3.5
FBCF	9.5-10.5	9.4
Procura interna	5.25-5.75	5.5
Exportações	10.25-11.25	9.9
Importações	13.0-14.0	12.9
PIB	4.0-4.25	4.0

contribuiu para que se registassem, em 1998, níveis elevados de confiança dos consumidores.

O crescimento agora estimado para o consumo privado encontra-se no limite superior do intervalo de previsão de 4.0-4.5 por cento divulgado no *BE* de Setembro (quadro 2). Esta revisão foi determinada por um crescimento mais forte deste agregado no segundo semestre do que o então previsto. Existe um conjunto amplo de indicadores que, como já referido nos *Indicadores de Conjuntura* de Novembro, sugere que o consumo privado registou um crescimento superior no segundo semestre, em relação ao verificado na primeira metade do ano. O indicador coincidente do consumo privado (gráfico 2), que constitui uma síntese da informação de natureza qualitativa existente sobre este agregado da despesa, apresentou uma aceleração forte do segundo para o terceiro trimestre⁽³⁾. De acordo com o Inquérito Mensal de Conjuntura ao Comércio, o nível médio dos saldos de respostas extremas (s.r.e.) referente ao volume de vendas e à actividade no mês situou-se, no segundo semestre, acima dos níveis verificados no primeiro semestre (gráfico 3). Tal verifica-se tanto no comércio a retalho de bens duradouros como no de não duradouros. Também ocorreu face ao período homólogo, embora de uma forma mais atenuada,

(2) Esta previsão reflecte a informação disponível até 18 de Janeiro de 1999, estando naturalmente sujeita a revisão no próximo *BE* de Março de 1999.

(3) O cálculo da variação deste indicador no quarto trimestre necessita de séries a divulgar pelo Instituto Nacional de Estatística no "Inquérito Mensal de Conjuntura ao Comércio" de Janeiro de 1999.

Quadro 3
INDICADORES DA PROCURA

		96	97	98 ^(a)	último mês	1997		1998		1997				1998			
						1ºS	2ºS	1ºS	2ºS	1ºT	2ºT	3ºT	4ºT	1ºT	2ºT	3ºT	4ºT
Consumo privado																	
Índice de volume de negócios no comércio a retalho	tvh	6.3	5.1	11.1	Set	4.5	5.6	12.0		4.5	4.5	4.9	6.3	11.1	12.8	9.6	
Vendas de automóveis ligeiros de passageiros e todo-o-terreno - novos.	tvh	9.1	-0.8	18.1	Dez	-2.7	1.5	13.6	23.0	-3.3	-2.1	-1.3	4.0	5.4	21.7	23.6	22.5
Matrículas de automóveis ligeiros de passageiros.	tvh	17.4	7.3	13.2	Dez	7.6	6.9	8.7	18.1	6.4	8.7	7.4	6.4	6.3	11.0	11.7	24.5
Crédito bancário a particulares para outros fins (excluindo habitação)	tvh	24.6	27.0	29.0	Set					24.4	24.0	20.5	27.0	29.0	26.9	29.0	
Investimento																	
Vendas de cimento	tvh	6.6	11.9	4.4	Nov	19.5	5.3	4.6		22.6	16.8	9.4	0.9	10.0	-0.2	0.2	
Obras adjudicadas.	tvh	31.3	26.1	-22.2	Ago	67.1	-4.9	-26.4		73.4	61.6	-10.7	1.1	-15.7	-36.4		
Crédito bancário a particulares para habitação	tvh	26.4	26.6	32.9	Set					26.2	26.2	27.3	26.6	28.2	30.7	32.9	
Crédito bancário a empresas para investimento	tvh	14.8	23.1	11.1	Set					22.3	23.7	32.3	23.1	23.3	25.3	11.1	
IPI de bens de equipamento, excluindo material de transporte ^(b)	tvh	7.5	5.0	7.6	Set	6.0	4.0	8.6		6.9	5.1	6.7	2.0	10.1	7.3	5.0	
Importações de bens de equipamento, excluindo material de transporte ^(c)	tva	12.2	14.5	16.4	Set												
Exportações de bens de equipamento, excluindo material de transporte ^(c)	tva	2.6	16.1	18.3	Set												
Vendas de veículos comerciais ligeiros	tvh	27.1	20.9	12.3	Dez	27.0	15.6	8.8	15.7	28.3	25.6	19.6	12.8	14.6	2.8	6.8	22.6
Vendas de veículos comerciais pesados	tvh	4.4	32.0	10.6	Dez	28.3	35.4	18.2	4.1	14.7	41.0	44.5	28.8	26.6	11.8	7.1	1.6
Comércio Externo ^(c)																	
Exportações totais	tva	8.4	10.3	10.5	Set												
Exportações de bens de consumo	tva	6.2	8.9	7.4	Set												
Exportações de bens de equipamento	tva	33.7	10.5	18.4	Set												
Exportações de bens intermédios	tva	-2.1	12.4	10.7	Set												
Exportações de combustíveis.	tva	-23.5	8.9	-25.6	Set												
Importações totais	tva	7.9	11.6	14.0	Set												
Importações de bens de consumo.	tva	8.7	10.8	18.9	Set												
Importações de bens de equipamento	tva	14.9	10.3	18.8	Set												
Importações de bens intermédios.	tva	3.0	12.7	13.4	Set												
Importações de combustíveis	tva	1.2	15.5	-18.0	Set												

Fonte: INE, Direcção-Geral de Viação, ACAP, Cimpor, Secil e ANEOP.

tvh = taxa de variação homóloga.

tva = taxa de variação acumulada.

(a) valores acumulados até ao último mês disponível.

(b) As taxas de variação do índice de produção industrial são calculadas com base em versões comparáveis dos índices.

(c) As taxas de variação das exportações e importações resultam da comparação de valores preliminares do ano corrente com valores igualmente preliminares para o período homólogo. A excepção é 1996, onde se usaram as versões definitivas.

Gráfico 2
INDICADOR COINCIDENTE
DO CONSUMO PRIVADO

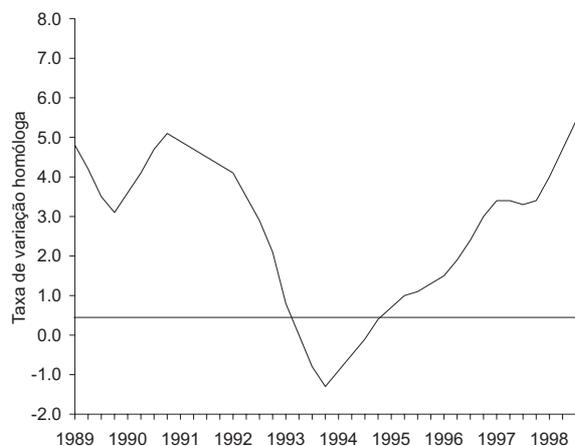
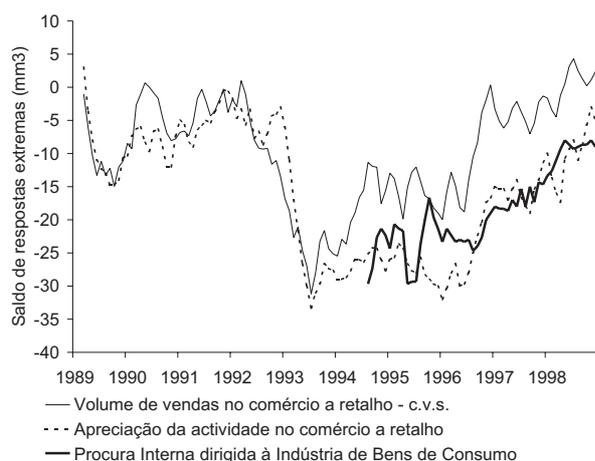


Gráfico 3
INDICADORES QUALITATIVOS
DO CONSUMO PRIVADO



Fonte: INE, "Inquérito Mensal de Conjuntura ao Comércio" e "Inquérito Mensal de Conjuntura à Indústria Transformadora".

uma melhoria da opinião dos industriais de bens de consumo relativamente ao nível da procura interna que lhes é dirigida (gráfico 3).

O aumento do consumo privado foi suportado, numa parte considerável, pelo recurso às importações. As importações nominais de bens de consumo alimentar e não alimentar registaram aumentos homólogos de 20.7 e de 18.0 por cento, respectivamente, no período de Janeiro a Setembro (quadro 3). Para além de constituir um indicador claro do crescimento forte do consumo privado, este au-

mento das importações nominais de bens de consumo alimentar reflecte igualmente a ocorrência de um mau ano agrícola e a evolução dos preços de importação deste tipo de bens⁽⁴⁾.

Verificou-se em 1998 um crescimento significativo da despesa das famílias em bens duradouros. Refira-se, em particular, que a venda de veículos ligeiros de passageiros (incluindo veículos todo-o-terreno) apresentou um crescimento de 18.1 por cento, com um padrão intra-anual muito marcado (quadro 3). Indicadores diversos ilustram também um comportamento muito dinâmico da despesa das famílias em mobiliário e em equipamento da habitação.

De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, a **Formação Bruta de Capital Fixo** registou, em 1998, um crescimento de 9.4 por cento. O forte ritmo de crescimento da FBCF resulta de um comportamento dinâmico por diferentes tipos de bens (máquinas, material de transporte e construção) e dos diferentes sectores institucionais (famílias, empresas e Sector Público Administrativo).

No conjunto de 1998, o **investimento em máquinas** manteve um dinamismo acentuado. Diversos factores contribuíram para dinamizar este tipo de investimento. A queda das taxas de juro, num contexto de concorrência e inovação no sector financeiro, constituiu seguramente um factor importante, ao fazer diminuir a incidência das restrições de liquidez. Em 1998, a taxa de utilização da capacidade produtiva na indústria atingiu, em termos médios, os níveis mais elevados desde a recessão de 1993⁽⁵⁾. A confiança dos empresários continuou a registar aumentos até meados do ano, tendo as suas expectativas em relação à evolução da procura global melhorado até ao segundo trimestre de 1998. Finalmente, continuou a verificar-se, à semelhança dos últimos anos, uma redução dos preços de bens de equipamento em escudos⁽⁶⁾.

(4) De acordo com estimativas da Direcção-Geral das Relações Económicas Internacionais, os preços de importação de bens de consumo alimentar registaram um crescimento de 7.7 por cento no primeiro semestre do ano.

(5) o momento em que este texto foi redigido ainda não tinha sido divulgada pelo Instituto Nacional de Estatística a taxa de utilização da capacidade produtiva para o quarto trimestre de 1998.

(6) De acordo com estimativas da Direcção-Geral das Relações Económicas Internacionais, os preços de importação de bens de equipamento (excluindo material de transporte) registaram um decréscimo de 2.0 por cento no primeiro semestre do ano.



A actual estimativa da taxa de crescimento da FBCF situa-se cerca de meio ponto percentual abaixo do ponto médio do intervalo previsto no BE de Setembro (quadro 2). A evolução do investimento em máquinas no segundo semestre, menos forte do que o previsto em Setembro, justifica esta revisão numa parte considerável. Alguns indicadores divulgados para o segundo semestre ilustram esta desaceleração. Os s.r.e. referentes à avaliação da procura interna pelos industriais de bens de equipamento (excluindo material de transporte) situaram-se, no segundo semestre, a níveis inferiores aos registados quer no primeiro semestre quer no semestre homólogo (gráfico 4). Da mesma forma, os s.r.e. referentes à apreciação das encomendas a fornecedores e da previsão de actividade dos grossistas de máquinas e material para agricultura, indústria e comércio registaram também, em termos médios, valores inferiores no segundo semestre. O abrandamento do investimento em máquinas deverá estar associado à deterioração das perspectivas de evolução da procura externa e à redução da confiança dos empresários da indústria transformadora.

O investimento em material de transporte continuou a manter, em 1998, um forte dinamismo. As vendas de comerciais ligeiros registaram um crescimento de 12.3 por cento, enquanto que as vendas de comerciais pesados apresentaram um crescimento de 10.6 por cento (quadro 3).



O investimento em construção desacelerou face a 1997, tal como esperado. No segundo semestre, as vendas de cimento aumentaram 4.7 por cento face ao período homólogo (4.6 por cento na primeira metade do ano). A evolução face a 1997 foi determinada, em larga medida, pelo subsector de obras públicas, onde se verificou uma forte redução da carteira de encomendas, na sequência da quebra no valor das obras públicas adjudicadas face aos níveis extremamente elevados observados no ano anterior (gráfico 5 e quadro 3). Pelo contrário, a carteira de encomendas na construção de habitação continuou a apresentar níveis superiores aos verificados, em média, em 1997. Este segmento continuou a ser beneficiado pela redução das taxas de juro, num contexto de concorrência bancária, e pela melhoria da situação económica das famílias. Refira-se que o recurso dos particulares ao crédito bancário para aquisição de habitação, já bastante elevado na primeira metade do ano, voltou a acentuar-se no terceiro trimestre (quadro 3).

De acordo com as previsões do Banco de Portugal, as exportações de bens e serviços registaram um crescimento, em termos reais, de 9.9 por cento em 1998 (quadro 2). O crescimento das exportações de serviços foi superior ao das exportações de mercadorias, o que se ficou a dever, em parte, ao aumento da actividade turística associada à realização da EXPO-98.



A evolução da economia portuguesa foi marcada por uma desaceleração das exportações de mercadorias, no segundo semestre de 1998 (gráfico 6). Conforme referido no BE de Setembro, a apreciação da procura externa dos empresários da indústria transformadora, informação de natureza qualitativa que tem um avanço de cerca de um trimestre em relação à divulgação de dados quantitativos pelo Instituto Nacional de Estatística, dava já indicações claras de desaceleração no terceiro trimestre. No entanto, os resultados entretanto divulgados para o período de Julho a Setembro apresentaram uma desaceleração mais acentuada do que a então prevista pelo Banco de Portugal, reflectindo quer a evolução das exportações intra-comunitárias quer das exportações extra-comunitárias. A disponibilização desta informação conduziu a uma revisão do crescimento real das exportações, que se situa agora cerca de 1p.p. abaixo do limite inferior do intervalo previsto no BE de Setembro.

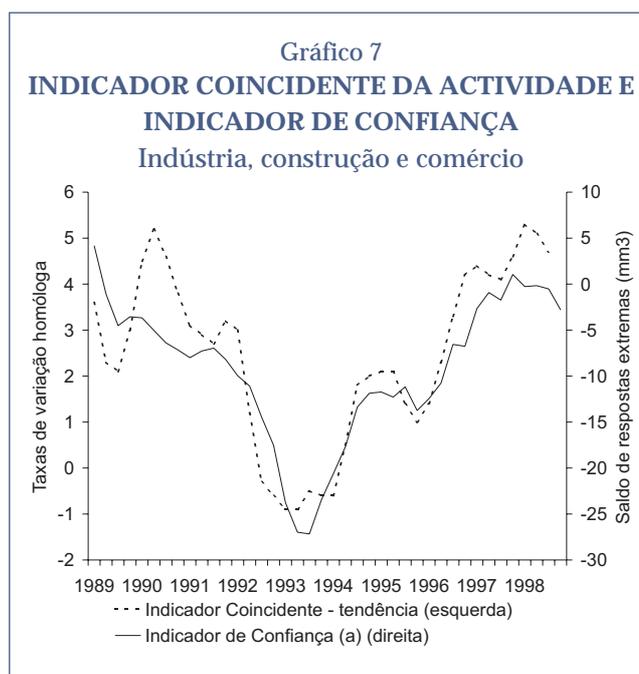
A desaceleração das exportações de mercadorias no segundo semestre foi determinada, numa parte considerável, pelo comportamento das economias da área do Euro. Com efeito verificou-se, no terceiro trimestre do ano, uma desaceleração acentuada das importações das maiores economias da UE-11⁽⁷⁾. A avaliação qualitativa dos empresários sobre a carteira de encomendas externas mostra redução até Dezembro, o que aponta para uma

continuação do abrandamento do crescimento das exportações, em termos reais. A diminuição dos s.r.e. resultou, numa parte considerável, das perspectivas menos favoráveis para as exportações de bens intermédios, reflectindo a evolução da produção industrial nos nossos principais parceiros comerciais.

As importações de bens e serviços registaram, em 1998, um crescimento em volume de 12.9 por cento. Esta estimativa situa-se cerca de meio ponto percentual abaixo do previsto em Setembro, o que reflecte o menor crescimento da procura global (quadro 2). O crescimento nominal das importações de mercadorias manteve-se, no entanto, em níveis significativos (13.9 por cento nos primeiros nove meses do ano). Neste período, verificou-se um crescimento forte na generalidade das classes de bens. O crescimento das importações de bens de consumo resultou, como já referido, da aceleração do consumo privado de bens, do mau ano agrícola e da evolução do preços em escudos das importações de bens alimentares. O aumento das despesas das famílias e das empresas em material de transporte reflectiram-se nas compras ao exterior deste tipo de bens. O dinamismo do investimento empresarial em outro tipo de bens de equipamento determinou igualmente um crescimento acentuado das importações destes bens (quadro 3).

De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, em 1998 verificou-se um ganho de termos de troca. No primeiro semestre, de acordo com informação divulgada pela Direcção-Geral das Relações Económicas Internacionais, os preços das importações de mercadorias, expressos em escudos, registaram um decréscimo de 0.3 por cento no primeiro semestre de 1998, em termos homólogos, enquanto os preços das exportações registaram um aumento de 2.0 por cento. O ganho de termos de troca resultou, numa parte considerável, da redução nos preços dos combustíveis (a variação do deflator das importações excluindo combustíveis foi de 1.5 por cento na primeira metade do ano). Para o segundo semestre do ano prevê-se uma relativa estabilidade dos preços das exportações e

(7) A taxa de crescimento real de importações de bens e serviços no terceiro trimestre foi de 3.4 por cento na Alemanha (7.5 por cento no segundo trimestre), 6.6 por cento em França (8.4 por cento no segundo trimestre), 9.9 por cento em Espanha (10.9 por cento no segundo trimestre) e 3.3 por cento em Itália (9.8 por cento no segundo trimestre).



uma queda mais acentuada do que a do primeiro semestre no preço das importações.

4. OFERTA

O indicador coincidente do Banco de Portugal, que resume a evolução da actividade na indústria, construção e comércio, manteve um crescimento elevado no terceiro trimestre de 1998. Este crescimento foi ligeiramente inferior ao registado na primeira metade do ano, o que aparece igualmente reflectido no indicador de confiança do conjunto destes sectores (gráfico 7). Refira-se, contudo, que o impacto positivo da realização da EXPO-98 sobre a actividade económica — nomeadamente, sobre a actividade de outros serviços — poderá não ter sido integralmente repercutido na evolução do indicador coincidente.

Os indicadores disponíveis sugerem que os serviços continuaram a ser o sector de actividade mais dinâmico na segunda metade de 1998, registando mesmo uma aceleração neste período. Em contraste, o valor acrescentado bruto (VAB) na indústria apresentou uma desaceleração acentuada face à primeira metade do ano. A actividade na construção manteve, ao longo de 1998, um ritmo de crescimento próximo do registado no segundo semestre de 1997.

O sector dos **serviços** continuou a apresentar um forte crescimento no segundo semestre do ano, superior ao verificado na primeira metade. O co-

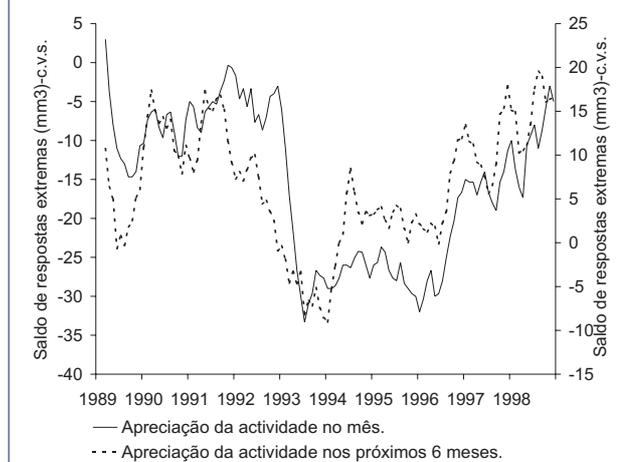


Nota:

(a) Utilizou-se a metodologia da Comissão Europeia, sobre séries dessazonalizadas (Tramo-Seats).

Fonte: Banco de Portugal e INE, "Inquérito Mensal de Conjuntura ao Comércio".

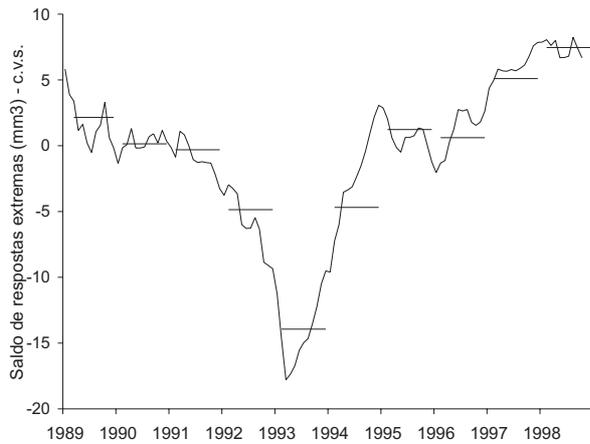
APRECIÇÃO DA ACTIVIDADE ACTUAL E FUTURA COMÉRCIO A RETALHO



Fonte: INE, "Inquérito Mensal de Conjuntura ao Comércio".

mércio — o maior subsector dos serviços — voltou a registar uma aceleração neste período, o que é ilustrado pelo aumento dos níveis médios de confiança quer no comércio por grosso, quer no comércio a retalho (gráficos 8 e 9). Os retalhistas, em particular, revelaram-se bastante optimistas relativamente à actividade actual e futura (gráfico 8), o que é indiciador do forte crescimento do consumo privado. A realização da EXPO-98 contribuiu para que se verificasse igualmente uma aceleração na

Gráfico 9
INDICADOR DE CONFIANÇA
NO COMÉRCIO POR GROSSO^(a)

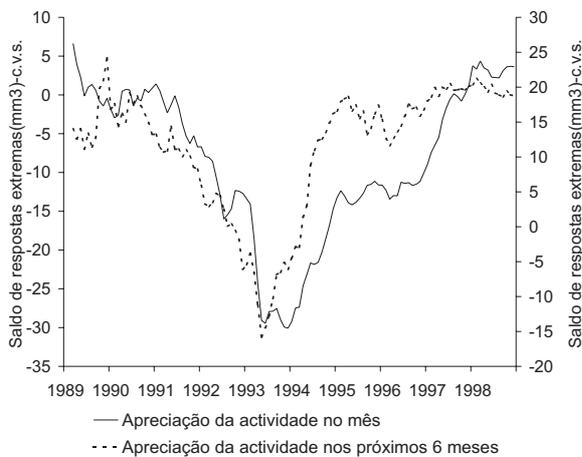


Nota:

(a) Utilizou-se a metodologia da Comissão Europeia, sobre séries dessazonalizadas (*Tramo-Seats*).

Fonte: Banco de Portugal.

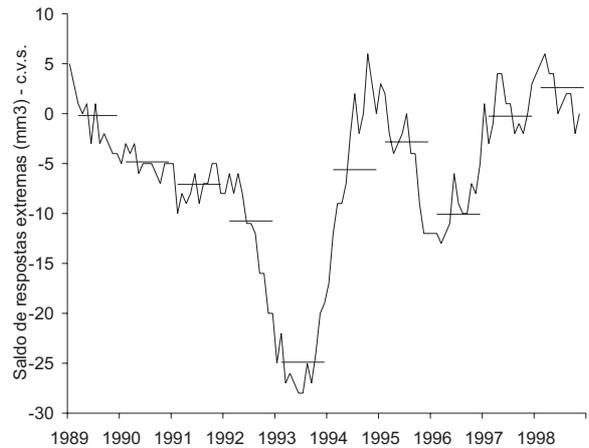
APRECIÇÃO DA ACTIVIDADE ACTUAL E
FUTURA
COMÉRCIO POR GROSSO



Fonte: INE, "Inquérito Mensal de Conjuntura ao Comércio"

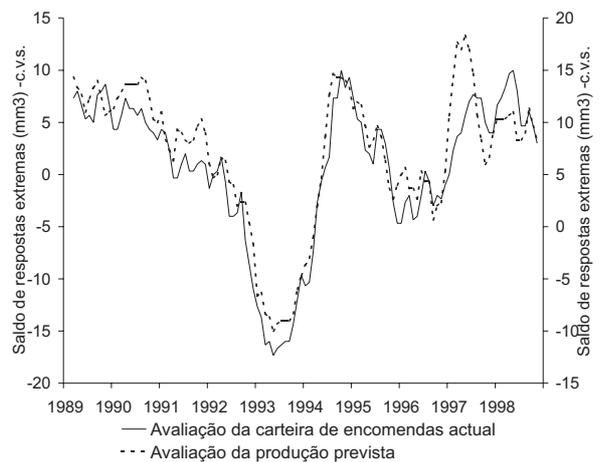
actividade do sector de restaurantes e hotéis e no sector de transportes em 1998, mais notória na segunda metade do ano. As dormidas na hotelaria aumentaram 7.6 por cento até Agosto, o que compara com um crescimento médio de 4.6 por cento em 1997. O VAB dos serviços de comunicações apresentou igualmente um maior crescimento na segunda metade do ano, em resultado de uma maior procura na sequência de reduções de preços em alguns serviços de telecomunicações.

Gráfico 10
INDICADOR DE CONFIANÇA NA INDÚSTRIA



Fonte: Comissão Europeia.

APRECIÇÃO DA ACTIVIDADE ACTUAL E
FUTURA
INDÚSTRIA



Fonte: Comissão Europeia.

A informação disponível aponta para um menor dinamismo da **produção industrial** na segunda metade do ano. Neste período, a confiança dos industriais diminuiu, registando-se uma apreciação mais negativa quer da actividade corrente, quer das expectativas de produção futura (gráfico 10). Os empresários acusam uma redução da carteira de encomendas externa, reflexo da desaceleração do sector industrial a nível internacional e em particular na Europa — onde se concentram os nossos principais mercados exportadores. Refira-se, no entanto, que a avaliação dos industriais relativamente à procura interna também se revelou menos positiva nos últimos meses de 1998,

Quadro 4
INDICADORES DA OFERTA

		1996	1997	1998 ^(a)	Último mês	1997		1997				1998			
						1ºS	2ºS	1ºS	1ºT	2ºT	3ºT	4ºT	1ºT	2ºT	3ºT
Indústria															
Índices de produção industrial ^(b)															
Indústria transformadora	tvh	1.6	4.4	2.6	Out	4.4	4.4	4.3	3.8	5.1	5.2	3.6	6.2	2.4	-0.1
Indústria de bens de consumo	tvh	1.7	0.8	-0.3	Out	1.5	0.0	0.7	1.1	1.8	1.1	-1.0	2.5	-1.2	-1.9
Indústria de bens de investimento	tvh	10.1	5.1	9.9	Out	5.0	5.2	10.8	5.9	4.1	3.4	6.6	11.6	10.0	8.8
Indústria de bens intermédios	tvh	0.0	6.7	3.2	Out	6.3	7.2	5.3	5.2	7.4	8.5	6.0	7.5	3.2	-0.5
Índices de volume de negócios															
Indústria transformadora	tvh	6.1	5.9	6.8	Out	4.0	7.7	9.3	1.2	6.7	7.2	8.2	12.0	6.9	5.2
Indústria de bens de consumo	tvh	6.0	2.8	7.4	Out	1.0	4.5	9.3	-1.5	3.6	3.9	5.2	11.5	7.3	6.6
Indústria de bens de investimento	tvh	27.3	8.1	14.8	Out	1.3	15.1	17.2	-2.3	4.6	9.1	20.3	19.4	15.3	15.8
Indústria de bens intermédios	tvh	1.4	6.6	4.4	Out	6.7	6.5	6.8	3.2	10.2	6.6	6.5	9.7	4.1	2.3
Taxa de utilização da capacidade produtiva															
Indústria transformadora	%	79	81	82	3ºT	80	81	82	80	80	82	81	83	81	81
Indústria de bens de consumo	%	78	79	79	3ºT	78	79	79	77	79	81	78	80	78	80
Indústria de bens de investimento, excl.fabricação de automóveis	%	83	84	88	3ºT	83	86	87	84	82	86	85	85	90	89
Indústria de bens intermédios	%	81	81	83	3ºT	80	82	83	80	81	83	82	84	83	82
Construção															
Taxa de utilização da capacidade produtiva ^(c)	%	71	79	79	3ºT	80	79	81	77	82	81	77	82	79	77

Fonte: INE.

tvh= taxa de variação homóloga.

tva= taxa de variação acumulada.

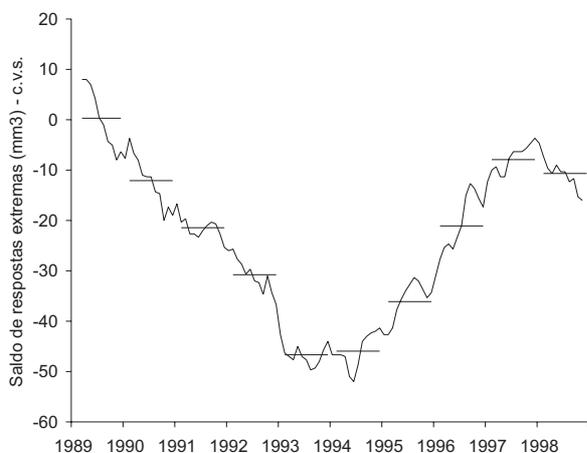
Nota:

(a) valores acumulados até ao último mês disponível.

(b) As taxas de variação do índice de produção industrial são calculadas a partir da comparação dos índices publicados em Outubro de 1998 com os valores correspondentes publicados em Outubro de 1997.

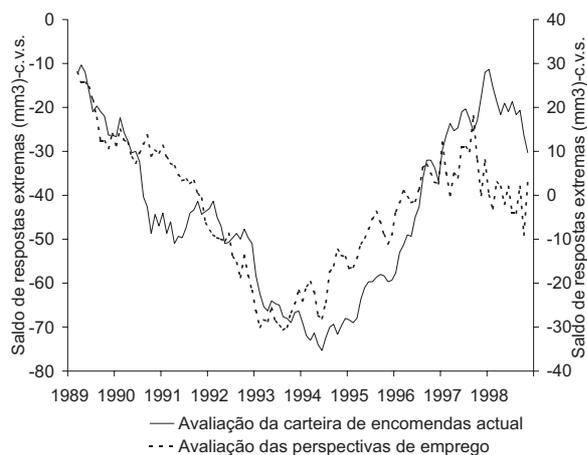
(c) Nova série a partir de 1997.

Gráfico 11
INDICADOR DE CONFIANÇA
NA CONSTRUÇÃO



Fonte: Comissão Europeia.

APRECIACÃO DA ACTIVIDADE ACTUAL E
FUTURA
CONSTRUÇÃO



Fonte: Comissão Europeia.

nomeadamente nas indústrias de bens intermédios e de bens de investimento.

De acordo com o Índice de Produção Industrial, a produção da indústria transformadora registou uma variação homóloga de 0.1 por cento no período de Julho a Outubro de 1998 (4.3 por cento na primeira metade do ano). O Índice de Volume de Negócios na Indústria Transformadora apresenta igualmente uma desaceleração neste período (variação de 3.2 por cento, que compara com 9.3 por cento nos primeiros seis meses do ano) (quadro 4). A taxa de utilização da capacidade produtiva na indústria transformadora fornece igualmente algu-

ma evidência de uma desaceleração da actividade no sector, tendo-se situado já a níveis inferiores ao do período homólogo no terceiro trimestre (quadro 4).

No sector da **construção**, como já referido, o VAB desacelerou face a 1997. A confiança no sector reduziu-se ao longo do ano (gráfico 11), evolução determinada, em larga medida, pelo subsector de obras públicas. No terceiro trimestre, a taxa de utilização da capacidade produtiva do sector voltou a reduzir-se (quadro 4).

5. MERCADO DE TRABALHO

De acordo com o novo Inquérito ao Emprego do INE, a taxa de desemprego no Continente ficou-se em 4.7 por cento no terceiro trimestre de 1998, o que compara com 5.9 e 4.6 por cento no primeiro e segundo trimestre, respectivamente. A utilização de coeficientes de correcção sazonal obtidos dos apuramentos do Inquérito anterior conduziria a taxas de 5.7, 4.7 e 4.9 por cento para o primeiro, segundo e terceiro trimestres de 1998, respectivamente⁽⁸⁾. Estes valores da taxa de desemprego não são comparáveis com os anteriores a 1998, dadas as alterações metodológicas do novo inquérito⁽⁹⁾. De qualquer modo, a sua evolução aponta para a manutenção, em 1998, da tendência de redução da taxa de desemprego.

Os resultados do novo inquérito confirmam igualmente que se continuaram a verificar ganhos de emprego em 1998. De acordo com a informação contida no inquérito sobre a situação um ano antes dos indivíduos inquiridos, é apurada uma variação para o emprego total de 2.3 por cento no terceiro trimestre de 1998 (2.5 por cento na primeira metade de 1998). A maior contribuição para o crescimento do emprego total em 1998 terá sido dada pelo sector de serviços. O aumento do emprego terá sido particularmente acentuado no comércio, nos hotéis e restaurantes e também nos transportes e comunicações. Esta evolução reflecte a aceleração da actividade nestes subsectores que pode ser associada, em parte, à realização da EXPO-98. Verificou-se igualmente criação de emprego no sector

(8) Dado o reduzido período de cobertura do novo inquérito não é possível detectar se se verificaram, ou não, alterações significativas em relação ao padrão de sazonalidade da anterior série.

(9) Veja-se o *Boletim Económico* de Setembro de 1998.

público administrativo. O emprego na construção também aumentou em 1998, enquanto se terão voltado a registar quebras de emprego na indústria.

A informação dos Centros de Emprego corrobora a redução do número de desempregados e mostra um aumento das ofertas de emprego e colocações em 1998. No final de Novembro, o número de desempregados registados nos Centros de Emprego era inferior em 8.1 por cento ao observado um ano antes. Por outro lado, as ofertas de emprego e as colocações situaram-se acima das registadas nos meses homólogos do ano anterior (respectivamente, 13.2 e 8.5 por cento, em termos médios, no período de Janeiro a Novembro).

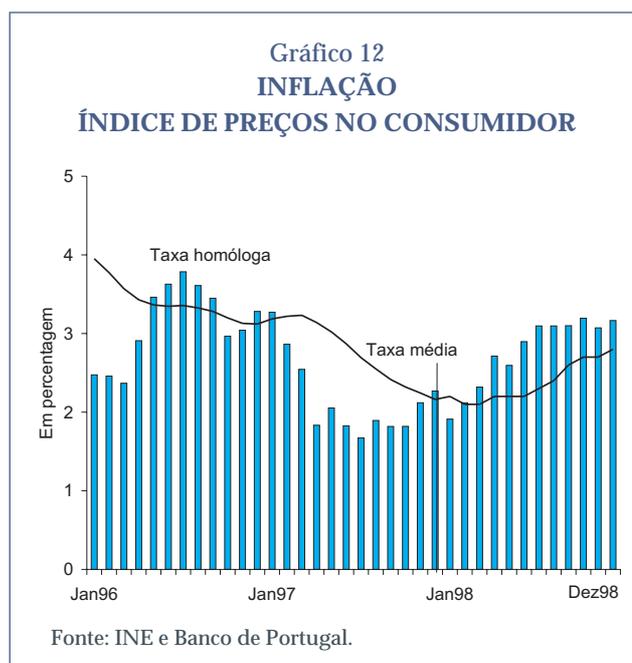
A variação dos salários implícita na contratação colectiva para o sector privado foi, em 1998, de 3.1 por cento (3.5 por cento para o ano de 1997). Foram 1348.7 milhares os trabalhadores abrangidos nestes contratos, um número superior ao verificado no final de 1997 (1225.8 milhares). Em termos médios sectoriais, a variação salarial implícita nos contratos já negociados foi semelhante na indústria, nos serviços e na construção.

6. INFLAÇÃO

A evolução dos preços em Portugal, em 1998, foi caracterizada por um aumento da inflação e, simultaneamente, por um aumento do diferencial da inflação em relação aos onze países que, desde 1 de Janeiro de 1999, integram a área do euro.

A **inflação**, medida pela variação média anual do IPCH, situou-se em 2.2 por cento em Dezembro, o que representa um aumento de 0.3 p.p. em relação ao final do ano anterior⁽¹⁰⁾. Considerando variações homólogas, o crescimento dos preços si-

(10) Conforme referido em anteriores publicações do Banco de Portugal (ver por exemplo "Alteração do Índice de Preços no Consumidor", publicada no *Relatório do Conselho de Administração - Gerência de 1997*, Banco de Portugal, 1998 e "Inflação - evolução recente e perspectivas", publicado no *Boletim Económico* do Banco de Portugal, Volume 4, Número 3, Setembro de 1998), o método utilizado na "colagem" da nova série do IPCH, a partir de Janeiro de 1998, com a série anterior conduziu a uma sub-estimação da inflação medida pela taxa de variação homóloga do IPCH nos meses em que se verifica uma maior incidência de saldos e promoções. Da mesma forma, a variação média anual em Dezembro do IPCH subestima também a variação anual de preços.



tuou-se em 2.8 por cento em Dezembro⁽¹¹⁾, o que compara com 2.1 por cento em Dezembro de 1997.

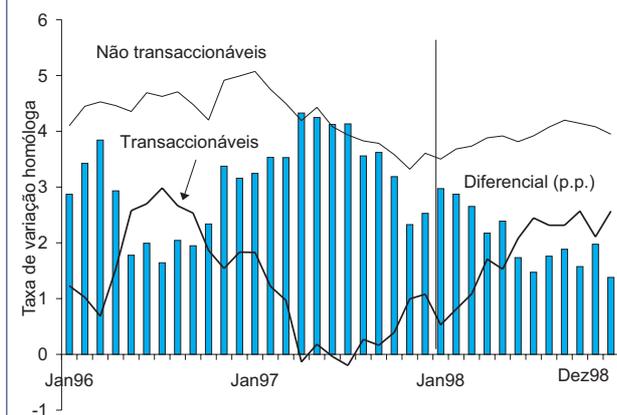
A subida de inflação em Portugal ocorreu num contexto de redução da inflação na área euro⁽¹²⁾. Assim, o diferencial entre a inflação em Portugal e a inflação média na área do euro, medida pela variação média anual do IPCH, passou de 0.3 p.p. em Dezembro de 1997 para 0.9 p.p. em Novembro de 1998. Em termos de variação homóloga, o aumento do diferencial foi ainda mais significativo, passando de 0.6 p.p. no final de 1997 para 1.7 p.p. em Novembro de 1998.

O aumento da inflação em Portugal é ilustrado pela evolução de outras medidas de inflação. A taxa de variação homóloga do IPC situou-se, em Dezembro de 1998, em 3.2 por cento, 0.9 p.p. acima do verificado no final de 1997 (gráfico 12). Por tipos de bens, refira-se que a taxa de variação homóloga dos transaccionáveis aumentou, no mesmo período, 1.5 p.p. (de 1.1 para 2.6 por cento), enquanto que para os não transaccionáveis se verificou um aumento de 0.3 p.p. (de 3.6 para 3.9 por cento) (gráfico 13).

(11) Dado que Dezembro não é um mês de grande incidência de saldos e promoções, a variação homóloga do IPCH não tenderá a subestimar a inflação pelo efeito referido na nota pé-de-página anterior.

(12) Entre Dezembro de 1997 e Novembro de 1998, a taxa de variação média anual do IPCH apenas aumentou na Finlândia (de 1.2 para 1.4 por cento), na Irlanda (de 1.2 para 2.1 por cento), na Itália (de 1.9 para 2.0 por cento) e em Portugal.

Gráfico 13
INDICADORES DE INFLAÇÃO



Fonte: INE e Banco de Portugal.

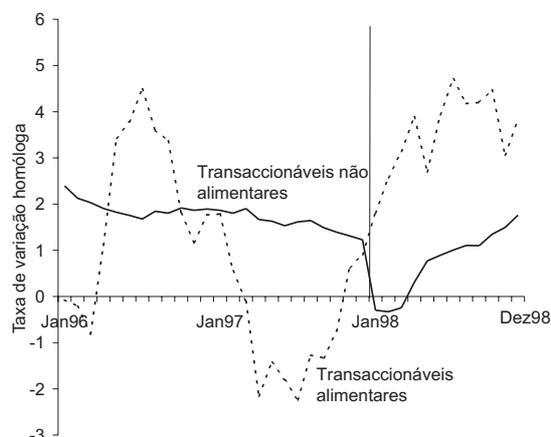
Este comportamento dos preços em Portugal é explicado por dois factores principais: o comportamento anómalo de alguns preços e a evolução cambial do escudo em 1997 e no início de 1998.

Em 1998, um conjunto significativo de bens e serviços do IPC registou variações anormalmente elevadas. Refira-se, em particular, o aumento das propinas no início do ano, o crescimento significativo dos preços de alguns produtos alimentares⁽¹³⁾ e a aceleração dos preços dos serviços de alojamento, em resultado de uma pressão temporária da procura. O gráfico 14 apresenta o comportamento volátil dos preços dos transaccionáveis alimentares, tanto em 1997 como em 1998. Uma forma adicional de ilustrar o impacto destes comportamentos anómalos de preços na evolução do IPC consiste na análise das medidas de **tendência de inflação** habitualmente usadas pelo Banco de Portugal⁽¹⁴⁾, que apresentaram em 1998 um aumento inferior ao apresentado pelo IPC⁽¹⁵⁾ (gráfico 15). O indicador “média aparada a 10 por cento” apresentou, em Dezembro, uma variação homóloga de 2.5 por cento, que compara com 2.3 por cento em Dezembro de 1997⁽¹⁶⁾. Por seu lado, a variação homóloga do indicador “componente principal” em

(13) É o caso, por exemplo, das rubricas do IPC peixe seco (em salmoura), legumes frescos e frigorificados, vinho e frutas frescas e frigorificadas.

(14) Sobre a metodologia de cálculo das medidas de tendência de inflação habitualmente utilizadas pelo Banco de Portugal, veja-se Coimbra, C. e Neves, P.D. (1997), “Indicadores de Tendência de Inflação”, *Boletim Económico* do Banco de Portugal, Volume 3, Número 1, Março de 1997.

Gráfico 14
PREÇOS DOS BENS TRANSACCIONÁVEIS



Fonte: INE e Banco de Portugal.

Dezembro de 1998, 2.7 por cento, era igual à variação homóloga registada em Dezembro de 1997.

A subida acentuada no preço de alguns produtos alimentares que ocorreu em Portugal não se verificou nas restantes economias da UE-11⁽¹⁷⁾. Este factor contribuiu, desta forma, para o aumento do **diferencial de inflação** entre Portugal e a área do euro.

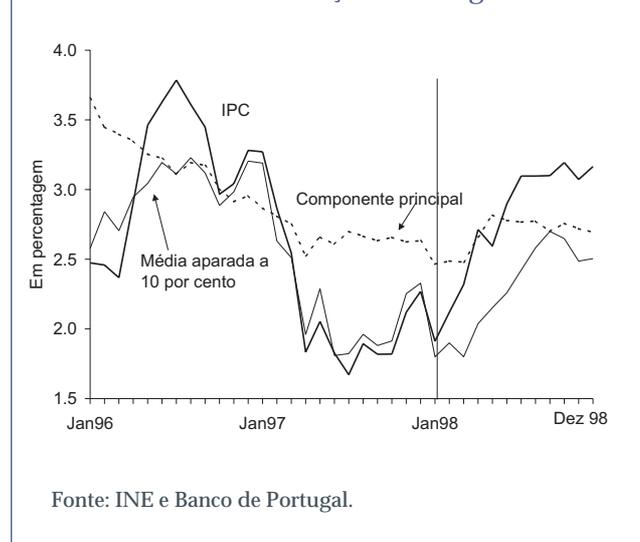
A depreciação do escudo durante 1997 e no início de 1998 contribuiu também para um aumento da inflação. Em termos de média anual, em 1998 a taxa de câmbio efectiva depreciou 1.2 por cento. Em 1997, o escudo tinha já registado uma depreciação efectiva de 1.9 por cento. Este comportamento do escudo esteve associado, por um lado, à apreciação do dólar e da libra esterlina nos mercados financeiros internacionais e, por outro, à aproximação do escudo às paridades centrais face às

(15) Em 1997 tinha acontecido o contrário, verificando-se uma predominância de situações em que os indicadores de tendência registavam variações homólogas superiores às do IPC. Conforme referido em anteriores publicações do Banco de Portugal (por exemplo, “Inflação - Evolução recente e perspectivas”, *Boletim Económico* do Banco de Portugal, Volume 4, Número 1, Março de 1998), os preços dos bens alimentares tiveram um comportamento muito favorável durante o ano de 1997.

(16) A “média aparada a 10 por cento” elimina, para cada mês, os 10 por cento de variações homólogas mais elevadas e os 10 por cento de variações homólogas mais baixas. Uma forma de ilustrar a maior incidência de variações anómalas de preços acima da média consiste no facto de que, ao longo de 1998, o coeficiente de assimetria da distribuição seccional das variações homólogas do IPC foi sistematicamente positivo.

(17) Com a excepção da Irlanda.

Gráfico 15
MEDIDAS DE TENDÊNCIA
 Taxas de variação homóloga



restantes moedas participantes no mecanismo cambial do Sistema Monetário Europeu. Com efeito, a taxa de câmbio efectiva do escudo em relação às restantes moedas participantes no mecanismo cambial do Sistema Monetário Europeu registou uma depreciação de 1.2 por cento (após uma apreciação de 0.6 por cento em 1997). Esta evolução cambial constitui um dos factores explicativos do aumento do diferencial de inflação em relação à área do euro (1.1 p.p. entre Dezembro de 1997 e Novembro de 1998, em termos de variação homóloga do IPCH), em particular dada uma maior rapidez da transmissão dessa evolução aos preços internos, no contexto de uma aceleração da procura interna. Estes desenvolvimentos tiveram lugar num contexto em que a eficácia da política monetária-cambial para fazer face às condições específicas da economia portuguesa, em particular no que se refere ao comportamento dos preços, se reduziu de uma forma muito significativa.

O contributo dos dois factores referidos — comportamento anómalo de alguns preços e depreciação efectiva do escudo — para o aumento da inflação, mais do que compensou a existência de condições internacionais favoráveis à redução da inflação. As reduções de preços da generalidade dos preços internacionais (petróleo, matérias-primas industriais e matérias primas alimentares), geralmente expressos em dólares, e a ausência de

pressões inflacionistas na área do euro, responsável por uma percentagem muito significativa das importações portuguesas de bens, proporcionou condições relativamente favoráveis ao comportamento dos preços em Portugal em 1998.

Como referido anteriormente, verificou-se um aumento do diferencial da inflação em Portugal e no resto da área do euro. Para além da existência de alguns factores que determinaram a subida da inflação em Portugal, existe uma explicação adicional para o aumento deste diferencial. Com efeito, verificou-se na generalidade das economias da área do euro uma redução significativa nos preços de produtos energéticos, na sequência da evolução do preço do petróleo nos mercados internacionais, o que não aconteceu em Portugal.

O aumento da inflação em 1998 resultou, essencialmente, do comportamento dos preços dos transaccionáveis. Contudo, não se registou em 1998, ao contrário do que vinha acontecendo nos últimos anos, um contributo do comportamento dos preços dos não transaccionáveis para a redução da inflação. Refira-se adicionalmente que o crescimento dos preços dos serviços em Portugal, se bem que semelhante ao verificado em Espanha e na Irlanda, por exemplo, se situa significativamente acima do verificado para a generalidade das economias da área do euro.

Na União Económica e Monetária, a política monetária está orientada para a manutenção da estabilidade de preços na área do euro, não podendo, por isso, responder às condições económicas específicas de cada um dos países. Neste contexto, o comportamento dos salários e a condução da política orçamental (ver caixa *O Programa de Estabilidade e Crescimento 1999-2002*, apresentada no final deste artigo) reforçam o seu peso na determinação das condições económicas em cada um dos países da área. O início da União Económica e Monetária criou condições propícias a um aumento de concorrência, tanto no mercado interno como no mercado externo. A manutenção da competitividade das empresas portuguesas requer moderação nos crescimentos salariais, de forma a que a variação dos custos unitários de trabalho seja próxima da verificada nos restantes países da área do euro.

Acabado de redigir com informação disponível até 18 de Janeiro de 1999.

Caixa: O PROGRAMA DE ESTABILIDADE E CRESCIMENTO — 1999- 2002

Dando cumprimento ao estabelecido no Regulamento do Conselho (CE) nº 1466/97, o Governo Português apresentou recentemente ao Conselho da UE e à Comissão Europeia o Programa de Estabilidade e Crescimento para o período 1999-2002, para apreciação pelo Comité Económico e Financeiro e pelo Conselho Ecofin.

Os principais objectivos orçamentais do Programa de Estabilidade estão sintetizados no quadro 1. O aspecto crucial do Programa é a continuação do processo de consolidação orçamental, prevendo-se que o défice global do SPA diminua, em percentagem do PIB, de 2.3 por cento em 1998, para 0.8 por cento, em 2002. Do mesmo modo, o rácio da dívida pública deverá diminuir continuamente ao longo do período abrangido pelo Programa de Estabilidade, prevenindo-se que se situe em 53.2 por cento do PIB, em 2002.

O saldo primário deverá aumentar 0.8 pontos percentuais (p.p.) do PIB, entre 1999 e 2002, graças ao crescimento das receitas correntes e à redução do défice de capital, em percentagem do PIB. As despesas correntes primárias, também em percentagem do PIB, deverão aumentar 0.5 p.p. de 1999 a 2001, diminuindo depois 0.1 p.p. do PIB, em 2002. As despesas em juros, em percentagem do PIB, diminuirão 0.4 p.p. no período em referência.

O Programa de Estabilidade assenta num cenário macroeconómico que admite um crescimento real do PIB a uma taxa média de 3.3 por cento, no período 1999-2002. As estimativas do Banco de Portugal para a taxa de crescimento do produto potencial são semelhantes às taxas de crescimento do cenário central do Programa de Estabilidade. Assim, um crescimento real do PIB de 3.3 por cento conduziria a uma estimativa do hiato do produto aproximadamente nulo, em 2002.

De acordo com a análise de sensibilidade do défice relativamente ao PIB, apresentada no Programa, uma taxa de crescimento real superior, em média, à do cenário de referência em 0.5 p.p. (em termos acumulados 2.1 p.p., em 2002) implicaria uma redução do défice, em 2002, de 0.5 p.p. do PIB. O efeito de uma taxa de crescimento real inferior à do cenário de referência seria simétrico. No mesmo quadro macroeconómico, a aplicação, “ceteris paribus”, de uma elasticidade do défice relativamente ao PIB de 0.5 (valor correntemente admitido pela Comissão Europeia para Portugal) deveria implicar uma redução/aumento do défice de 1 p.p. do PIB, no final do período. O Programa de Estabilidade parece ter, assim, implícito um comportamento não totalmente neutro da política orçamental. Deste modo, admitindo a elasticidade de 0.5 atrás referida e considerando as estimativas do Banco de Portugal relativas ao hiato do produto, no cenário mais pessimista, com políticas orçamentais neutras, o défice deveria situar-se em cerca de 1.8 por cento do PIB. No caso de uma recessão significativa, i.e., com o hiato do produto de -4.0 por cento, em 2002, com as mesmas hipóteses, o défice orçamental atingiria 2.8 por cento do PIB.

A partir da notificação de final de Fevereiro de 2000, o Procedimento dos Défices Excessivos passará a basear-se em dados compilados de acordo com o SEC-95. O Programa de Estabilidade baseou-se em dados estimados de acordo com o SEC-79. Dado que a passagem do SEC-79 para o SEC-95 terá vários efeitos quer no défice quer no PIB, será necessário reavaliar à luz do SEC-95, logo que possível, os objectivos do Programa recentemente apresentado.

Quadro 1

PROGRAMA DE ESTABILIDADE E CONVERGÊNCIA
Principais objectivos orçamentais

	1999		2000		2001		2002	
	Valor	% do PIB						
Receitas correntes	8 456.6	41.7	8 981.0	41.9	9 523.9	42.1	10 097.9	42.2
Despesas correntes	8 075.3	39.8	8 547.6	39.9	9 041.1	40.0	9,517.5	39.8
Saldo corrente	381.3	1.9	433.4	2.0	482.8	2.1	580.4	2.4
Receitas de capital	584.4	2.9	581.1	2.7	627.2	2.8	701.0	2.9
Despesas de capital	1 372.3	6.8	1 337.6	6.2	1 373.3	6.1	1 472.6	6.2
Saldo de capital	-787.9	-3.9	-756.4	-3.5	-746.1	-3.3	-771.6	-3.2
Saldo global	-406.6	-2.0	-323.0	-1.5	-263.3	-1.2	-191.2	-0.8
Juros da dívida	687.4	3.4	708.1	3.3	704.0	3.1	717.7	3.0
Saldo primário	280.7	1.4	385.0	1.8	440.7	1.9	526.5	2.2
Dívida pública	11 527.9	56.8	11 956.5	55.8	12 363.7	54.7	12 709.7	53.2

AGREGADOS MONETÁRIOS E DE CRÉDITO

1. INTRODUÇÃO

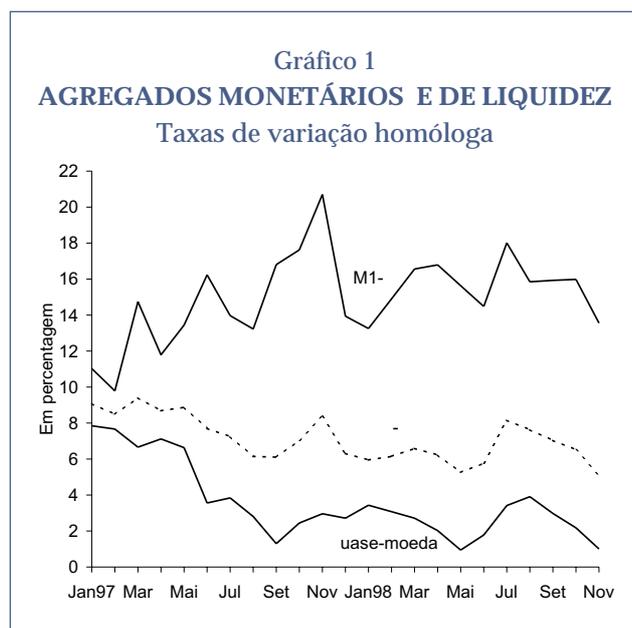
A evolução dos agregados monetários e de crédito ao longo de 1998 foi condicionada pela continuada e significativa redução das taxas de juro, pelo dinamismo da actividade económica e pela continuação da acentuada diminuição do crédito (líquido) ao sector público. A turbulência nos mercados financeiros internacionais, que ocorreu durante o segundo semestre do ano, terá induzido algum ajustamento na carteira de títulos dos residentes não bancários, no sentido de uma menor aplicação em títulos externos.

No contexto do processo de convergência das taxas de juro portuguesas para níveis próximos dos esperados para o início da União Monetária (UM), o Banco de Portugal procedeu a sucessivas reduções nas suas taxas de intervenção. Estas transmitiram-se às taxas de juro activas e passivas, influenciando o custo do crédito e o custo de oportunidade de detenção de moeda, o que influenciou a evolução dos agregados monetários e de crédito.

A velocidade de circulação da moeda em sentido estrito continuou a reduzir-se, sendo o crédito a empresas e a particulares a principal contrapartida da expansão da liquidez na economia.

2. AGREGADOS MONETÁRIOS

Entre Junho e Novembro de 1998, o agregado de liquidez L^- (activos líquidos na posse do sector residente não financeiro) registou taxas de variação⁽¹⁾ compreendidas entre 5.1 e 8.2 por cento (gráfico 1), observando-se a taxa mais reduzida em Novembro. O valor máximo verificou-se em Julho, coincidindo com o nível mais elevado da taxa de crescimento do agregado $M1^-$ que ocorreu por ocasião da privatização da EDP. Este aspecto tor-



na-se mais visível através da análise da evolução trimestral em cadeia anualizada do agregado L^- (gráfico 2), que aumentou de forma claramente mais acentuada em Julho (13.5 por cento). Em Novembro, a variação foi de somente 5.4 por cento.

O agregado $M1^-$ (constituído por circulação monetária e depósitos à ordem) manteve elevadas taxas de crescimento, fixando-se em 13.6 por cento no mês de Novembro (valor que compara com 14.5 por cento em Junho). A velocidade rendimento de circulação deste agregado prosseguiu assim a sua trajectória descendente (gráfico 3). Por sua vez, a taxa de variação da quase-moeda manteve-se em níveis reduzidos, fixando-se em Novembro em 1.0 por cento. Subjacente à evolução da quase-moeda estará a redução da sua remunera-

(1) Salvo indicação em contrário, as taxas de variação referidas no texto correspondem à variação percentual em relação ao período homólogo do ano anterior.

Gráfico 2

AGREGADOS DE LIQUIDEZ L⁻

Taxa de variação trimestral em cadeia anualizada calculada sobre valores c.v.s.

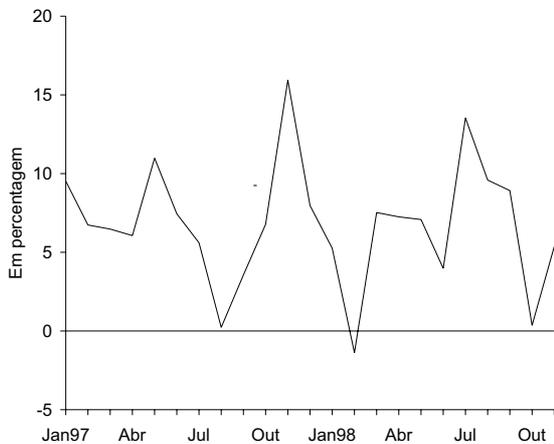
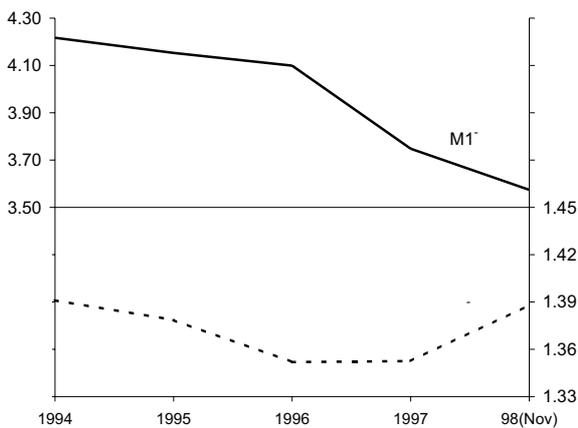


Gráfico 3

VELOCIDADE RENDIMENTO DA MOEDA

Rácio entre PIB nominal e agregado monetário



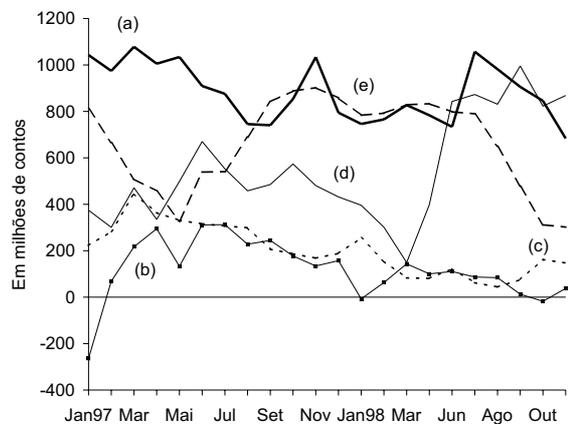
ção relativamente à de aplicações alternativas no mercado de capitais (em especial, acções). Como o gráfico 4 ilustra, as aplicações de residentes não bancários em “outros títulos internos” aumentaram acentuadamente, assistindo-se em paralelo a menores aplicações em títulos externos, como reflexo da instabilidade nos mercados financeiros internacionais, e em títulos de dívida pública internos.

A progressiva redução das taxas de juro oficiais do Banco de Portugal transmitiu-se às taxas praticadas pela banca comercial nas suas operações passivas (gráfico 5). A taxa de juro praticada nas

Gráfico 4

AGREGADOS FINANCEIROS

Fluxos anuais*



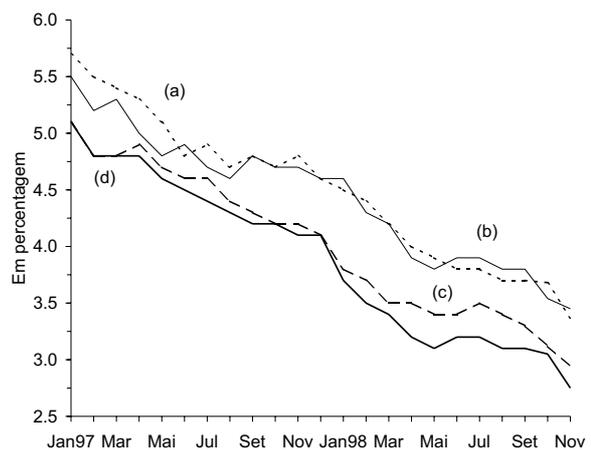
Notas:

- (a) L⁻
- (b) Aplicações de outros intermediários financeiros, auxiliares financeiros, companhias de seguros e fundos de pensões em bancos e bilhetes do Tesouro.
- (c) Aplicações do sector não bancário em títulos de dívida pública.
- (d) Aplicações do sector não bancário em outros títulos internos.
- (e) Aplicações do sector não bancário em títulos externos.

* Calculados com base em saldos em fim de mês.

Gráfico 5

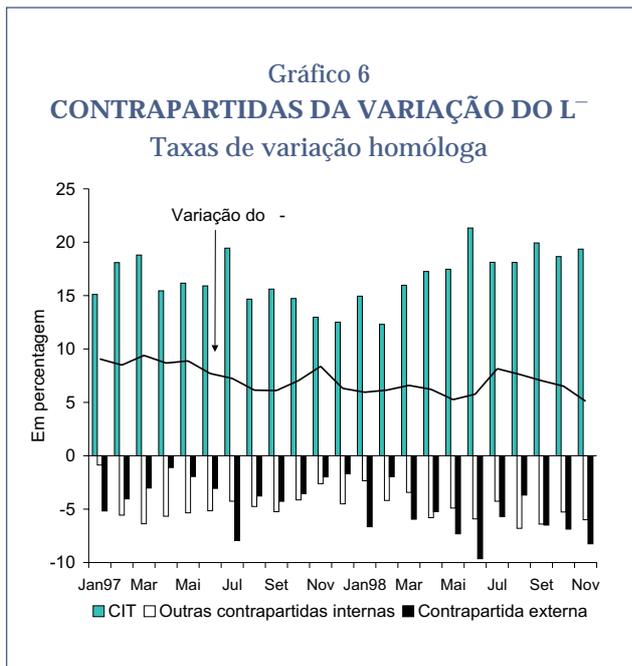
TAXAS DE JURO DOS DEPÓSITOS A PRAZO



Notas:

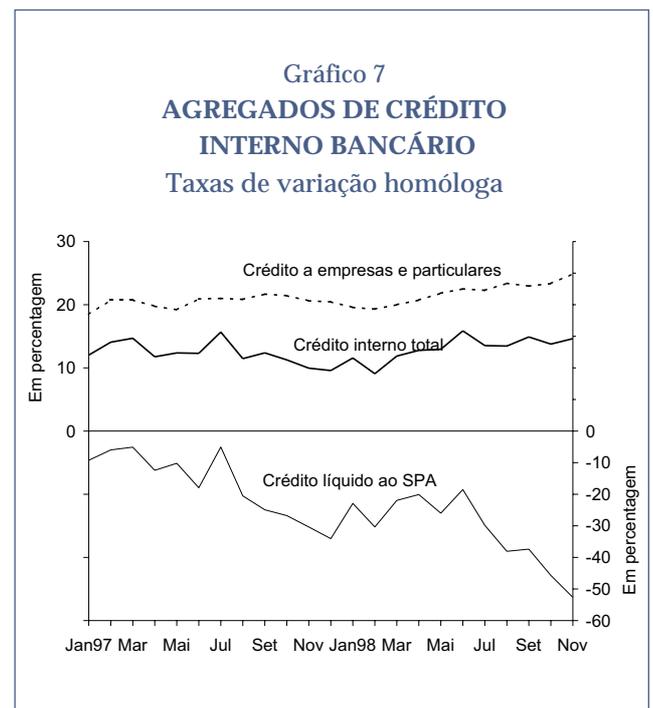
- (a) 31 a 90 dias.
- (b) 91 a 180 dias.
- (c) 181 dias a 1 ano.
- (d) Superior a 1 ano.

operações por prazo mais curto (31 a 90 dias) diminuiu de 4.6 por cento em Dezembro de 1997



para 3.8 por cento em Junho e para 3.4 por cento em Novembro (rendimento próximo do proporcionado às instituições de crédito no final desse mês pelas suas aplicações em Títulos de Regularização Monetária (TRM), títulos utilizados pelo Banco de Portugal nas suas operações de absorção de liquidez por prazos mais curtos). De Janeiro a Novembro, a taxa de juro para prazos superiores a um ano diminuiu 1.4 pontos percentuais, fixando-se em 2.8 por cento. No final do mês de Novembro, a curva de rendimentos das taxas de juro dos depósitos a prazo mantinha uma inclinação negativa. Em simultâneo com a redução das taxas de juro dos depósitos, assistiu-se também à redução das taxas de rendibilidade dos títulos de dívida pública (a taxa de rendibilidade média das Obrigações do Tesouro a 10 anos reduziu-se cerca de 1.2 pontos percentuais entre o final de 1997 e Novembro de 1998, fixando-se em 4.4 por cento).

O aumento da liquidez interna ficou a dever-se exclusivamente ao acentuado aumento do crédito interno total (gráfico 6), cujo contributo para a expansão do agregado L⁻ foi em Novembro de 19.4 pontos percentuais. A contrapartida externa actuou no sentido da redução da liquidez (-8.3 pontos percentuais em Novembro), assim como a variação das outras contrapartidas internas (contributo de -6.0 pontos percentuais em Novembro), facto associado ao aumento dos recursos próprios e equiparados das instituições monetárias.



3. AGREGADOS DE CRÉDITO

Em Novembro de 1998, o crédito interno total (CIT) cresceu 14.6 por cento (valor que compara com 15.9 por cento no final do primeiro semestre de 1998, e com 9.6 por cento no final de 1997), sendo visível um aumento tendencial da taxa ao longo de 1998 (gráfico 7).

O crédito bancário líquido ao Sector Público Administrativo (SPA) continuou a evidenciar taxas de variação negativas, tendência que se reforçou no início do segundo semestre do ano, até se atingir um valor mínimo de -52.6 por cento em Novembro. A principal condicionante da evolução do crédito bancário ao SPA continuou a residir no recurso, por parte do sector público, a fontes de financiamento alternativas.

Por sua vez, o crédito bancário a empresas e particulares continuou a aumentar de forma significativa. A taxa de variação deste agregado ficou-se em Novembro em 24.9 por cento, valor máximo nos anos mais recentes.

3.1 Crédito líquido ao Sector Público Administrativo

De Janeiro a Novembro de 1998, o financiamento líquido total ao SPA diminuiu 110.9 milhões de contos (redução de 9.1 milhões de contos no período homólogo de 1997, quadro 1). Esta diferente

Quadro 1

CRÉDITO LÍQUIDO AO SECTOR PÚBLICO ADMINISTRATIVO

Milhões de contos

	1997			1998	
	Ano	1º Semestre	Jan-Nov	1º Semestre	Jan-Nov
Crédito líquido interno	-894.6	-379.8	-841.2	108.5	-1032.1
Bancário	-934.2	-509.6	-793.7	154.8	-914.9
Banco de Portugal	6.7	-40.7	31.9	188.8	-215.8
Bancos	-940.9	-469.0	-825.6	-34.0	-699.1
Do qual:					
Bilhetes do Tesouro em carteira	-177.9	-88.7	-202.0	-0.2	-501.7
Outras aplicações em títulos da dívida pública ..	-684.7	-225.0	-565.5	-115.7	-12.2
BT na posse do público	-149.0	21.0	-138.6	-88.6	-166.5
Outros títulos na posse do público	188.6	108.8	91.1	42.3	49.3
Dos quais:					
Certificados de Aforro (líquidos)	4.9	9.6	7.8	-69.2	-80.2
Crédito líquido externo	444.6	219.8	438.3	219.7	362.5
Cedências/ aquisições de títulos de dívida interna a não residentes (líquidos)	416.3	145.9	360.5	-35.8	517.0
Disponibilidades líquidas s/o exterior do Tesouro	-9.6	-11.0	11.4	1.0	12.3
Ajustamento-bilhetes do Tesouro	22.4	11.5	22.1	14.0	29.4
Crédito líquido total	-21.0	-13.6	-9.1	307.3	-110.9

evolução reflecte em parte a menor receita de alienação de partes sociais de empresas durante os primeiros onze meses de 1998 (cerca de 371.6 milhões de contos) face ao verificado em 1997 (cerca de 728 milhões de contos).

De Janeiro a Novembro de 1998, assistiu-se a uma redução de 1032.1 milhões de contos no crédito líquido interno ao SPA (841.2 milhões de contos em igual período de 1997), facto essencialmente explicado pela evolução do crédito bancário (que diminuiu 914.9 milhões de contos). O *stock* de dívida pública na posse do público diminuiu 117.2 milhões de contos, o que resultou de uma redução de 166.5 milhões de contos na componente de bilhetes do Tesouro, e de um acréscimo de 49.3 milhões de contos na relativa a outros títulos.

A partir de Maio, o Instituto de Gestão do Crédito Público (IGCP) iniciou as colocações de dívida a taxa fixa por prazos mais longos — obrigações a 15 anos, tanto em moeda nacional como em moedas da futura área do euro (nomeadamente em marcos). A partir de Junho só se efectuaram colocações para os prazos de cinco e quinze anos. As colocações para os restantes prazos foram interrompidas em Março (títulos para prazo de três anos) e Junho de 98 (prazo de dez anos), já depois de, desde Setembro de 1997, não se ter efectuado qualquer colocação de Obrigações do Tesouro de

Rendimento Variável (OTRV), para o prazo de sete anos.

A alteração da política de financiamento do SPA verificou-se também ao nível do segmento curto da dívida pública, ao qual o recurso pelo IGCP (em termos de montante de financiamento) foi menor, tendo suspenso em Maio os leilões deste títulos para o prazo de 91 dias. Desta forma, em paralelo com uma redução do *stock* de bilhetes do Tesouro na posse do público, assistiu-se também a uma diminuição das aplicações do sector bancário neste títulos (de 501.7 milhões de contos, entre Dezembro de 1997 e Novembro de 1998).

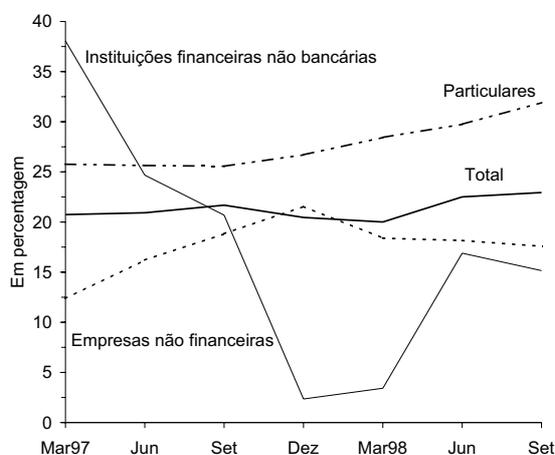
O crédito externo (líquido de reembolsos) aumentou 362.5 milhões de contos (o que compara com o acréscimo de 438.3 milhões de contos entre Janeiro e Novembro de 1997). Verificou-se também um aumento da tomada de títulos de dívida pública emitida no mercado interno por parte de não residentes (que nos primeiros onze meses de 1998 ascendeu a 517.0 milhões de contos, face a 360.5 milhões de contos no período homólogo de 1997).

3.2 Crédito a empresas e particulares

Conforme referido, o crédito interno a empresas e particulares continuou a crescer a ritmo ele-

Gráfico 8
CRÉDITO INTERNO BANCÁRIO A EMPRESAS
E PARTICULARES

Taxas de variação homóloga^(a)

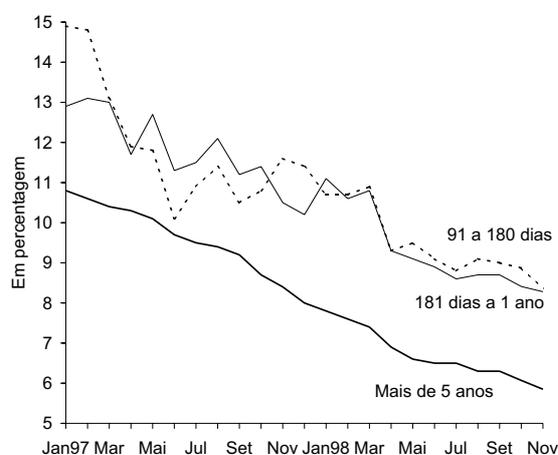


Nota:

(a) Calculadas com base em saldos em fim de trimestre.

Gráfico 9
TAXAS DE JURO DO CRÉDITO BANCÁRIO
A PARTICULARES

Empréstimo e outros créditos

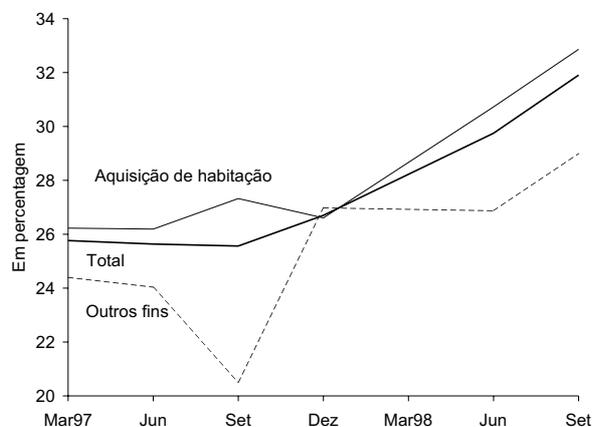


vado (gráfico 8). O crescimento mais acentuado verificou-se no crédito a particulares (crescimento de 31.9 por cento em Setembro). Este facto reflecte a acentuada descida das taxas de juro activas, bem como perspectivas favoráveis de rendimento permanente por parte das famílias.

Nos primeiros onze meses de 1998, as taxas de juro do crédito bancário a particulares diminuíram de forma significativa (gráfico 9). As taxas de juro nos empréstimos por prazos de 91 a 180 dias foram fixadas em 8.4 por cento (menos 3.0 pontos

Gráfico 10
CRÉDITO INTERNO A PARTICULARES
POR FINALIDADES

Taxas de variação homóloga



percentuais que no final de 1997). As taxas para os prazos mais longos fixaram-se em níveis inferiores: 8.3 por cento nos créditos por prazos compreendidos entre seis meses e um ano, e 5.9 por cento nos empréstimos por prazos superiores a cinco anos (os mais ligados ao crédito à habitação, cuja taxa de juro se reduziu cerca de 2.2 pontos percentuais ao longo de 1998).

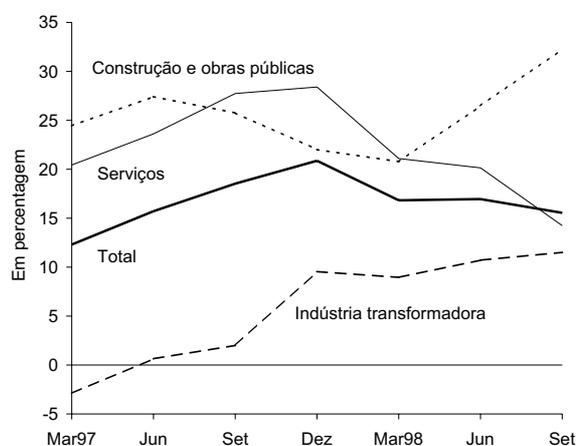
O crédito para aquisição de habitação constitui a principal componente do crédito a particulares (representando, ao longo dos últimos anos, cerca de 75 por cento do crédito total a particulares). O volume de crédito para esta finalidade aumentou 32.9 por cento em Setembro de 1998 (ver gráfico 10, valor que compara com 26.6 por cento em Dezembro de 1997). O crédito para outras finalidades também aumentou de forma significativa ao longo de 1998 (crescendo 29 por cento em Setembro de 1998, o que compara com 27 por cento no final de 1997).

Na linha do que vem sucedendo nos últimos anos, o endividamento das famílias aumentou ao longo de 1998, quer em percentagem do PIB (a estimativa para Setembro, 45.6 por cento compara com 39.5 por cento no final de 1997), quer em percentagem do rendimento disponível (o valor estimado para Setembro, 65.2 por cento, compara com 55.7 por cento no final de 1997).

O crédito a empresas não financeiras continuou também com um crescimento elevado (17.6 por

Gráfico 11
CRÉDITO INTERNO BANCÁRIO^(a) A EMPRESAS
NÃO FINANCEIRAS POR RAMO
DE ACTIVIDADE

Taxas de variação homóloga^(b)



Notas:

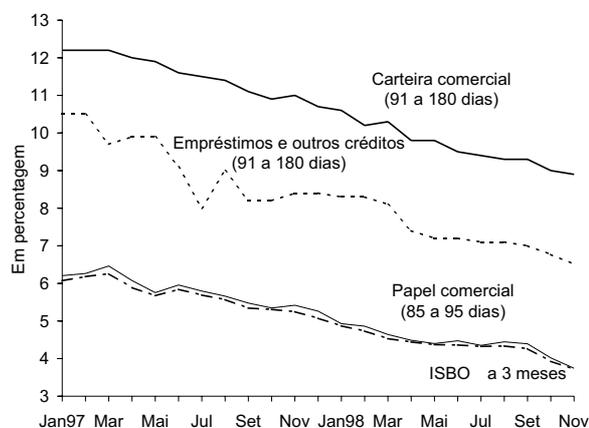
(a) Crédito não titulado e papel comercial.

(b) Calculadas com base em saldos em fim de trimestre.

cento em Setembro), embora a taxa de variação respectiva venha a diminuir desde o final de 1997 (quando foi de 21.6 por cento). A taxa de variação do crédito para investimento diminuiu de 23.1 por cento no final de 1997 para 11.1 por cento no terceiro trimestre de 1998. Note-se no entanto que esta redução deriva do efeito mecânico que o valor excepcionalmente elevado verificado em período homólogo de 1997 exerce sobre a taxa de variação de Setembro de 1998.

Em termos de desagregação por ramos de actividade (gráfico 11), foi visível ao longo de 1998 um progressivo aumento da taxa de variação do crédito à indústria transformadora (atingindo 11.5 por cento em Setembro), e uma redução, de 28.4 por cento (Dezembro de 1997) para 14.2 por cento (Setembro de 1998), na taxa relativa aos serviços. A

Gráfico 12
TAXAS DE JURO DO CRÉDITO BANCÁRIO A
EMPRESAS PRIVADAS NÃO FINANCEIRAS
E DO PAPEL COMERCIAL



taxa de variação do crédito à construção e obras públicas registou durante o segundo semestre de 1998 um aumento significativo, atingindo em Setembro 32.3 por cento (26.5 por cento em Junho).

As taxas de juro do crédito às empresas não financeiras (gráfico 12) verificaram também uma trajectória de descida ao longo de 1998. Até Novembro, a taxa de juro da carteira comercial reduziu-se 1.8 pontos percentuais (quando comparada com a observada em Dezembro de 1997), fixando-se em 8.9 por cento, enquanto a relativa aos empréstimos e outros créditos diminuiu, em igual período, de 8.4 por cento para 6.5 por cento. As taxas de juro praticadas nas emissões de papel comercial acompanharam de forma mais próxima a evolução da Lisbor para o prazo de três meses, com o seu nível médio de Novembro a situar-se em 3.7 por cento.

Acabado de redigir com base em informação disponível até 11 de Janeiro de 1999.

SITUAÇÃO MONETÁRIA E CAMBIAL NO SEGUNDO SEMESTRE DE 1998

1. Evolução dos principais mercados financeiros internacionais

1.1 Enquadramento macroeconómico

A evolução da economia mundial ao longo do segundo semestre de 1998 foi influenciada pela instabilidade registada nos mercados financeiros internacionais. Na base desta instabilidade esteve, neste semestre, a crise económica e financeira russa, que originou uma queda significativa nos fluxos de capitais dirigidos aos mercados emergentes e um aumento da aversão ao risco por parte dos investidores internacionais (traduzido no aumento dos prémios de risco), motivando receios em torno de uma contracção do crédito a nível mundial (ver caixa 1).

Como consequência da instabilidade financeira, os principais organismos internacionais baixaram significativamente as respectivas previsões de crescimento para a economia mundial. De acordo com o relatório intercalar de Dezembro do Fundo Monetário Internacional (FMI), a economia mundial terá crescido 2.2 por cento em 1998, um valor inferior em 0.9 pontos percentuais (p.p.) à estimativa apresentada em Maio.

As economias da América Latina foram particularmente afectadas pela turbulência financeira internacional, verificando-se uma queda nos fluxos de entrada de capitais privados e uma subida acentuada das taxas de juro. Os efeitos de contágio foram exacerbados pela queda dos preços das matérias-primas, que provocou uma forte deterioração nos termos de troca destes países, e em consequência reduções de *ratings* em alguns deles. Entre as economias da região, assume particular destaque o Brasil, cuja moeda esteve sob forte pressão até Outubro, em virtude da erosão da competitividade externa e de receios em torno da sustentabili-

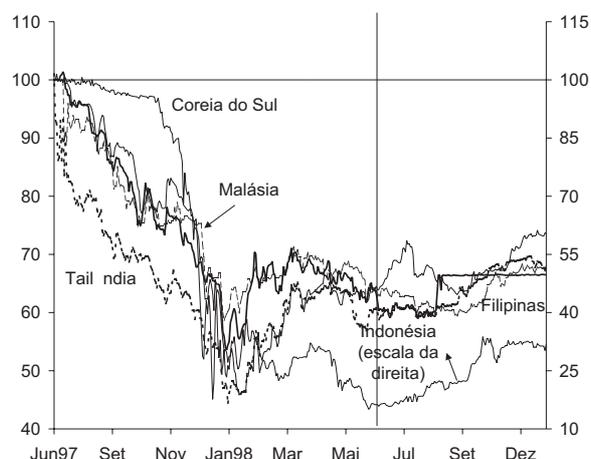
dade das contas públicas. Nos últimos dois meses do ano, verificou-se uma acalmia temporária no mercado do real, beneficiando da apresentação pelo governo brasileiro do pacote de estabilidade orçamental que serviu de base à celebração do acordo financeiro com o FMI e, conseqüente, apoio financeiro da comunidade internacional⁽¹⁾. Em 1998, de acordo com o FMI, a economia brasileira terá crescido 0.5 por cento, traduzindo uma diminuição de 1 p.p. em relação à estimativa de Maio e de 2.7 p.p., relativamente ao valor de 1997.

Nas economias asiáticas mais directamente envolvidas na crise de 1997, a contracção da procura interna revelou-se maior do que a esperada, tendo sido condicionada, em particular, pelos problemas registados no sector bancário que motivaram uma forte redução do crédito concedido. Sendo economias com um elevado grau de abertura ao exterior e dependentes da procura do Japão, estes países foram também particularmente afectados pelo agravamento das condições internas da economia japonesa. Para o ASEAN-4⁽²⁾, e apesar dos progressos financeiros e cambiais registados nos últimos meses do ano (ver gráficos 1 e 2), o FMI estima que a taxa de crescimento do produto em 1998 situar-se-á em -10.6 por cento (3.7 por cento em 1997). Em relação à Coreia do Sul, o FMI estima uma redução de 7.0 por cento do produto em 1998 (aumento de 5.5 por cento em 1997).

(1) Contudo, a 13 de Janeiro de 1999, no contexto de saídas avultadas de capitais, as autoridades brasileiras modificaram o quadro operacional da política cambial, alargando a banda larga de flutuação do real em relação ao dólar e eliminando a anterior banda estreita. A 15 de Janeiro, as autoridades alteraram o regime cambial, passando o real a flutuar livremente. Até 18 de Janeiro de 1999, o real depreciou-se cerca de 30 por cento em relação ao dólar.

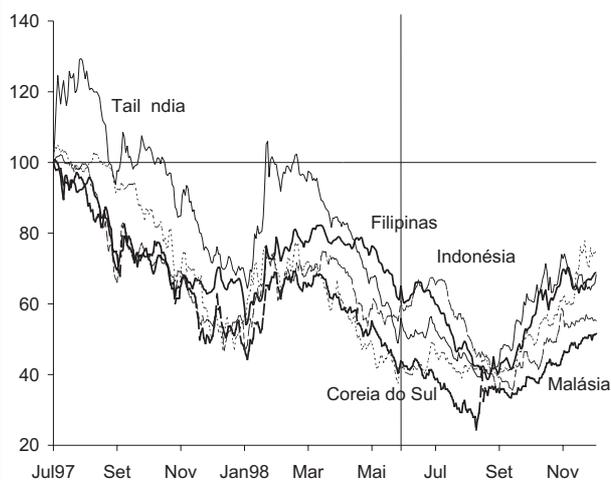
(2) Grupo de países constituído pela Tailândia, Filipinas, Indonésia e Malásia.

Gráfico 1
**ÍNDICES DE TAXA DE CÂMBIO DAS MOEDAS
 DA ASEAN-4 E DA COREIA DO SUL
 FACE AO DÓLAR**
 30 de Junho de 1997 = 100



Fonte: Bloomberg.

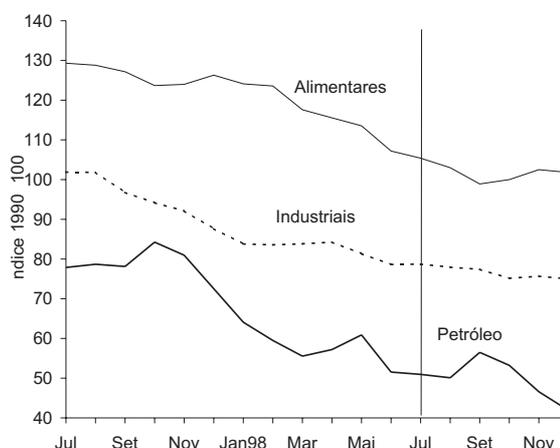
Gráfico 2
**ÍNDICES BOLSISTAS DOS PAÍSES
 DA ASEAN-4 E DA COREIA DO SUL**
 30 de Junho de 1997 = 100



Fonte: Bloomberg.

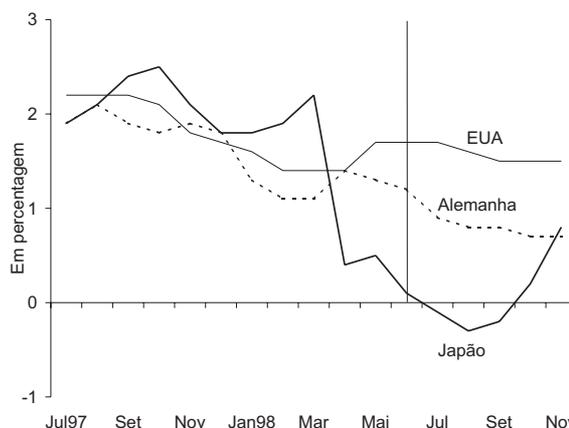
Em 1998, verificou-se uma queda generalizada dos preços das matérias-primas. Em valores de fim de período e em médias mensais, o preço em dólares das matérias-primas industriais diminuiu 14.4 por cento, o das matérias-primas alimentares 19.4 por cento e o do petróleo 42.2 por cento (ver gráfico 3). A diminuição do preço das matérias-primas deu um contributo importante para o panorama de estabilidade de preços no consumidor nas economias mais desenvolvidas (ver gráfico 4), agra-

Gráfico 3
**PREÇOS INTERNACIONAIS DE
 MATÉRIAS-PRIMAS**
 Preços em USD



Fonte: The Economist e Financial Times.

Gráfico 4
ÍNDICE DE PREÇOS NO CONSUMIDOR
 Taxas de variação homóloga

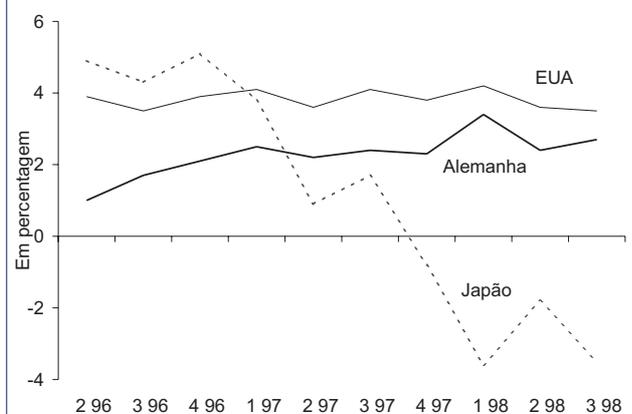


Fonte: Datastream International Limited.

vando, contudo, a situação económica dos países exportadores destes produtos.

Num contexto caracterizado por perspectivas de crescimento menos favoráveis e de ausência de pressões inflacionistas, assistiu-se a um abrandamento das políticas monetárias dos principais países industrializados, incluindo os EUA, o Reino Unido e os países da área do euro (UE11), facto que se revelou importante para reduzir a instabili-

Gráfico 5
PRODUTO INTERNO BRUTO
Taxas de variação homóloga



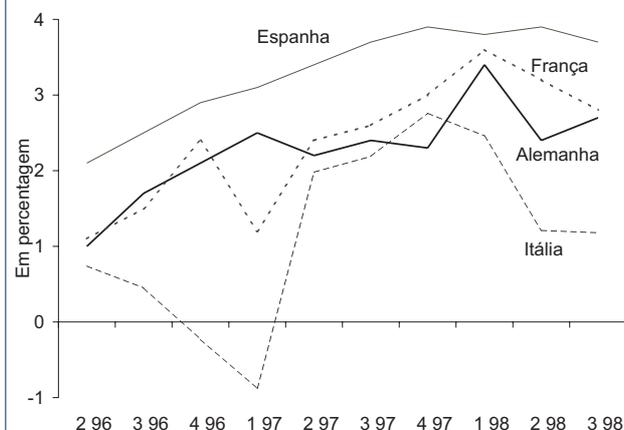
Fonte: Datastream International Limited.

dade nos mercados financeiros a partir de Outubro.

O PIB dos EUA continuou a apresentar taxas de crescimento elevadas no segundo semestre de 1998 (ver gráfico 5), sem que existissem sinais de pressões inflacionistas. O crescimento ficou a dever-se ao forte dinamismo das componentes internas, que mais que compensou o crescente contributo negativo da procura externa líquida, reflectido num alargamento do défice da balança de transacções correntes. As estimativas do FMI para 1998, publicadas em Dezembro, apontam para um crescimento do produto de 3.6 por cento (3.9 por cento em 1997). Segundo os dados divulgados, a taxa de inflação em 1998 diminuiu 0.7 p.p., para 1.6 por cento — o valor mais baixo desde 1965.

O vigor do consumo privado, que tem registado taxas de crescimento superiores às do produto, surge como consequência dos elevados níveis de confiança dos consumidores, que parecem ter recuperado da queda acentuada registada em Outubro, e da redução da taxa de poupança, a qual atingiu nos últimos meses valores negativos. O aumento do crédito ao consumo, facilitado pela queda das taxas de juro, conjuntamente com a manutenção de um forte crescimento dos salários, tem apoiado o prolongamento do actual período expansionista. O mercado de trabalho continuou a caracterizar-se pela manutenção de taxas de desemprego baixas: em 1998, a taxa de desemprego

Gráfico 6
PRODUTO INTERNO BRUTO
Taxas de variação homóloga

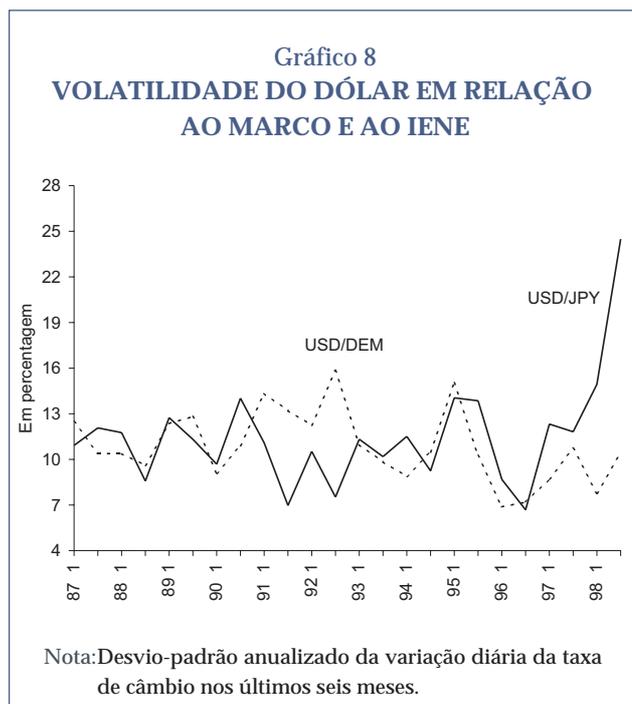
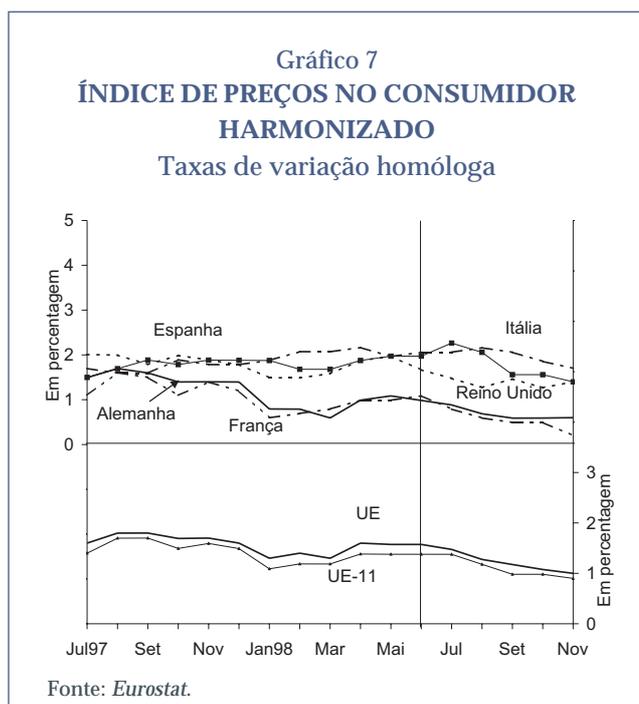


Fonte: Datastream International Limited.

diminuiu 0.4 p.p., para 4.5 por cento — o valor mais baixo desde 1969. A nível orçamental também se registaram melhorias significativas, verificando-se no ano fiscal 1997-98 um excedente orçamental de 0.8 por cento do PIB, o valor mais elevado desde 1956.

No Japão, assistiu-se ao agudizar da recessão económica durante a segunda metade do ano, tendo o PIB registado no terceiro trimestre de 1998, e pelo quarto trimestre consecutivo, uma taxa de variação em termos homólogos negativa. De acordo com o FMI, a taxa de crescimento do PIB para o Japão em 1998 deverá situar-se em -2.8 por cento, valor que compara com 1.4 por cento em 1997. Desde o pós-guerra que o Japão não apresentava uma queda do produto desta amplitude. Neste contexto, em 1998, a taxa de desemprego subiu 0.7 p.p., para 4.1 por cento (o que corresponde ao valor mais elevado desde o pós-guerra) e a taxa de inflação, medida pelo IPC, desacelerou para 0.6 por cento (1.7 por cento em 1997).

Com vista a estimular a economia, o Governo japonês apresentou, em Novembro, um conjunto de medidas, no montante previsto de 24 biliões de ienes, constituindo o maior esforço orçamental alguma vez realizado neste país. Paralelamente, em Outubro, com o objectivo de resolver os graves problemas do sistema financeiro japonês, foi aprovada a Lei de Recapitalização do Sistema Bancário, envolvendo um montante de 60 biliões de ienes.



A continuação do ritmo de crescimento do produto na UE11 (ver gráfico 6) reflectiu a evolução favorável da procura interna que mais do que compensou a redução da procura externa, a qual se deveu, entre outros factores, ao impacto negativo da desaceleração do ritmo de crescimento a nível mundial. De acordo com o FMI, a taxa de crescimento do PIB na UE11 em 1998 deverá situar-se em 2.8 por cento, 0.3 p.p. acima do valor de 1997. O PIB em 1998 deverá crescer 2.7 por cento na Alemanha e 3.0 por cento em França, traduzindo um acréscimo de 0.5 e 0.7 p.p., respectivamente, face ao ano anterior. Em Itália, as taxas de crescimento do PIB continuaram a apresentar níveis inferiores, reflectindo um menor dinamismo da procura interna.

A taxa de desemprego na UE11 mostrou uma tendência de redução ao longo do semestre, situando-se em 10.8 por cento em Novembro (11.5 por cento no final de 1997).

As taxas de inflação na UE11 mantiveram-se em valores historicamente baixos. No segundo semestre de 1998, a taxa de inflação, medida pela variação em termos homólogos do Índice de Preços no Consumidor Harmonizado (IPCH), manteve a trajectória decrescente, tendo em Novembro apresentado, pela primeira vez, um valor abaixo de 1.0 por cento (ver gráfico 7). Excluindo os produtos energéticos, a evolução da inflação foi caracteriza-

da por uma maior estabilidade, tendo-se a variação do IPCH na UE11, em termos homólogos, situado em 1.4 por cento em Novembro.

De acordo com as estimativas da Comissão Europeia (CE), em 1998, registou-se uma melhoria dos saldos orçamentais em todos os países da UE11, com excepção do Luxemburgo e dos Países Baixos, atingindo-se um défice orçamental global de 2.3 por cento do PIB (2.5 por cento em 1997). Em Dezembro, em conformidade com o Pacto de Estabilidade e Crescimento alguns países da UE11 apresentaram os respectivos programas de estabilidade.

1.2. Mercados do dólar, do marco e do iene

O aumento do grau de aversão ao risco dos investidores, na sequência da crise económica e financeira na Rússia, originou movimentos de grande amplitude nos mercados financeiros (ver caixa 1). Com efeito, durante o segundo semestre, as taxas de câmbio do dólar apresentaram níveis de volatilidade superiores aos observados no semestre anterior. No caso do marco a volatilidade manteve-se, no entanto, em níveis médios próximos dos observados nos últimos 10 anos; pelo contrário, no caso do iene, a volatilidade atingiu níveis médios semestrais sem paralelo na última década (ver gráfico 8).

Gráfico 9
EVOLUÇÃO DO DÓLAR EM RELAÇÃO
AO MARCO E AO IENE



No conjunto do ano de 1998, a evolução do dólar, em termos médios, caracterizou-se por uma apreciação de 1.5 por cento em relação ao marco e de 8.3 por cento em relação ao iene.

Na segunda metade de 1998, a moeda norte-americana depreciou-se, em média⁽³⁾, 5.1 por cento em relação ao marco e 1.4 por cento em relação ao iene. Em termos de fim de período⁽⁴⁾, a variação do dólar foi mais expressiva, apresentando uma depreciação de 6.9 por cento em relação à moeda alemã e 16.6 por cento em relação à divisa japonesa (ver gráfico 9).

No princípio do semestre, o dólar apreciou-se perante o iene, o que reflectiu sobretudo a deterioração das condições económicas no Japão, num contexto em que a economia norte-americana apresentava sinais de forte dinamismo. Em relação ao marco, a divisa dos EUA manteve-se a níveis relativamente elevados, sendo suportada pelo clima de instabilidade na Rússia, dada a percepção dos investi-

(3) Ao longo do texto, as variações médias do ano de 1998 e do segundo semestre de 1998 correspondem, no primeiro caso, à variação entre a média dos valores diários dos anos de 1997 e 1998 e, no segundo caso, à variação entre os valores médios dos dois semestres de 1998.

(4) Ao longo do texto, as variações de fim de período do ano de 1998 e do segundo semestre de 1998 correspondem, no primeiro caso, à variação entre a média dos valores diários dos meses de Dezembro de 1997 e 1998 e, no segundo caso, à variação entre os valores médios de Junho e de Dezembro de 1998.

dores que o sistema financeiro alemão estaria relativamente mais exposto a esta economia.

Entre finais de Agosto e princípios de Outubro, a moeda norte-americana depreciou-se de forma particularmente acentuada em relação ao iene. Este movimento teve subjacente a deterioração do clima de confiança dos investidores em relação aos mercados da América Latina, tendo em conta a percepção dos mercados de que a economia dos EUA poderia ser particularmente afectada pelos desenvolvimentos nesta região. O aumento do grau de aversão ao risco dos investidores consubstanciou-se na liquidação dos activos que envolviam maior risco e que anteriormente haviam sido financiados no mercado do iene (originando, neste período de fecho de posições, ordens volumosas de compra de ienes). O aumento da procura de activos de menor risco, a par das sucessivas revisões em baixa do crescimento económico mundial e da redução das expectativas de inflação, traduziu-se na descida das taxas de rentabilidade das Obrigações do Tesouro norte-americano e numa queda acentuada do índice bolsista *Dow Jones*.

Neste enquadramento, entre 29 de Setembro e 17 de Novembro, as autoridades monetárias dos EUA reduziram em 0.75 p.p. (em três passos de 0.25 p.p.) a taxa de referência dos *Fed Funds*, para 4.75 por cento, e em 0.5 p.p. (dois passos de 0.25 p.p.) a taxa de desconto, para 4.50 por cento (ver gráfico 10). Em consequência, o nível das taxas de juro a 3 meses do dólar ajustou-se em baixa, descendo, em termos de fim de período, 0.5 p.p. no semestre.

No período compreendido entre finais de Agosto e início de Outubro, o iene apreciou-se de forma acentuada, reflectindo os factores externos atrás referidos, que terão sobrelevado o efeito da deterioração das condições económicas internas do Japão e da decisão das autoridades japonesas, a 9 de Setembro, de incutirem um grau mais expansivo à política monetária. As autoridades japonesas reduziram a taxa de referência da *call money* e injectaram a liquidez necessária de modo a manter as taxas de juro a níveis reduzidos. Como reflexo, as taxas de juro a 3 meses do iene reduziram-se de 0.5 por cento em Junho, para níveis historicamente baixos para 0.1 por cento, em média, no último trimestre do ano.

Nos últimos dois meses, o dólar manteve-se volátil perante o iene mas sem apresentar qualquer tendência clara de evolução e apreciou-se um pouco em relação ao marco. A contenção do grau de insta-

Gráfico 10
TAXAS DE INTERVENÇÃO E TAXAS DE JURO
A TRÊS MESES
EUA, Alemanha e Japão

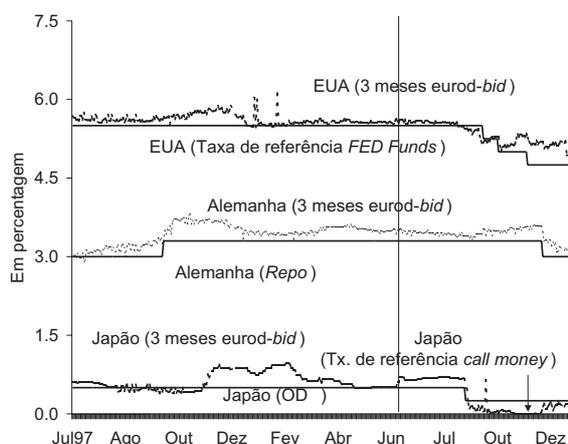
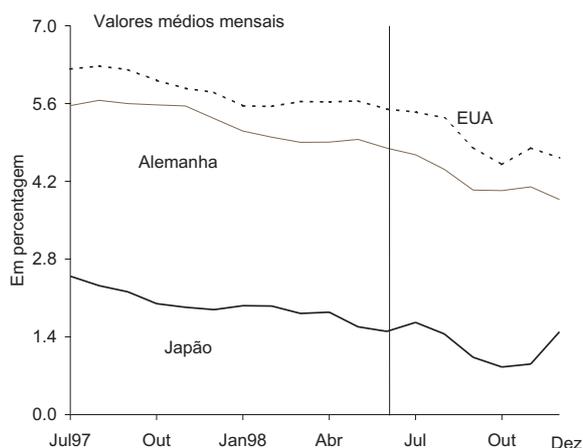


Gráfico 11
TAXAS DE RENDIBILIDADE DE LONGO PRAZO
EUA, Alemanha e Japão
Médias mensais



bilidade financeira no mercado do dólar e a descida das taxas de juro na Europa (ver secção 1.3.) foram factores que se conjugaram favoravelmente para a evolução da moeda dos EUA. Em relação ao iene, estes efeitos foram algo diluídos, tendo sido contrabalançados por perspectivas menos pessimistas em relação ao comportamento futuro da economia japonesa, após o Governo ter apresentado a Lei de Recapitalização do Sistema Bancário e um conjunto de medidas de estímulo à actividade económica.

As taxas de juro de longo prazo nos EUA e na Alemanha mantiveram a trajectória de descida ao longo do segundo semestre de 1998. No Japão, as

Gráfico 12
ÍNDICES BOLSISTAS
EUA, Japão e Alemanha



taxas de rendibilidade de longo prazo desceram até meados de Novembro e inverteram o movimento até ao final do ano (ver gráfico 11). Em termos de valores de fim de período, as taxas de rendibilidade a dez anos desceram, no semestre, 0.9 p.p. nos EUA, perfazendo uma redução de 1.2 p.p. no ano e situando-se em 4.6 por cento em Dezembro. Na Alemanha, as taxas de rendibilidade de longo prazo situaram-se no final do ano em 3.9 por cento, o que representou uma descida no semestre de 0.9 p.p. e no ano de 1.5 p.p.. No Japão, as taxas de rendibilidade a dez anos mantiveram-se estáveis no semestre, em termos de fim de período, pelo que permaneceu, no ano, a descida de 0.4 p.p. verificada no primeiro semestre de 1998. Nos primeiros meses do semestre, as taxas de rendibilidade de longo prazo japonesas atingiram sucessivos mínimos históricos, mas no último mês e meio do ano apresentaram uma trajectória de acentuada subida. Para esta inversão contribuíram a perspectiva de fortes necessidades de financiamento do sector público, na sequência das medidas orçamentais anunciadas⁽⁵⁾ e a diminuição do

(5) Note-se que em Abril de 1998 havia sido revista a Lei de Consolidação Orçamental, adiando para 2005/06 o prazo para a redução do défice público para 3 por cento do PIB e incluindo condições susceptíveis de serem invocadas para a suspensão dos objectivos de redução de *deficit-financing bonds*. De entre as condições introduzidas, salientam-se as seguintes: a ocorrência nos dois últimos trimestres de taxas de crescimento em cadeia anualizadas inferiores a 1 por cento e a apresentação de indicadores económicos significativamente negativos.

rating atribuído à dívida pública japonesa em moeda estrangeira efectuada pelas agências *Moody's* e *IBCA*.

No segundo semestre de 1998, assistiu-se a uma interrupção da tendência de longo prazo de valorização dos índices bolsistas nos EUA e na Alemanha. Nos últimos meses do ano, o *Dow Jones* recuperou as perdas até então ocorridas, apresentando, em termos de fim de período, uma valorização de 1.4 por

cento no semestre e de 13.6 por cento no ano. Na Alemanha, verificou-se uma queda do índice bolsista *DAX* em 16.7 por cento no semestre, o que reduziu os ganhos ocorridos na primeira metade do ano; no conjunto do ano, o índice *DAX* apresentou um ganho de 15.4 por cento. No Japão, a queda do índice *Nikkei* no segundo semestre foi de 5.9 por cento, aumentando a perda acumulada no ano para 10 por cento (ver gráfico 12).

Caixa 1: INSTABILIDADE NOS MERCADOS FINANCEIROS INTERNACIONAIS NA SEGUNDA METADE DE 1998

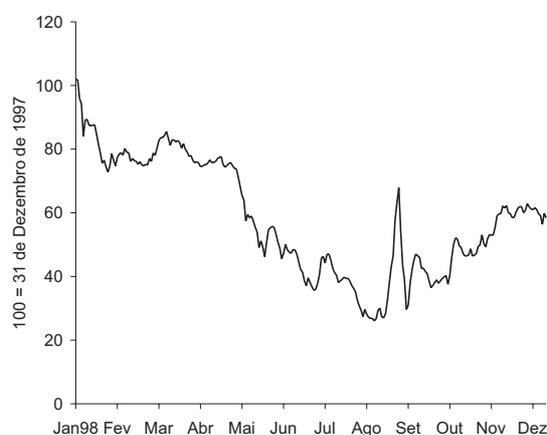
O segundo semestre de 1998 foi caracterizado pelos efeitos decorrentes dos novos desenvolvimentos ocorridos nos mercados emergentes, nomeadamente a crise económica e financeira na Rússia e as tensões sentidas, posteriormente, nos mercados financeiros da América Latina.

Durante a primeira metade do ano, registaram-se alguns períodos de instabilidade financeira na Rússia, num contexto caracterizado por: dependência do investimento externo de carteira para financiar a balança de pagamentos e o défice orçamental; concentração da maturidade da dívida interna no curto prazo; e, forte descaída dos preços dos produtos energéticos (que constituem uma das principais fontes de receitas de exportação). Esta situação levou a uma deterioração progressiva do nível de confiança dos investidores nacionais e internacionais. Posteriormente, não foram aprovados no Parlamento aspectos importantes das reformas estruturais acordadas com o FMI⁽¹⁾, o que gerou dúvidas sobre a continuidade da ajuda financeira internacional. O índice bolsista acentuou as suas perdas (ver gráfico I) e as saídas de capitais intensificaram-se.

Perante um sistema financeiro e bancário interno enfraquecido, os investidores começaram a atribuir uma probabilidade crescente à alteração do objectivo da política cambial que, até então, se baseava na manutenção de uma ligação estreita do rublo ao dólar.

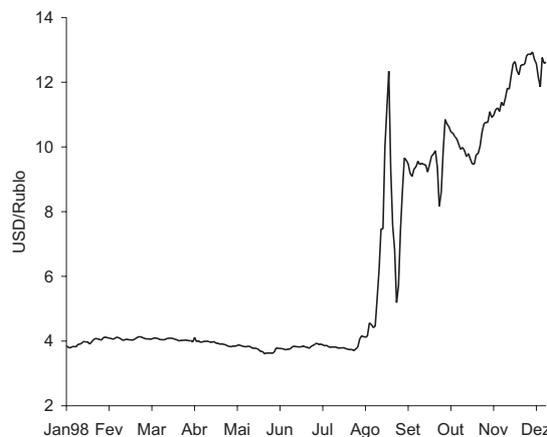
A 17 de Agosto, as autoridades russas anunciaram um conjunto de medidas, das quais se salientam a desvalorização do rublo (ver gráfico II), a declaração de uma moratória de 90 dias no pagamento do serviço de dívida externa privada e a reestruturação da dívida pública de curto prazo em condições muito desfavoráveis para os investidores (considerado tecnicamente como

Gráfico I
ÍNDICE BOLSISTA DA RÚSSIA



Fonte: Bloomberg.

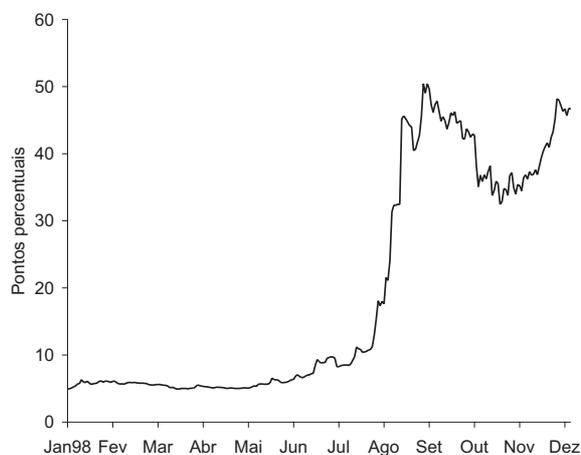
Gráfico II
TAXA DE CÂMBIO DO DÓLAR EM RELAÇÃO AO RUBLO RUSSO



Fonte: Banco da Rússia- Bloomberg.

(1) A 20 de Julho de 1998, as autoridades russas e o FMI formalizaram o acordo sobre o programa de estabilização da economia, o qual tinha como contrapartida uma ajuda financeira internacional, faseada ao longo de dois anos, no montante global de 22.6 mil milhões de dólares.

Gráfico III
DIFERENCIAL ENTRE AS TAXAS DE JURO A DEZ ANOS DE UMA EMISSÃO RUSSA EM DÓLAR E AS DAS OBRIGAÇÕES DO TESOURO DOS EUA



Fonte: Bloomberg.

Quadro I
EVOLUÇÃO DOS MERCADOS DE CAPITAIS DOS PAÍSES DESENVOLVIDOS
 Desde o final de Julho até aos mínimos registados no início de Outubro

	Índices bolsistas	Taxas de juro a dez anos
EUA	-14%	-1.29 p.p.
Japão	-21%	-0.80 p.p.
R. Unido	-17%	-1.19 p.p.
Alemanha	-34%	-0.86 p.p.
França	-29%	-0.81 p.p.
Itália	-32%	-0.64 p.p.
Espanha	-30%	-0.71 p.p.
Portugal	-33%	-0.75 p.p.

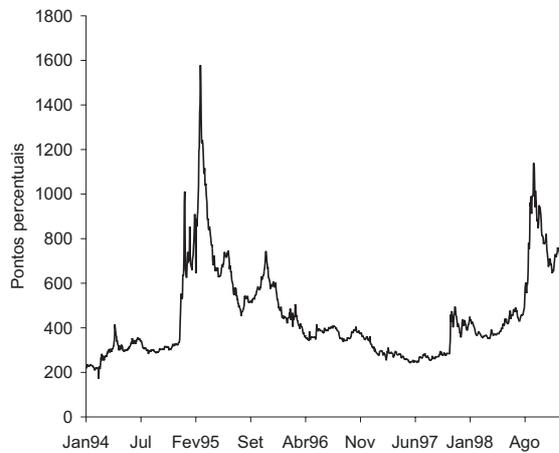
um “default” efectivo da dívida de curto prazo). Como reflexo, as taxas de rendibilidade russas de emissões em moeda estrangeira atingiram diferenciais extremamente elevados em relação aos títulos de referência dos EUA (ver gráfico III).

As decisões tomadas pelas autoridades russas geraram uma inversão de sentimento nos mercados financeiros, re-creando-se que o mesmo tipo de medidas fosse adoptado por outras economias de mercados emergentes. O significativo aumento do grau de aversão ao risco dos investidores e as repercussões nas condições financeiras dos países desenvolvidos, sentidos durante este semestre, são dois aspectos que distinguem este período de instabilidade em relação ao período de maior tensão da crise económica e financeira nos mercados emergentes asiáticos, ocorrido durante a segunda metade de 1997. A desestabilização das condições financeiras no mercado do dólar foi um dos principais factores que o “Federal Open Market Committee” (FOMC) ponderou nas decisões de descida das taxas de juro oficiais da divisa norte-americana, ocorridas neste semestre. O abrandamento da política monetária dos EUA e o pacote financeiro multilateral de apoio ao Brasil, coordenado pelo FMI, contribuíram para atenuar os efeitos no mercado do dólar, verificando-se alguma acalmia dos mercados financeiros.

Entre o final de Julho e o princípio de Outubro, o movimento de “fuga para a qualidade”, que caracterizou os fluxos de capitais neste período, privilegiou o segmento obrigacionista dos mercados desenvolvidos em detrimento das aplicações financeiras quer nos mercados bolsistas, quer nos mercados emergentes. Os principais índices bolsistas dos países desenvolvidos registaram uma queda entre 14 por cento, nos EUA, e 34 por cento, na Alemanha, enquanto as taxas de rendibilidade a dez anos dos títulos de dívida pública desceram entre 0.64 p.p., na Itália, e 1.29 p.p., nos EUA (ver quadro I). Para este reajustamento das carteiras entre segmentos de mercado também contribuíram as sucessivas revisões em baixa das previsões de crescimento económico para a generalidade dos países e as perspectivas de níveis de inflação mais reduzidos nos principais países desenvolvidos.

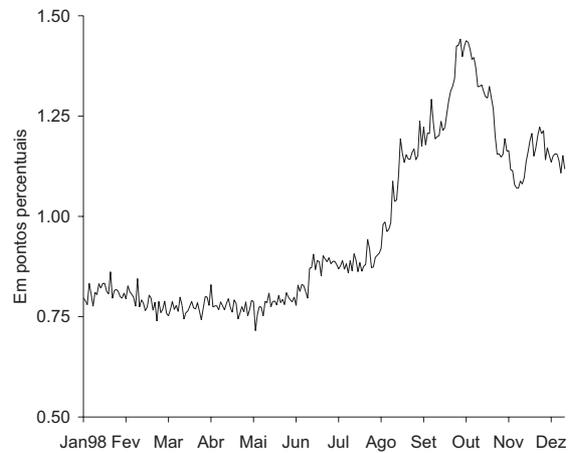
Adicionalmente, verificaram-se efeitos de contágio sobre os mercados da América Latina, região que até então se encontrava relativamente imune aos efeitos da crise económica e financeira nos mercados emergentes asiáticos. As condições financeiras e cambiais das economias dos mercados emergentes da América Latina deterioraram-se significativamente, com a generalidade dos países a contraírem a política monetária e, em alguns casos, a procederem ao alargamento das bandas de flutuação das respectivas moedas. O diferencial entre as taxas de rendibilidade de títulos obrigacionistas da América Latina emitidos em dólares e as taxas equivalentes das Obrigações do Tesouro dos EUA atingiram níveis apenas comparáveis aos verificados durante a crise mexicana de 1994/95 (ver gráfico IV).

Gráfico IV
DIFERENCIAL ENTRE AS TAXAS DE RENDIBILIDADE DA AMÉRICA LATINA E AS DAS OBRIGAÇÕES DO TESOIRO DOS EUA



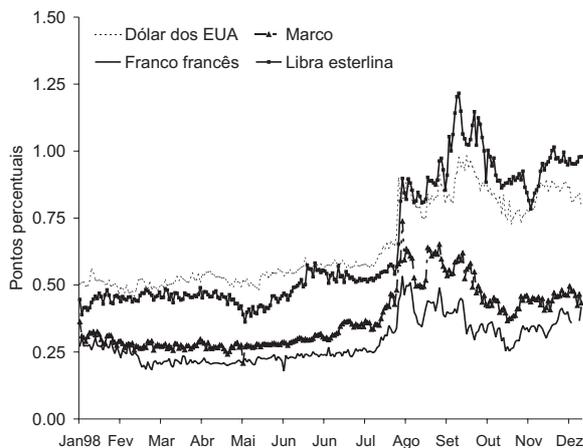
Fonte: JP Morgan - Bloomberg.

Gráfico VI
DIFERENCIAL ENTRE AS TAXAS A TRINTA ANOS DE EMISSÕES DE EMPRESAS COM RATING AAA ATRIBUÍDO PELA MOODY'S E AS DAS OBRIGAÇÕES DO TESOIRO DOS EUA



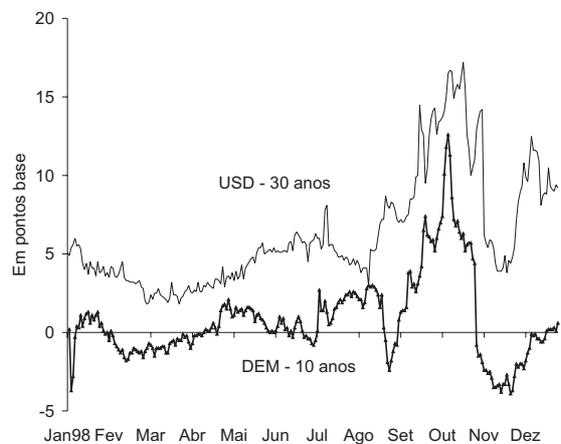
Fonte: Bloomberg.

Gráfico V
DIFERENCIAL ENTRE AS TAXAS DE RENDIBILIDADE DOS SWAPS E AS DAS OBRIGAÇÕES DE DÍVIDA PÚBLICA



Fonte: Bloomberg.

Gráfico VII
DIFERENCIAL ENTRE AS TAXAS DE RENDIBILIDADE DOS TÍTULOS ON E OFF-THE-RUN

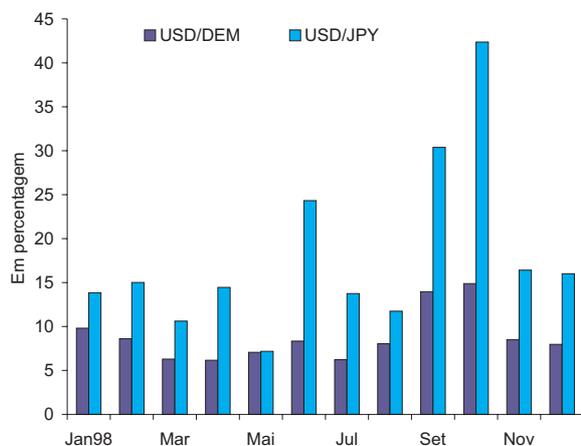


Fonte: Bloomberg.

A desestabilização das condições financeiras nos mercados desenvolvidos foi visível em alguns indicadores de risco de crédito e de liquidez. As perdas volumosas que as instituições financeiras tiveram de assumir em resultado das aplicações realizadas nos mercados emergentes e da exposição aos “hedge funds”, instituições com estratégias de investimento com elevado grau de alavancagem, fomentaram receios de que os sistemas financeiros dos países desenvolvidos estariam a ser contagiados pela crise nos países emergentes. A instabilidade acentuou-se com a divulgação de problemas com o “hedge fund” norte-americano “Long Term Capital Management”. Num contexto de receios de que a liquidação brusca dos activos deste fundo tivesse implicações sistémicas, as autoridades dos EUA organizaram um conjunto de medidas que evitou o respectivo fecho.

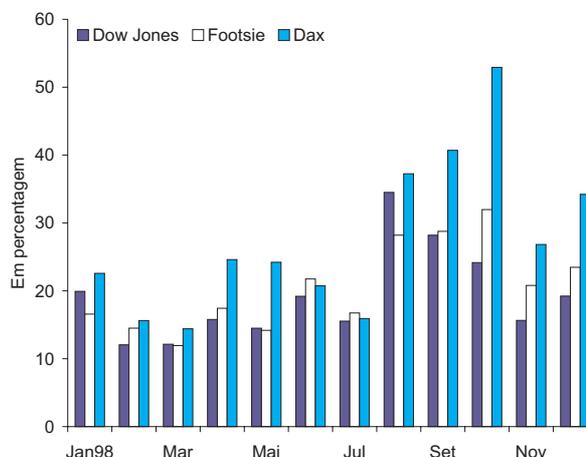
Os diferenciais entre as taxas a dez anos dos “swaps” e as dos títulos de dívida pública do dólar, da libra esterlina, do marco e do franco francês subiram bruscamente em Agosto. Até Outubro, verificou-se um acréscimo da procura de títulos de dívida pública nos países em causa que determinou descidas nas suas taxas de rendibilidade de

Gráfico VIII
VOLATILIDADE MENSAL DO DÓLAR EM
RELAÇÃO AO MARCO E AO IENE



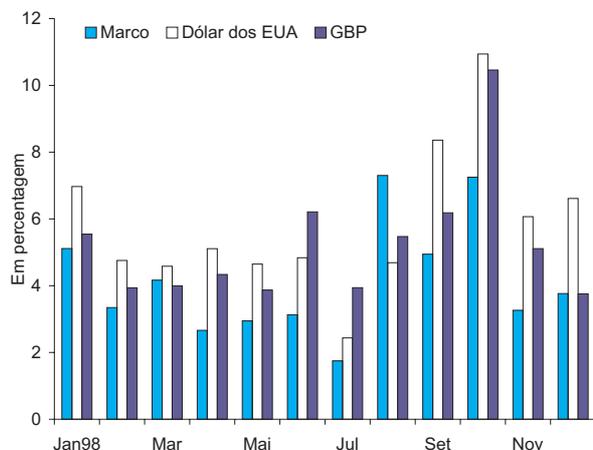
Nota: Desvio-padrão anualizado da variação diária da taxa de câmbio.

Gráfico X
VOLATILIDADE MENSAL DOS ÍNDICES
BOLSISTAS DOS EUA, REINO UNIDO
E ALEMANHA



Nota: Desvio-padrão anualizado da variação diária dos índices bolsistas.

Gráfico IX
VOLATILIDADE MENSAL DAS TAXAS DE
RENDIBILIDADE A DEZ ANOS DO DÓLAR, DA
LIBRA ESTERLINA E DO MARCO



Nota: Desvio-padrão da variação diária da taxa de rendibilidade a dez anos.

cerca de 1 ponto percentual nos EUA e na Alemanha. Paralelamente, registou-se uma descida das taxas dos “swaps”, embora de amplitude menos significativa. Posteriormente, verificou-se uma reversão, quase total nas moedas da UE11, do aumento dos diferenciais entre as taxas a dez anos dos “swaps” e dos títulos de dívida pública (ver gráfico V).

De igual modo, também se assistiu a um aumento do diferencial entre as taxas de rendibilidade das obrigações emitidas pelas empresas e as obrigações de dívida pública. Com efeito, o diferencial entre as taxas de rendibilidade a trinta anos das emissões de empresas norte-americanas com uma notação de AAA atribuída pela Moody's e as das Obrigações do Tesouro dos EUA iniciaram, em Agosto, um movimento de subida, situando-se no final do ano a um nível elevado quando comparado com a situação no final do 1º semestre de 1998 (ver gráfico VI).

O aumento do grau de aversão ao risco dos agentes económicos também se repercutiu num incremento do prémio de risco de liquidez exigido nos investimentos realizados. No mercado obrigacionista de dívida pública, verificou-se um aumento do diferencial entre as taxas de rendibilidade das emissões consideradas “benchmark” (on-the-run) e as das obrigações com maturidade mais próxima que deixaram de ser consideradas “benchmark” (off-the-run) para aquele prazo (ver gráfico VII). No final do ano, este diferencial é ainda significativo no mercado das Obrigações do Tesouro dos EUA, sendo virtualmente nulo nas obrigações alemãs.

A instabilidade dos mercados financeiros, sobretudo durante os meses de Agosto, Setembro e Outubro, traduziu-se igualmente no aumento da volatilidade nos diferentes segmentos de mercado: cambial (ver gráfico VIII), obrigacionista (ver gráfico IX) e accionista (ver gráfico X).

1.3 Desenvolvimentos monetários e cambiais nos países da União Europeia

1.3.1 Países da futura área do euro

O anúncio, em Maio de 1998, do grupo de onze países que, a partir de 1 de Janeiro de 1999, constituiria a área do euro, bem como da utilização das paridade centrais bilaterais do MTC para a determinação das taxas de conversão face ao euro a adoptar a 31 de Dezembro de 1998 (ver caixa 2), criaram condições para que, no segundo semestre de 1998, os mercados financeiros e cambiais dos países da UE11 apresentassem uma elevada coesão interna, funcionando para o exterior como se fossem antecipadamente um único bloco. A credibilidade da passagem para a terceira fase da UEM no início de 1999 permitiu que processos de convergência das taxas de juro de curto prazo e das taxas de câmbio para as paridades centrais se completasse sem que daí adviessem quaisquer perturbações, a despeito do contexto de forte instabilidade nos mercados internacionais.

No segundo semestre, as moedas da UE11 continuaram a apresentar uma trajectória de aproximação às taxas centrais bilaterais (ver gráfico 13), o que se traduziu, em termos de fim de período e em relação ao marco, numa depreciação de 1.4 por cento da libra irlandesa, de 0.5 por cento da lira italiana, de 0.2 por cento da peseta e de 0.1 por cento do escudo. As restantes moedas da UE11 apresentaram variações virtualmente nulas. A convergência para as taxas centrais bilaterais foi caracterizada por uma redução da volatilidade cambial entre as moedas da UE11, para níveis próximos de zero (gráfico 14).

Neste semestre foram definidas as principais linhas da estratégia da política monetária do Sistema Europeu de Bancos Centrais (ver caixa 3). Ao nível da política monetária, verificou-se entre os países da UE11 uma elevada coordenação das decisões dos bancos centrais nacionais, que se consubstanciou, numa primeira fase, na aceleração da convergência das principais taxas de intervenção, sobretudo na Irlanda, Portugal, Espanha e Itália (ver gráfico 15). A 3 de Dezembro, numa decisão concertada e num contexto de estabilidade de preços, de crescimento moderado dos agregados monetários e de perspectivas menos optimistas para o crescimento na área do euro, o conjunto dos ban-

Gráfico 13
SISTEMA MONETÁRIO EUROPEU
Posicionamento na banda do MTC
sem a dracma grega

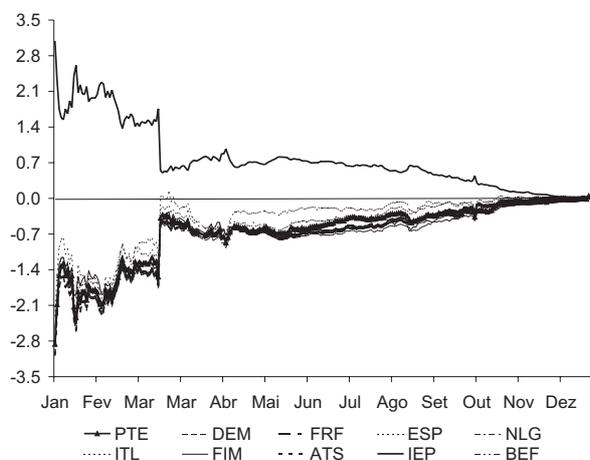
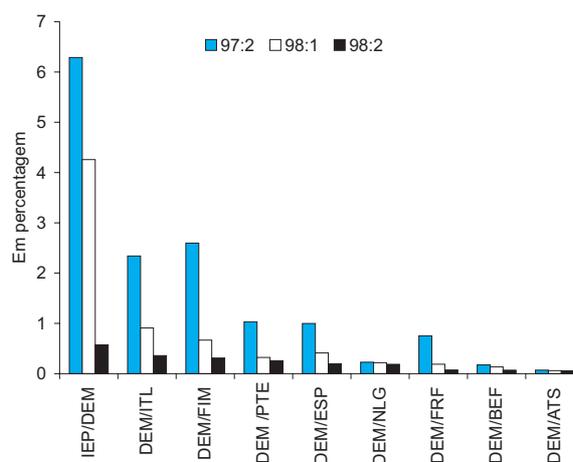


Gráfico 14
VOLATILIDADE DAS MOEDAS DA UE11 EM
RELAÇÃO AO MARCO



Nota: Desvio-padrão anualizado da variação diária da taxa de câmbio no semestre.

cos centrais nacionais da UE11 reduziu as taxas de juro oficiais, em diferentes amplitudes, colocando as principais taxas de cedência de liquidez em 3.0 por cento. A Itália, constituindo a única excepção, situou a taxa de desconto a 3.5 por cento, a qual veio a diminuir, a 23 de Dezembro, para 3.0 por cento.

Reflectindo as decisões de política monetária, as taxas de juro a 3 meses na UE11 diminuíram no decurso do semestre, em amplitudes diferenciadas, situando-se em Dezembro em valores próximos de 3.25 por cento e apresentando diferenciais

Gráfico 15
TAXAS DE INTERVENÇÃO DOS PAÍSES DA UE11

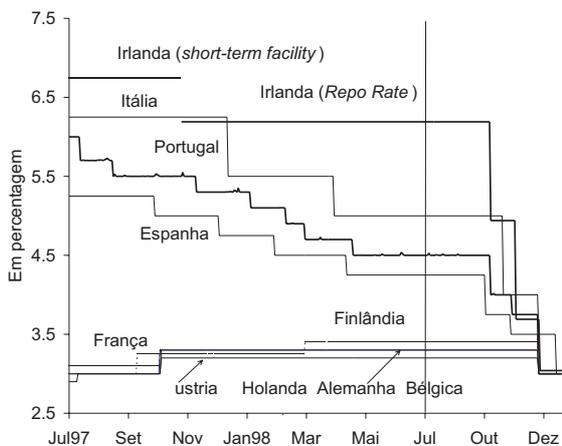
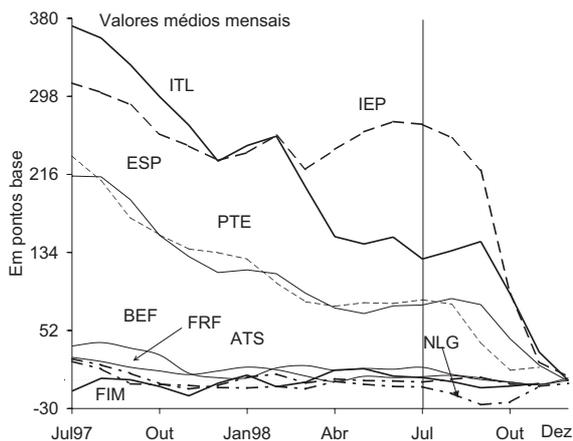


Gráfico 16
TAXAS DE JURO DE CURTO PRAZO NA UE11
Diferenciais em relação ao marco



Nota: Taxas de juro de eurodepósitos a 3 meses.

praticamente nulos em relação às taxas de juro alemãs (ver gráfico 16). Em termos de fim de período, os movimentos de descida de taxa de juro mais expressivos, no semestre, ocorreram na Irlanda (2.9 p.p.), em Itália (1.7 p.p.), em Espanha (1.0 p.p.) e em Portugal (0.9 p.p.).

No segundo semestre, os mercados de capitais dos países da UE11 foram condicionados pela instabilidade internacional, em particular do movimento de “fuga para a qualidade”. As taxas de rendibilidade a dez anos desceram acentuadamente, em particular entre Julho e Setembro, registando, no semestre e em termos de fim de período,

Gráfico 17
TAXAS DE JURO DE LONGO PRAZO NA UE11
Diferenciais em relação ao marco

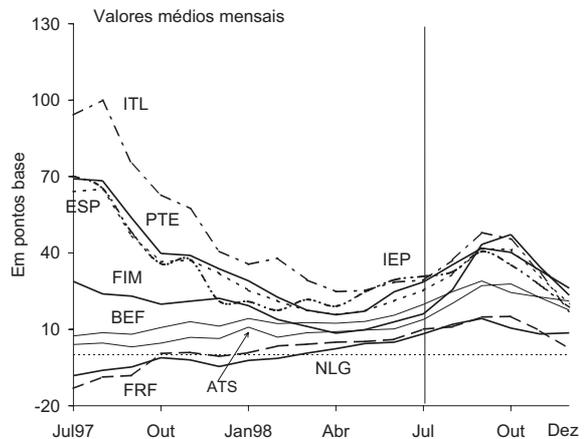
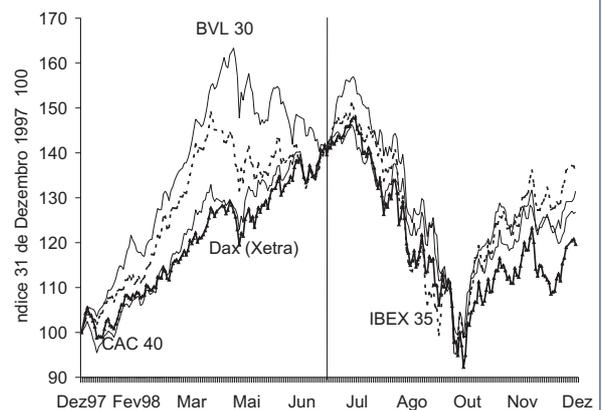


Gráfico 18
ÍNDICES BOLSISTAS DA UE11



quedas entre 0.82 p.p. na Finlândia e 1.04 p.p. em Itália, para valores próximos de 4 por cento. Refira-se que os diferenciais em relação ao marco se alargaram nos primeiros quatro meses deste semestre, na sequência de uma maior atractividade relativa do mercado obrigacionista alemão, beneficiando da sua maior liquidez (ver gráfico 17). Nos últimos dois meses este movimento foi revertido, verificando-se em Dezembro que os diferenciais em relação ao marco não ultrapassavam os 0.3 p.p..

No mercado accionista, verificou-se uma queda abrupta dos índices bolsistas da UE11, entre Agosto e Outubro, anulando os ganhos obtidos nos primeiros sete meses do ano (ver gráfico 18). Posteriormente, a contenção da instabilidade financeira

e o ajustamento das políticas monetárias nos principais países desenvolvidos contribuíram para melhorar o optimismo quanto à evolução futura da

economia mundial, o que se reflectiu numa subida dos índices bolsistas.

Caixa 2: TAXAS DE CONVERSÃO IRREVOGÁVEIS PARA O EURO E MTC2

A 31 de Dezembro de 1998, foram adoptadas pelo Conselho ECOFIN as taxas de conversão irrevogáveis em relação ao euro (ver quadro I). Foram ainda acordadas as taxas de câmbio centrais da coroa dinamarquesa e da dracma grega em relação ao euro, no âmbito do MTC2 (ver quadro II).

Quadro I TAXAS DE CONVERSÃO IRREVOGÁVEIS PARA O EURO

Escudo português	200.482
Peseta espanhola	166.386
Lira italiana	1936.27
Franco francês	6.55957
Franco belga	40.3399
Franco luxemburguês	40.3399
Marco alemão	1.95583
Xelim austríaco	13.7603
Florim holandês	2.20371
Markka finlandesa	5.94573
Libra irlandesa	0.787564

Quadro II MTC2

	Limite inferior	Taxa central	Limite superior
Coroa dinamarquesa	7.29252	7.46038	7.62824
Dracma grega	300.143	353.109	406.075

As taxas irrevogáveis de conversão em relação ao euro determinadas em 31 de Dezembro de 1998 não podem ser arredondadas e não é permitido o cálculo de taxas de conversão inversas.

Na conversão de valores entre unidades monetárias nacionais do euro devem ser respeitadas as seguintes convenções (Regulamento CE nº 1103/97 de 17 de Junho; artº 4º nº 4 e artº 5º):

- 1) os montantes a converter noutra unidade monetária nacional devem ser previamente convertidos num montante pecuniário expresso na unidade euro;
- 2) o montante em euros poderá ser arredondado para, pelo menos, 3 casas decimais;
- 3) posteriormente, este montante é convertido na outra unidade monetária nacional, arredondando para a subunidade mais próxima ou, na ausência de uma subunidade para a unidade mais próxima ou, para um múltiplo ou fracção da subunidade ou unidade monetária nacional.

Exemplo:

A conversão de 5 milhões de libras irlandesas em escudos é determinada em dois passos:

1 - conversão do valor em libras irlandesas para euros, recorrendo à taxa de câmbio irrevogável: EUR/IEP = 0.787564. O contravalor em euros é de 6 348 690.39214591. Admitindo um arredondamento para o mínimo de casas decimais permitido, obtém-se 6 348 690.392 euros.

2 - conversão do valor em euros para escudos, utilizando a taxa de câmbio irrevogável: EUR/PTE = 200.482. O contravalor é de 1 272 798 147.1982 escudos. No caso da moeda portuguesa, nas "importâncias expressas em centavos, procede-se ao arredondamento para a unidade do escudo mais próxima" (Decreto-Lei nº 138/98 de 16 de Maio), pelo que o resultado final é de 1 272 798 147 escudos.

Note-se que, de acordo com as regras definidas, o valor correcto dos 5 milhões de libras irlandesas expresso em escudos, é de 1 272 798 147 escudos, o qual difere do valor erróneo que resultaria se se utilizasse directamente a paridade central bilateral entre a libra irlandesa e o escudo, (IEP/PTE = 254.56) de 1 272 800 000 escudos, logo uma diferença de 1853 escudos.

Caixa 3: ESTRATÉGIA DE POLÍTICA MONETÁRIA DO SEBC

Ao longo do segundo semestre de 1998, o Conselho do Banco Central Europeu (BCE) tomou um conjunto relevante de decisões para a definição da política monetária do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC).

Neste contexto, merecem destaque os elementos principais da estratégia de política monetária do SEBC, que assentam: na definição quantitativa do objectivo final da política monetária (i.e. a estabilidade de preços), correspondendo a um aumento anual do IPCH para a área do euro inferior a 2 por cento; no estabelecimento de um valor de referência para a taxa de crescimento do agregado monetário M3, traduzindo o papel decisivo da moeda na estratégia acordada; e, finalmente, numa avaliação global da evolução futura dos preços, com base num conjunto amplo de indicadores. O valor de referência para o crescimento monetário deverá ser calculado de forma consistente com a definição quantitativa de estabilidade de preços, devendo ter em consideração o crescimento real do produto e as alterações à velocidade de circulação.

Na reunião de 1 de Dezembro de 1998, o Conselho do BCE decidiu fixar o primeiro valor de referência para o agregado monetário M3 em 4.5 por cento. O cálculo do valor de referência baseia-se nas contribuições para o crescimento monetário resultantes dos pressupostos para os preços (aumentos anuais inferiores a 2 por cento), crescimento real (tendência de crescimento entre 2 e 2.5 por cento por ano) e velocidade de circulação da moeda (tendência decrescente num intervalo de 0.5 a 1 por cento ao ano).

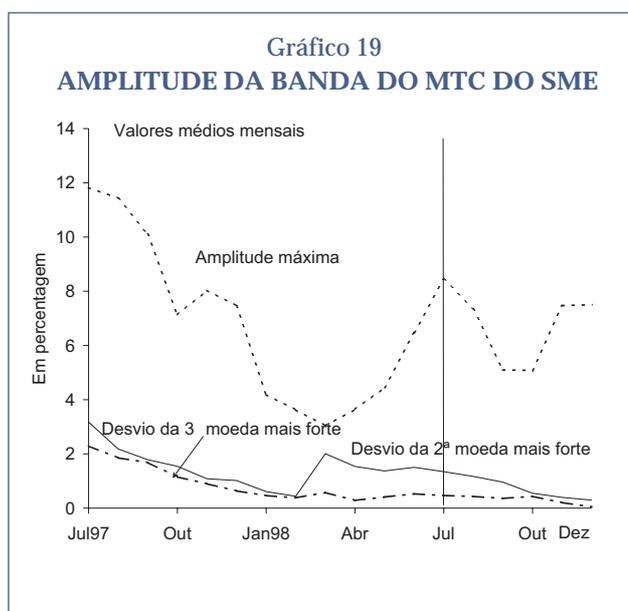
Em Novembro, a média móvel de três meses das taxas de crescimento anuais do M3 foi de 4.7 por cento — um valor muito próximo do valor de referência fixado pelo Conselho.

Ao nível da execução da política monetária, a taxa “repo” foi fixada em 3.0 por cento. A taxa de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez foi fixada em 4.5 por cento, enquanto a taxa de juro da facilidade permanente de absorção foi estabelecida em 2 por cento (temporariamente e até 21 de Janeiro, as taxas destas facilidades situaram-se em 3.25 e 2.75 por cento, respectivamente).

1.3.2 Países da UE não participantes na futura área do euro

No que diz respeito às restantes moedas do Sistema Monetário Europeu, o segundo semestre de 1998 caracterizou-se por um acréscimo de volatilidade cambial em relação ao semestre precedente. A dracma grega manteve-se, ao longo do semestre, na posição de moeda mais forte do Mecanismo de Taxas de Câmbio do SME, pelo que a sua flutuação se repercutiu na variação da amplitude da banda do MTC do SME (ver gráfico 19).

Os mercados da coroa dinamarquesa, da coroa sueca e da dracma grega apresentaram-se particularmente vulneráveis à situação de instabilidade que caracterizou os mercados financeiros internacionais. As autoridades dinamarquesas optaram por subir em 1 ponto percentual as taxas de juro de intervenção, para 5 por cento, de modo a garantir a estabilidade cambial da sua divisa em relação ao marco (ver gráfico 20). Desde Outubro, este movimento tem sido gradualmente revertido, com



a taxa de intervenção a situar-se em Dezembro em 3.95 por cento. No entanto, o diferencial em relação à taxa repo alemã subiu no semestre 0.25 p.p., para 0.95 p.p.. As taxas de juro a 3 meses dinamarquesas tiveram um comportamento semelhante,

Gráfico 20
TAXAS DE INTERVENÇÃO DO REINO UNIDO,
DINAMARCA, SUÉCIA E ALEMANHA

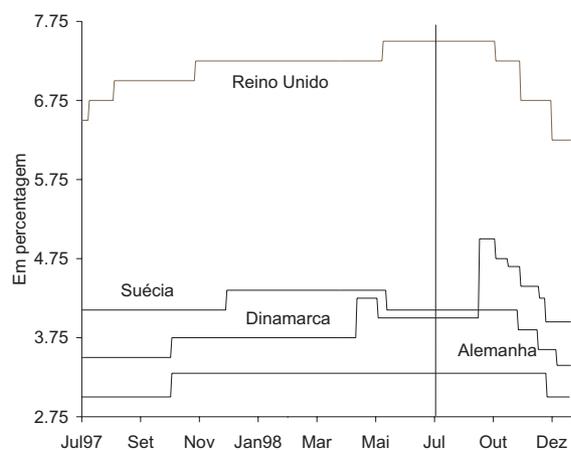
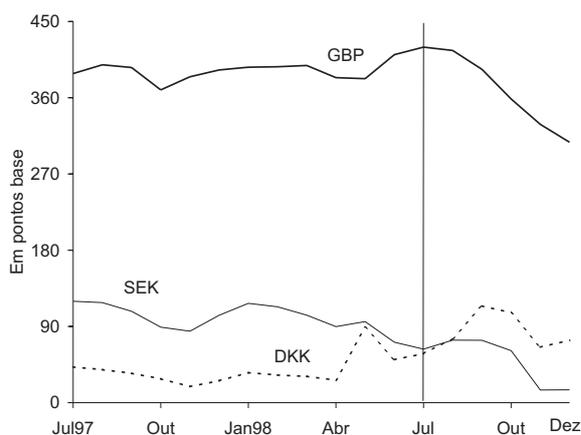


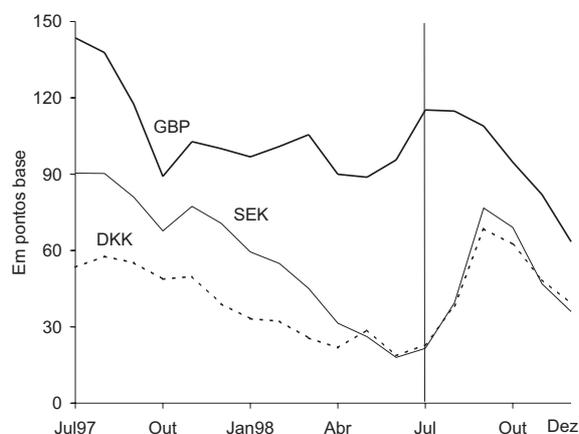
Gráfico 21
TAXAS DE JURO DE CURTO PRAZO DO REINO
UNIDO, DINAMARCA E SUÉCIA
Diferenciais em relação ao marco



com o diferencial em relação às equivalentes alemãs a aumentar 0.2 p.p. no semestre, para 0.7 p.p. (ver gráfico 21).

As autoridades suecas mantiveram inalteradas inicialmente as taxas de juro oficiais, permitindo que o ajustamento se realizasse a nível cambial. No semestre, em termos de fim de período, a coroa sueca depreciou-se 9.5 por cento em relação ao marco, perfazendo uma perda de 10.2 por cento no ano. A partir de Novembro, num contexto de maior estabilidade cambial e de taxas de crescimento homólogas do IPC negativas desde Setembro, o banco central da Suécia efectuou descidas da taxa

Gráfico 22
TAXAS DE JURO DE LONGO PRAZO DO REINO
UNIDO, DINAMARCA E DA SUÉCIA
Diferenciais em relação ao marco



repo, no montante total de 0.70 p.p.. No semestre, em valores de fim de período, o diferencial entre as taxas de juro a 3 meses suecas e alemãs reduziu-se em 0.6 p.p., para 0.2 p.p..

A libra esterlina beneficiou do papel de refúgio e das elevadas taxas de rendibilidade. Em valores de fim de período, a moeda do Reino Unido apreciou-se 5.8 por cento em relação ao marco, no semestre, e 5.5 por cento, no ano. Perante as perspectivas mais favoráveis para a evolução dos preços no Reino Unido, o Comité de Política Monetária do Banco de Inglaterra efectuou desde Outubro três descidas da taxa de juro oficial, num total de 1.25 p.p., fixando-a em 6.25 por cento. Como reflexo, o diferencial entre as taxas de juro a três meses da libra esterlina e do marco desceu 1 p.p., para 3.1 p.p..

No mercado obrigacionista, refira-se o comportamento diferenciado entre os títulos de dívida pública do Reino Unido e os da Dinamarca e Suécia em comparação com os títulos alemães, na sequência do impacto da instabilidade financeira internacional (ver gráfico 22). Em termos de fim de período, o diferencial entre as taxas de rendibilidade a dez anos do Reino Unido e as alemãs desceu 0.3 p.p., para 0.6 p.p.. Em contraponto, os diferenciais entre as taxas de rendibilidade a dez anos da Dinamarca e da Suécia em relação às alemãs subiram no semestre cerca de 0.2 p.p., em termos de fim de período.

2. Política monetária e cambial em Portugal

2.1 Enquadramento macroeconómico

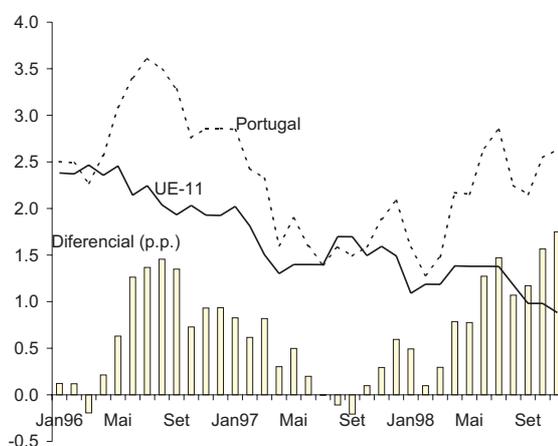
Em 1998, a evolução da economia portuguesa foi caracterizada pela continuação do elevado ritmo de crescimento, com o PIB a crescer pelo terceiro ano consecutivo a uma taxa superior à da UE. A expansão da economia portuguesa tem beneficiado do dinamismo da procura interna, estimulada pela redução das taxas de juro, no contexto da participação de Portugal na área do euro a partir de 1 de Janeiro de 1999. A estimativa do Banco de Portugal, apresentada neste *Boletim Económico* (BE), aponta para um crescimento real do PIB de 4.0 por cento em 1998, valor que corresponde ao limite inferior do intervalo de previsão de 4.0-4.25 por cento apresentado no BE de Setembro. Esta modificação resultou, em grande parte, de uma revisão em baixa do crescimento das exportações de mercadorias.

De acordo com o novo Inquérito ao Emprego do INE, a taxa de desemprego no Continente situou-se em 4.7 por cento no terceiro trimestre de 1998, o que compara com 5.9 e 4.6 por cento no primeiro e segundo trimestres, respectivamente.

Em 1998, verificou-se um aumento da inflação em Portugal. Em Dezembro, a taxa de inflação, medida pela variação média anual do IPCH, situou-se em 2.2 por cento, 0.3 p.p. acima do valor registado em Dezembro de 1997. Considerando variações em termos homólogos, o crescimento do IPCH foi de 2.8 por cento em Dezembro. A subida da inflação em Portugal é explicada essencialmente por dois factores: os efeitos temporários, associados à evolução de alguns preços, com destaque para o comportamento dos preços dos bens transaccionáveis alimentares; e a evolução cambial em termos efectivos do escudo em 1997 e início de 1998, decorrente sobretudo da apreciação do dólar e da libra esterlina.

Como reflexo do comportamento recente dos preços em Portugal, o diferencial de inflação face à média da UE11 acentuou-se no segundo semestre de 1998, quer em termos médios, quer em termos homólogos. Considerando as taxas de variação em termos homólogos do IPCH, o diferencial face à UE11 aumentou de 1.3 p.p. em Junho, para 1.7 p.p. em Novembro (ver gráfico 23). Em termos da variação média anual, o diferencial de inflação face à

Gráfico 23
ÍNDICE DE PREÇOS NO CONSUMIDOR
HARMONIZADO EM PORTUGAL E NA UE11
Taxas de variação homólogas



Fonte: Eurostat.

área do euro subiu de 0.4 p.p. em Junho, para 0.9 p.p. em Novembro.

Em 1998, de acordo com o Orçamento de Estado para 1999, o défice orçamental em Portugal deverá situar-se em 2.3 por cento do PIB em 1998 (2.5 por cento em 1997).

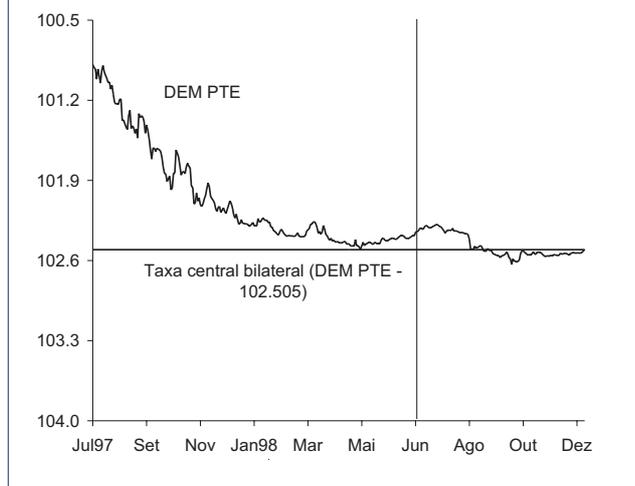
2.2 Execução das políticas monetária e cambial

No segundo semestre de 1998, a variação da taxa de câmbio do escudo foi condicionada pela necessidade de convergência para as paridade centrais bilaterais do MTC, em linha com o compromisso assumido a 1 de Maio pelos países da futura área do euro. Em termos de fim de período, o escudo depreciou-se 0.1 por cento em relação ao marco, totalizando, no ano, uma depreciação de 0.3 por cento⁽⁶⁾ (ver gráfico 24). Contudo, a evolução da moeda nacional em relação ao marco verificou um movimento de depreciação até meados de Outubro e uma apreciação desde então, de forma a que a taxa de câmbio do escudo a 31 de Dezembro coincidiu com a paridade central do MTC: 102.505 escudos por marco.

A 31 de Dezembro, foram fixadas as taxas de conversão do euro que, a partir de 1 de Janeiro de

(6) Em média, o escudo depreciou-se 0.1 por cento no semestre e 1.3 por cento no ano.

Gráfico 24
EVOLUÇÃO DO ESCUDO EM RELAÇÃO
AO MARCO



1999, substituiu o ECU à taxa 1:1. A taxa de conversão do euro face ao escudo foi fixada em 200.482 (ver caixa 2).

À semelhança das outras moedas da UE11, a volatilidade da moeda nacional perante o marco continuou a diminuir, sendo virtualmente nula nos últimos meses do ano.

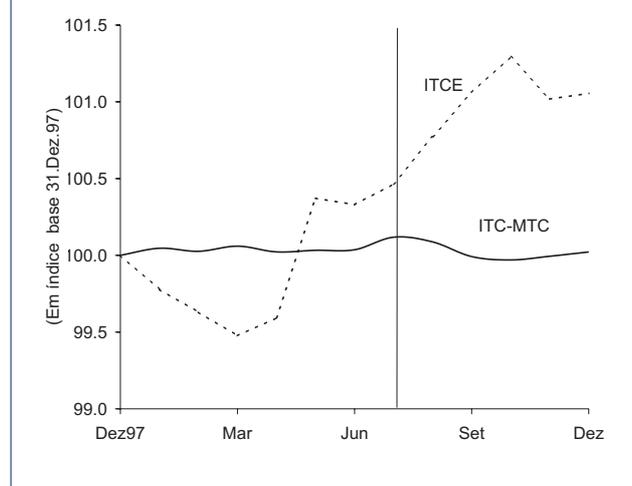
Em termos efectivos e em valores de fim de período, a moeda nacional apreciou-se 0.7 por cento no semestre, totalizando uma apreciação anual de 1.1 por cento⁽⁷⁾ (ver gráfico 25). Considerando apenas as moedas do MTC do SME, o escudo não registou qualquer variação quer no semestre, quer no ano.

No decurso do semestre, a política monetária do escudo foi crescentemente condicionada pelos objectivos de convergência. A convergência total da taxa *repo* ocorreu a 3 de Dezembro, no contexto de descida concertada dos bancos centrais nacionais da futura zona do euro das respectivas taxas de intervenção, com a colocação da taxa em 3.0 por cento (ver quadro 1). Na mesma data, as taxas das facilidades permanentes de absorção e de cedência foram reduzidas para 2.75 por cento e 4.75 por cento, respectivamente.

A redução das taxas de intervenção transmitiu-se às taxas de juro de curto prazo do mercado interbancário (MMI), as quais prosseguiram a trajectória descendente.

(7) Em 1998 e em termos médios, o ITCE do escudo registou uma depreciação de 1.2 por cento.

Gráfico 25
EVOLUÇÃO DOS ÍNDICES ITCE E ITC-MTC
Médias mensais



Quadro 1

TAXAS DE INTERVENÇÃO DO
BANCO DE PORTUGAL

Em percentagem

	Taxa da facilidade permanente de absorção	Taxa <i>repo</i>	Taxa da facilidade permanente de cedência
12-05-1998	4.20	4.50	6.20
12-10-1998	3.70	4.00	5.70
04-11-1998	3.50	3.75	5.50
03-12-1998	2.75	3.00	4.75
29-12-1998			3.25

A exemplo do observado durante o semestre anterior, durante a segunda metade de 1998, o MMI apresentou em geral uma situação de excesso de liquidez. A 4 Novembro venceu-se a primeira *tranche* de Títulos de Depósito do Banco de Portugal da série B, remunerada, no montante de 136.8 milhões de contos.

A adaptação das instituições às novas condições de intervenção no mercado monetário do escudo poderá ter condicionado, de alguma forma, a liquidez no sistema interbancário, verificando-se um aumento da volatilidade da taxa de juro *overnight*, a qual se situou por diversas vezes acima da taxa *repo* (ver gráfico 26).

Ao longo do semestre, a curva de rendimentos do escudo registou uma deslocação paralela descendente, verificando-se uma redução dos níveis

Gráfico 26
TAXAS DE JURO DE INTERVENÇÃO
DO BANCO DE PORTUGAL
E TAXA DE JURO OVERNIGHT NO MMI

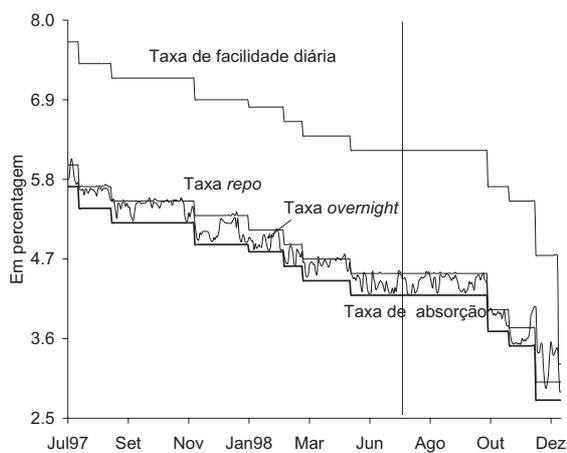
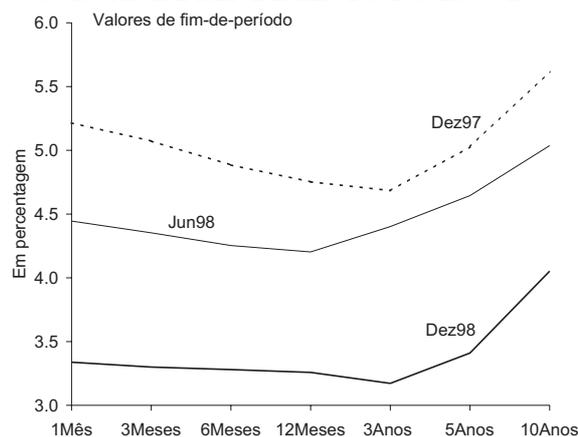


Gráfico 27
CURVAS DE RENDIMENTO DO ESCUDO



Nota: As taxas de juro dos prazos entre um mês e um ano são taxas Lisbor; as taxas de juro dos prazos entre três e dez anos são taxas de rendibilidade de Obrigações do Tesouro.

das taxas de juro em cerca de 1 ponto percentual (ver gráfico 27). No final de 1998, a curva de rendimentos aumentou um pouco de inclinação em relação ao final de 1997, fruto de uma redução mais acentuada das taxas de juro de curto prazo (-1.9 p.p. no prazo do mês) do que nas taxas de longo prazo (-1.6 p.p. nos dez anos), reflectindo a finalização do processo de convergência das taxas de juro de curto prazo.

As taxas de juro a 3 meses do escudo mantiveram a trajectória descendente, tendo-se reduzido 0.9 p.p. no semestre, perfazendo 1.6 p.p. no ano. O diferencial entre as taxas de juro a 3 meses portu-

Gráfico 28
TAXAS DE JURO DE CURTO PRAZO
Médias mensais

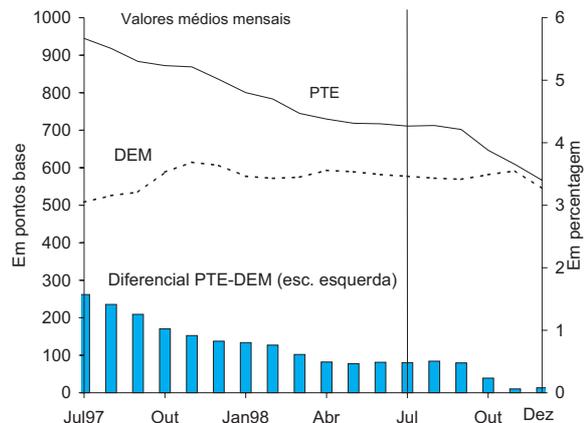
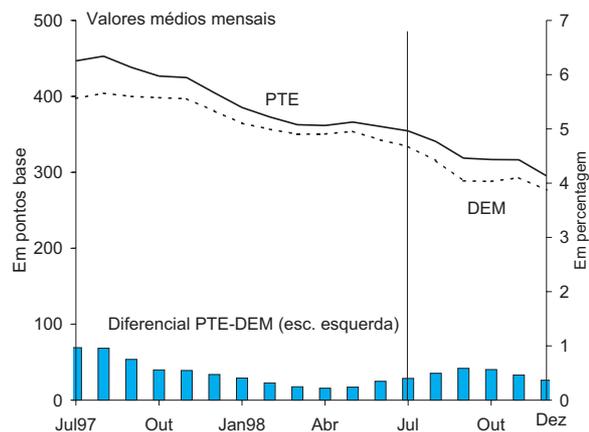


Gráfico 29
TAXAS DE JURO DE LONGO PRAZO
Médias mensais



guesas e alemãs contraiu-se 0.7 p.p. no semestre (1.2 p.p. no ano), num movimento de convergência ocorrido sobretudo em Outubro e Novembro (ver gráfico 28).

Em termos de fim de período, as taxas de rendibilidade a dez anos observaram uma descida no semestre de 0.9 p.p. e no ano de 1.5 p.p.. O diferencial entre as taxas de juro de longo prazo portuguesas e alemãs continuou a subir um pouco durante os primeiros meses do semestre, situando-se em Dezembro em 0.3 p.p. (ver gráfico 29). No ano, este diferencial registou uma diminuição de 0.1 p.p..

Acabado de redigir com informação disponível até 18 de Janeiro de 1999.

ESTIMAÇÃO DO PRODUTO POTENCIAL PARA A ECONOMIA PORTUGUESA*

Susana Botas**

Carlos Robalo Marques**

Pedro Duarte Neves**

1. INTRODUÇÃO

O ritmo de crescimento da economia constitui, sem dúvida, uma das informações mais relevantes para as autoridades económicas de cada país. Um crescimento lento pode estar associado à persistência de níveis elevados de desemprego, enquanto que um crescimento demasiado rápido pode dar origem a pressões insustentáveis sobre o processo de formação de salários.

É neste contexto que o conceito de produto potencial — enquanto indicador da situação da oferta agregada — pode desempenhar um papel importante. Todavia, embora largamente utilizado no âmbito da análise económica, o conceito de produto potencial não é único, existindo várias definições e diversos métodos para a sua quantificação.

Por um lado, há um conjunto de técnicas relativamente *standard* de tratamento de séries temporais que identifica o conceito de produto potencial com a componente de tendência de uma série temporal, eliminando desta forma as componentes sazonal, cíclica e errática. Estes métodos são estatísticos, não permitindo uma interpretação dos factores económicos que conduziram a um produto observado acima ou abaixo do produto potencial.

A estimação de uma função de produção constitui uma forma de relacionar o grau de utilização de factores produtivos com o produto potencial. Segundo esta interpretação, o crescimento do produto potencial reflecte um crescimento da produtividade tendencial e um grau de utilização de capital compatível com o observado no passado, assim

como uma utilização de trabalho compatível com a inexistência de pressões inflacionistas, geralmente associada com o conceito da taxa natural de desemprego.

Conforme ficará claro ao longo deste estudo, métodos alternativos poderão conduzir a estimativas quantitativamente diferentes para o produto potencial. Existe, desta forma, uma margem de incerteza considerável na quantificação do chamado hiato do produto — diferença entre o nível do produto observado e o nível do produto potencial — o que requer um cuidado muito especial na interpretação dos resultados obtidos. Este facto sugere que as estimativas obtidas por métodos diferentes sejam confrontadas com outras indicações quantitativas do grau de utilização de factores produtivos, como a taxa de desemprego ou a taxa de utilização da capacidade produtiva.

O conceito de produto potencial pode, segundo a interpretação da abordagem da função de produção, ser visto como um indicador de pressões inflacionistas na economia. Com efeito, a pressão sobre os preços tende a surgir quando se verifica um grau elevado de utilização de capacidade produtiva e quando a taxa de desemprego se situa abaixo da taxa natural de desemprego⁽¹⁾.

O conceito de produto potencial é também utilizado para a correcção de efeitos cíclicos no comportamento de algumas variáveis. Refira-se, em particular, o interesse em calcular variações do saldo global e do saldo primário do Sector Público

* 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) Existe um conjunto relativamente vasto de estudos publicados em Bancos Centrais em que se discute a utilização do conceito de hiato do produto na explicação do comportamento da inflação. Veja-se, por exemplo, Cassola e Sousa (1996), Marques (1990), Fisher, Mahadeva e Whitley (1997) e Gartner (1995).

Administrativo corrigidas dos efeitos da posição cíclica da economia, o que constituem indicações de orientação da política orçamental⁽²⁾.

A principal conclusão deste estudo é a de que a aplicação das técnicas alternativas de estimação do hiato do produto conduzem, para a economia portuguesa, a resultados semelhantes, em particular para o período mais recente. Verifica-se também que a economia tem vindo, nos últimos três anos, a crescer a um ritmo superior ao do produto potencial e que o produto se encontra, muito provavelmente, próximo do seu valor potencial.

Este estudo contém três secções adicionais. Na secção 2 são apresentados, de uma forma relativamente sucinta, alguns métodos que permitem obter estimativas do produto potencial. Os resultados obtidos para Portugal são descritos na secção 3. Finalmente, a secção 4 apresenta as principais conclusões deste estudo.

2. MÉTODOS ALTERNATIVOS DE ESTIMAÇÃO DO HIATO DO PRODUTO

Como se disse, o produto potencial é uma variável não observável e por isso necessita de ser estimada. Dada a relevância deste conceito, será aconselhável comparar estimativas obtidas a partir da utilização de técnicas quantitativas alternativas. Neste estudo recorre-se à utilização de três procedimentos diferentes: i) tendência linear ; ii) método de Hodrick-Prescott e iii) função de produção.

Vejam, em linhas gerais, em que consiste cada um destes procedimentos e quais as suas vantagens e desvantagens.

i) Método da tendência linear

A forma mais simples de obtenção de uma estimativa para o produto potencial consiste na estimação de uma tendência linear no logaritmo natural do PIB a preços constantes, o que corresponde, no essencial, a utilizar a taxa de crescimento média verificada no período em análise⁽³⁾.

Para longos períodos de tempo, contudo, a hipótese de uma taxa média de crescimento constan-

te pode não constituir uma hipótese muito razoável. Na generalidade das economias ocidentais, por exemplo, o crescimento económico foi mais intenso no pós-guerra do que nas décadas de 70 e 80. Uma alternativa consiste na estimação de uma tendência linear para o logaritmo natural do PIB que possibilite a identificação de quebras de estrutura, o que corresponde a assumir diferentes taxas de crescimento potencial para o produto para diferentes períodos de tempo⁽⁴⁾. No limite, este procedimento pode mesmo resultar em estimativas de crescimento potencial diferentes para cada ciclo económico⁽⁵⁾.

A estimativa de taxas de crescimento potencial que correspondem à taxa média de crescimento verificada em cada ciclo económico assegura a simetria dos hiatos do ciclo económico, o que constitui uma vantagem. Pelo contrário, o facto de os resultados da estimação não serem invariantes à definição do ciclo económico constitui uma desvantagem deste método.

Outra desvantagem reside na dificuldade da sua utilização para previsão do produto potencial, pois as quebras de estrutura apenas são conhecidas *a posteriori*. É também sabido que se a série do PIB for integrada de ordem 1, em vez de estacionária em tendência, então o ajustamento de uma tendência linear corresponde ao conhecido fenómeno do “*spurious detrending*”, na medida em que os resíduos da regressão (componente cíclica do produto) não são estacionários. Neste caso, a componente cíclica é de interpretação duvidosa porque reflecte uma série que não apresenta reversão à média.

ii) Método de Hodrick-Prescott

Uma alternativa à estimação de uma tendência linear consiste na hipótese de a taxa de crescimento potencial não ser constante ao longo do tempo. Este resultado pode ser obtido a partir da utiliza-

(2) Veja-se Centeno (1994).

(3) Em rigor, este procedimento requer a utilização de ciclos económicos completos.

(4) A identificação de uma taxa de crescimento constante para o produto corresponde à estimação da relação log-linear $\ln PIB_t = \alpha + \beta t$, sendo β a taxa de crescimento potencial estimada; no caso da possibilidade de quebras de estrutura, a relação passa a ser $\ln PIB_t = \alpha + \sum_i \beta_i t_i$.

(5) A OCDE utiliza, entre outros, este procedimento, definindo um ciclo económico como o período entre dois máximos consecutivos de crescimento económico. Ver Giorno, Richardson, Roseveare e van den Noord (1995).

ção de alguns filtros estatísticos cujo objectivo principal é a identificação da componente de tendência de uma série temporal. Ao contrário da regressão linear, que dá o mesmo peso a todas as observações, estes filtros dão pesos diferentes às diferentes observações, consoante estejam mais perto ou mais longe do período em análise. O método de Hodrick-Prescott constitui o filtro estatístico mais utilizado para estimação do produto potencial⁽⁶⁾.

O filtro de Hodrick-Prescott⁽⁷⁾ (HP) obtém uma estimativa do produto potencial a partir do cálculo de médias móveis ponderadas usando valores passados e futuros do produto observado. As ponderações atribuídas são maiores para anos mais próximos daquele para o qual se está a calcular o produto potencial. A utilização do filtro de Hodrick-Prescott requer uma escolha, traduzida no valor do parâmetro de alisamento λ do problema de minimização⁽⁸⁾, entre uma série para o produto potencial mais alisada ou uma série mais aproximada do produto observado (nos casos limite, ter-se-ia uma tendência linear ou a própria série do produto observado). Um valor mais baixo de λ corresponde a uma trajectória do produto muito próxima da observada, e desta forma mais volátil, enquanto que um valor mais elevado de λ produz uma trajectória do produto mais alisada e, desta forma, mais próxima da tendência linear. Estes resultados são explicados pelo facto de um valor mais baixo de λ corresponder à utilização de um número inferior de anos no processo de cálculo de médias móveis. Na literatura encontra-se relativamente estabilizada a hipótese de $\lambda = 100$ para dados de natureza anual e de $\lambda = 1600$ para dados trimestrais⁽⁹⁾.

Por ponderar observações passadas e futuras, a utilização do filtro de Hodrick-Prescott levanta problemas nos extremos da amostra, levando a que a tendência estimada siga de perto o valor observado do produto. Este ponto é importante, pois

na maior parte dos casos o nosso interesse reside exactamente em medir o produto potencial nos anos mais recentes. Para ultrapassar este problema é conveniente prolongar a amostra com previsões de valores futuros do produto.

Outra limitação do filtro HP prende-se com o tratamento das quebras estruturais, as quais tendem a ser alisadas através do filtro. Deste modo, o efeito de uma quebra estrutural tende a ser distribuído ao longo de vários períodos em vez de se fazer sentir num único período, como acontece por exemplo com a tendência linear, uma vez identificado o ponto de quebra. Acresce ainda que o filtro HP tende a criar ciclos espúrios, isto é, a gerar ciclos mesmo quando eles não estão presentes nos dados originais⁽¹⁰⁾.

Este método tem todavia a vantagem de garantir a estacionarização do hiato do produto (componente cíclica), o qual, como já foi referido, não acontece no método da tendência linear.

iii) Método da função de produção

Os dois métodos anteriormente apresentados constituem procedimentos de natureza estatística destinados à identificação da tendência de uma série temporal. A maior limitação destes métodos reside, sem dúvida, no facto de consistirem em meros procedimentos estatísticos que não utilizam qualquer informação sobre as potenciais restrições de carácter estrutural presentes na economia, especificamente a maior ou menor disponibilidade dos factores de produção. Deste modo, o produto potencial projectado por qualquer das abordagens anteriores pode ser inconsistente com a evolução do *stock* de capital, do emprego e da produtividade. A chamada abordagem da função de produção pretende ultrapassar estas dificuldades passando a levar em conta a maior ou menor disponibilidade dos factores de produção.

De acordo com esta abordagem, o produto potencial corresponde ao nível máximo de produto consistente com uma inflação estável. Enquanto tal, este conceito não deve confundir-se com o nível máximo do produto — no sentido técnico do termo — que corresponderia a uma utilização plena dos factores produtivos.

(6) O método de Holt-Winters e o método das componentes não observadas (Watson, 1986) constituem duas alternativas.

(7) O filtro de Hodrick-Prescott é obtido a partir do seguinte problema de minimização:

$$\text{Min}_{y_t^*} \sum_{t=1}^T (\ln y_t - \ln y_t^*)^2 + \lambda \sum_{t=1}^T [(\ln y_{t+1}^* - \ln y_t^*) - (\ln y_t^* - \ln y_{t-1}^*)]^2$$

Sendo y o produto a preços constantes e y^* o valor do produto potencial.

(8) Ver nota 7.

(9) Ver, por exemplo, Kydland e Prescott (1990).

(10) Veja-se Cogley e Nason (1995)

Neste estudo admitir-se-á, por uma questão de simplicidade, que a produção da economia é razoavelmente explicada por uma função de produção Cobb-Douglas com rendimentos constantes à escala e progresso técnico⁽¹¹⁾. Dada a possibilidade de o progresso técnico ser uma variável não estacionária e não captável por uma simples tendência linear (facto que complicaria a estimação dos parâmetros da função de produção), o parâmetro da função de produção correspondente ao peso do rendimento do trabalho no rendimento nacional é obtido por calibração, usando a média amostral. Os resíduos da função de produção (progresso técnico) são de seguida alisados (usando por exemplo o filtro HP ou uma tendência linear) por forma a obter uma medida tendencial da produtividade total dos factores. O produto potencial obtém-se por substituição, na função de produção, da produtividade tendencial, do *stock* de capital observado e do emprego potencial. Por sua vez, o emprego potencial pode ser calculado a partir de uma estimativa para a NAIRU⁽¹²⁾.

Consideremos a seguinte função de produção Cobb-Douglas com rendimentos constantes à escala e progresso técnico:

$$Y_t = L_t^\alpha K_t^{1-\alpha} N_t$$

onde Y_t representa o produto, L_t o factor trabalho, K_t o *stock* de capital efectivamente utilizado e N_t o progresso técnico. Representando por letras minúsculas os logaritmos correspondentes, a função anterior pode escrever-se

$$y_t = \alpha l_t + (1 - \alpha)k_t + n_t$$

Para um dado valor de α podemos calcular o progresso técnico, n_t , correspondente aos resíduos da função de produção. Um alisamento de n realizado pelo filtro HP ou por uma tendência linear fornece-nos uma medida da tendência da produtividade dos factores, aqui referida como n^* . O emprego potencial vem dado pela expressão $L^* = PA \cdot (1 - NAIRU)$ onde PA representa a população activa. O logaritmo do produto potencial pode calcular-se através da expressão

$$y_t^* = \alpha l_t^* + (1 - \alpha)k_t^* + n_t^*$$

onde k^* representa o *stock* de capital potencial, que na prática corresponde ao *stock* de capital observado.

A expressão anterior é elucidativa quanto ao papel que os diferentes factores de produção jogam na determinação do produto potencial. Por um lado, o produto potencial será tanto maior quanto maior o *stock* de capital. Por outras palavras, elevadas taxas de investimento — especialmente se destinado ao alargamento da capacidade produtiva — determinarão maiores taxas de crescimento do produto potencial. Por outro lado, o produto potencial será também tanto maior quanto maior o emprego potencial, isto é, quanto menor for a NAIRU. Por último, o produto potencial será também tanto maior quanto maior o progresso técnico tendencial.

A abordagem da função de produção não está, naturalmente, isenta de limitações. Como discutido acima, o produto potencial está dependente do tipo de função de produção assumida, da forma de cálculo da NAIRU e da forma de cálculo da produtividade tendencial. A escolha de uma estimativa pontual para a NAIRU, à qual está associada um determinado grau de incerteza, e a utilização do filtro HP ou de uma tendência linear no cálculo de n^* introduzem nesta abordagem todo o tipo de limitações inerentes à utilização destes métodos.

3. RESULTADOS PARA PORTUGAL

Nesta secção são apresentados os resultados da aplicação das metodologias descritas na secção anterior. Para o efeito foram utilizadas duas séries alternativas para o produto. Assim, considerou-se por um lado a série que se obtém por colagem de três séries de origem distinta: para o período 1958-1987 a série publicada em Santos, Dias e Cunha (1992), para o período 1988-1994 as Contas Nacionais do Instituto Nacional de Estatística e para o período 1995-1998 as estimativas e previsões mais recentes do Banco de Portugal (ver *Relatório Anual* do Banco de Portugal de 1997 e o artigo "A economia portuguesa em 1998", neste Boletim Económico). Como segunda alternativa, tomaram-se as "Séries Longas para a Economia Portu-"

(11) Para uma abordagem baseada na função de produção C.E.S. veja-se, por exemplo, Marques (1990).

(12) Do inglês *Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment*.

sa" de Pinheiro e outros (1997), no que se refere ao período 1958-1995⁽¹³⁾ enquanto que para o período 1996-1998 foram usadas as estimativas e previsões mais recentes do Banco de Portugal. Ao longo desta secção estas séries serão designadas por Contas Nacionais (CN) e Séries Longas (SL) respectivamente. A utilização de duas séries alternativas é justificada pelo facto de os crescimentos reais das duas séries diferirem de uma forma não negligenciável, apresentando as Séries Longas um crescimento mais acentuado no período posterior a 1974.

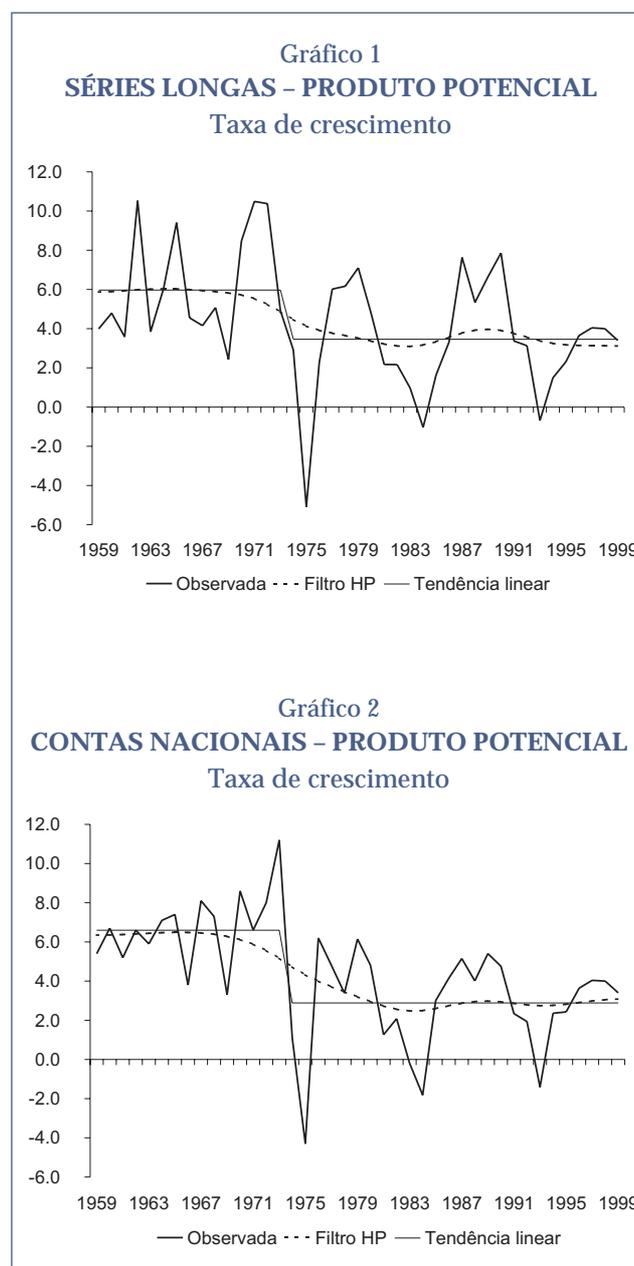
A aplicação das técnicas acima descritas de estimação do hiato do produto foi aplicada tanto a estas séries anuais como a séries trimestrais. Apresentam-se, de seguida, os principais resultados obtidos.

i) Dados anuais

A economia portuguesa registou um crescimento consideravelmente mais acentuado no período 1958-1973 do que no período 1974-1998. A estimação de uma tendência log-linear para o conjunto do período conduziria à estimação de uma taxa de crescimento potencial relativamente elevada em relação ao crescimento observado nos últimos 20 anos. Para ultrapassar esta situação considerou-se um modelo log-linear com quebra de estrutura em 1974.

O gráfico 1 apresenta as estimativas de crescimento do produto potencial obtidas para as Séries Longas, assim como as taxas de crescimento observadas. A estimação de uma regressão log-linear conduz a um crescimento médio de 6.0 por cento até 1973 e de 3.5 por cento a partir daí. A taxa de crescimento potencial obtida a partir da utilização do filtro de Hodrick-Prescott está também representada no gráfico, sendo, no final do período temporal considerado, um pouco inferior à obtida com a regressão log-linear.

O gráfico 2 apresenta as estimativas correspondentes obtidas com as Contas Nacionais. A estimação de uma regressão log-linear conduz a um crescimento médio de 6.6 por cento até 1973 e de 2.9 por cento a partir daí. A taxa de crescimento po-



tencial obtida a partir da utilização do filtro de Hodrick-Prescott quase coincide, nos últimos 20 anos, com a taxa obtida a partir da regressão log-linear, situando-se, no final do período amostral, ligeiramente acima desta com uma taxa de crescimento de 3.1 por cento. Registe-se, aliás, que a aplicação do método de Hodrick-Prescott às duas séries alternativas conduz, no final da amostra, à obtenção da mesma taxa de crescimento do produto potencial.

As estimativas do hiato do produto para cada uma das séries e para cada um dos métodos utilizados estão apresentadas nos gráficos 3 e 4. Estes gráficos apresentam evoluções muito semelhantes. Em termos gerais, e no que se refere ao período

(13) As séries utilizadas neste estudo incorporam algumas revisões que entretanto foram efectuadas às séries de Pinheiro e outros (1997) até 1993 e uma extensão para o período até 1995.

Gráfico 3
SÉRIES LONGAS - HIATO DO PRODUTO

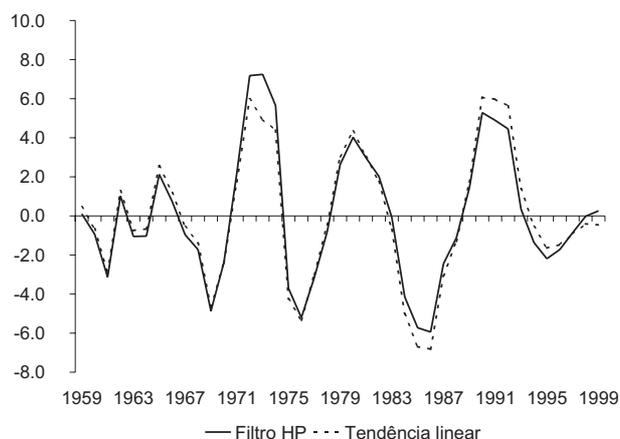
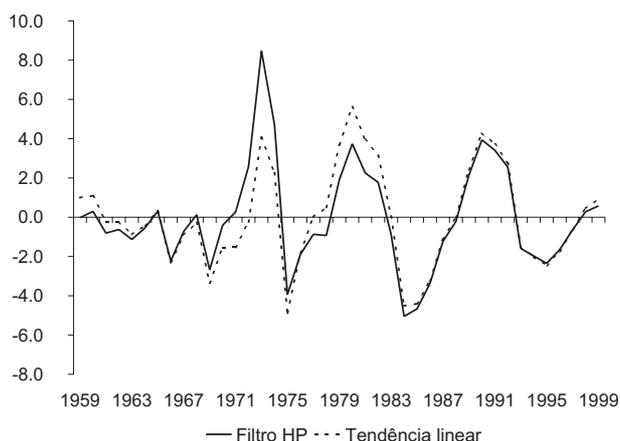


Gráfico 4
CONTAS NACIONAIS - HIATO DO PRODUTO



mais recente, pode concluir-se que a recessão de 1993 conduziu o produto observado para um nível inferior ao do produto potencial. A partir de 1996, contudo, o crescimento da economia portuguesa tem tornado menos negativo o hiato do produto. Em 1998, o nível estimado para o produto situa-se muito próximo do seu valor potencial, com o hiato do produto, de acordo com as Contas Nacionais, a passar de negativo em 1997 (-0.6%) para positivo em 1998 (cerca de +0.4%). Para as Séries Longas o hiato do produto anula-se em 1998, segundo o filtro HP (-0.9% em 1997); todavia, segundo a tendência linear, o hiato do produto mantém-se ainda marginalmente negativo em 1998 e 1999. Em qualquer dos casos, a conclusão é a de que em 1998 o valor do produto estará muito próximo do seu va-

lor potencial, isto é, o hiato do produto estará próximo de zero.

Os gráficos 3 e 4 permitem fazer com alguma clareza dois pontos adicionais. O primeiro é o de que na década de 60 (primeiros 10 anos da amostra) não é visível a existência de ciclos ou, a existirem, estes terão sido de amplitude e duração muito pequena. Pelo contrário, a partir do início da década de 70 os ciclos são claros e de duração mais ou menos longa, estimando-se que o último tenha tido uma duração próxima de 10 anos. O segundo ponto que pode ser feito é o de que a recessão de 1993 foi menos profunda e mais curta do que as verificadas em 1975 e em 1983-1984. O hiato do produto estimado para o período a seguir à última recessão é claramente menos negativo do que o obtido em anteriores períodos recessivos.

ii) Dados trimestrais

Vejam os resultados obtidos com os dados trimestrais. Naturalmente, tratando-se de duas séries que têm implícita a mesma taxa de crescimento que as correspondentes séries anuais, não seria de esperar alterações de natureza qualitativa face às conclusões apresentadas para as séries anuais, com excepção das que poderão resultar da alteração do período amostral⁽¹⁴⁾ ou da utilização do cálculo do produto potencial pelo método da função de produção.

Para o cálculo do produto potencial pelo método da função de produção tomou-se $\alpha = 0.535$, valor que corresponde ao peso médio das remunerações do trabalho no rendimento nacional no período 1980 a 1996. Em geral, a maior dificuldade reside no cálculo do emprego potencial, L^* , dada a incerteza tradicionalmente associada quanto ao verdadeiro valor da NAIRU. Todavia, para Portugal, não só existe um largo consenso entre os investigadores de que a NAIRU tem sido basicamente está-

(14) Uma limitação adicional das abordagens da tendência linear e do filtro HP reside no facto de que os resultados podem ser sensíveis à dimensão do período amostral. Recorde-se que quer num caso quer noutra, os resíduos (componente cíclica) têm média zero independentemente da duração do período amostral e independentemente da economia estar ou não no mesmo ponto do ciclo no início e no fim do período. Esta propriedade, só por si, pode dar origem a ciclos espúrios pois, em qualquer período amostral, por mais pequeno que seja, haverá sempre pelo menos um período de hiato positivo e um período de hiato negativo que se compensam.

Quadro 1

ESTIMATIVAS PARA A NAIRU EM PORTUGAL

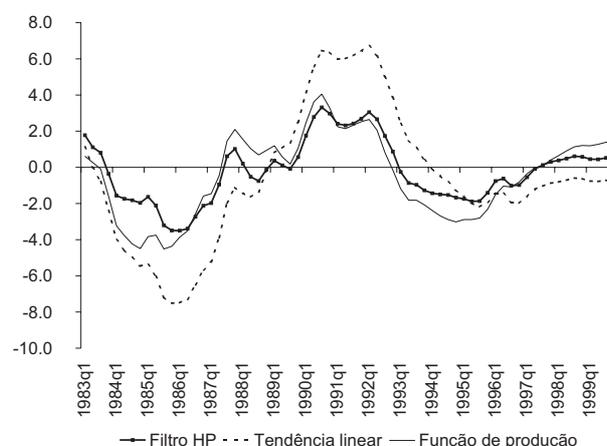
	Metodologia	NAIRU
Luz e Pinheiro(1993)	Equação de Okun	5.5
	Equação de salários	6.0
Marques e Botas(1997)	Equação de salários	5.4
Modesto(1997)	Curva de Beveridge	6.0-6.5
Gaspar e Luz(1997)	Equação de Okun	6.0
	Equação de salários	5.75
Barbosa e outros(1998)	Equação de Okun	5.8
	Equação de salários	5.6

vel nos últimos 15 anos, como as próprias estimativas se encontram relativamente próximas umas das outras. De facto, a maioria das estimativas situa-se entre 5.5% e 6% conforme se pode verificar no quadro 1.

Perante estes valores decidiu-se usar 5.75% como valor para a NAIRU no cálculo do produto potencial. Para a população activa admitiu-se um crescimento de 1% em 1998 e 1999, o que compara com um crescimento de 0.7% em 1996 e 1.3% em 1997. Para o progresso técnico tendencial, n^* , admitiu-se para 1998 e 1999 uma taxa de crescimento em cadeia igual à taxa tendencial verificada no fim do período amostral (4º trimestre de 1997). O *stock* de capital efectivamente em uso foi calculado multiplicando o *stock* de capital observado pelo grau de utilização da capacidade produtiva previamente dividido pelo seu valor médio, de acordo com os valores publicados no Inquérito de Conjuntura à Indústria Transformadora do Instituto Nacional de Estatística. Tendo em vista reduzir um pouco o ruído presente nas medidas do produto potencial, decidiu-se corrigir as séries do PIB e da população activa da componente irregular.

Os resultados para o hiato do produto calculado pelos três métodos encontram-se nos gráficos 5 (Séries Longas) e 6 (Contas Nacionais). Verifica-se que, em geral, o hiato do produto dado pela função de produção⁽¹⁵⁾ acompanha de perto o hiato do produto fornecido pelo filtro HP.

A aplicação das três metodologias aponta para uma mudança de sinal do hiato do produto ao lon-

Gráfico 5
HIATO DO PRODUTO
SÉRIES TRIMESTRAIS SLGráfico 6
HIATO DO PRODUTO
SÉRIES TRIMESTRAIS CN

go de 1997, quando se utilizam as séries das Contas Nacionais. O mesmo se verifica com a aplicação do filtro HP e da função de produção às Séries Longas. O ajustamento de uma tendência linear às Séries Longas conduz, contudo, à obtenção de um hiato do produto negativo no final da amostra.

Confirma-se a ideia já apresentada para os dados anuais de que a recessão de 1993 foi menos

(15) Nos gráficos 5, 6, 7 e 8 apresenta-se o resultado da abordagem da função de produção em que o progresso técnico potencial é medido através da aplicação do filtro HP à série do progresso técnico observado. Todavia, o resultados que se obtêm medindo o progresso técnico tendencial através de uma tendência linear não diferem qualitativamente dos apresentados.

Gráfico 7
PRODUTO POTENCIAL
SÉRIES TRIMESTRAIS SL
 Taxas de crescimento médias anuais

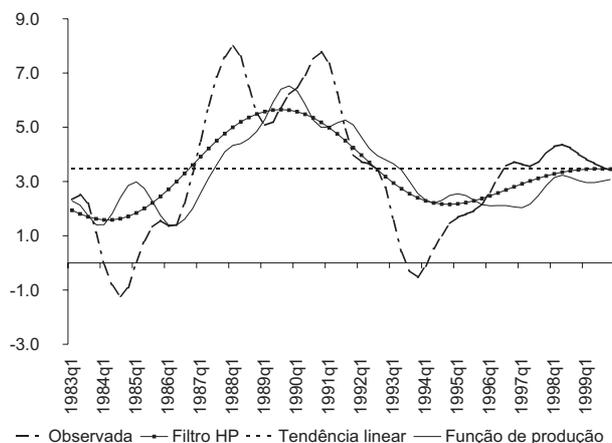
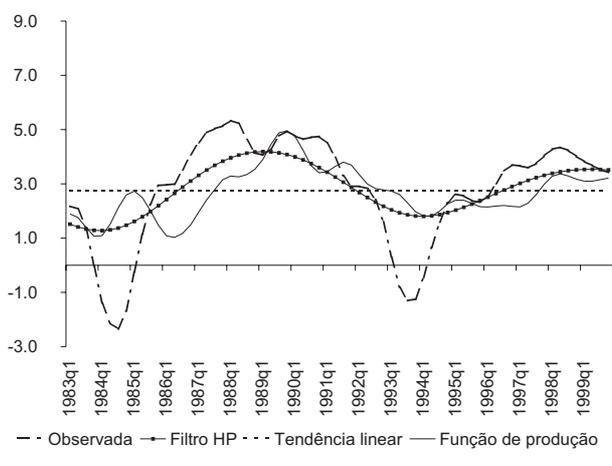


Gráfico 8
PRODUTO POTENCIAL
SÉRIES TRIMESTRAIS CN
 Taxas de crescimento médias anuais



profunda e mais curta do que a verificada em 1983-1984.

Os gráficos 7 (Séries Longas) e 8 (Contas Nacionais) apresentam as taxas de crescimento médias anuais do produto potencial calculado pelos três métodos, bem como da taxa de crescimento do PIB observado/estimado. Fixando-nos especialmente na parte final do período amostral verificamos que o PIB tem vindo, desde 1996, a crescer a uma taxa superior à do produto potencial, qualquer que seja o método de cálculo deste, com excepção do último ano em análise (1999). De facto, neste ano, de-

vido à desaceleração assumida para a taxa de crescimento do PIB esta aproxima-se da taxa de crescimento do produto potencial, especialmente se este for medido pelo filtro HP ou pela função de produção.

4. CONCLUSÕES

Este artigo apresenta estimativas para o produto potencial para a Economia Portuguesa, obtidas segundo os métodos mais comumente utilizados: método da tendência log-linear, filtro de Hodrick-Prescott e abordagem da função de produção. As estimativas foram obtidas quer para dados anuais (período 1958-1999) quer para dados trimestrais (período 1983:1-1999:4). A conclusão principal é a de que os resultados para o produto potencial e, conseqüentemente, para hiato do produto não divergem significativamente, independentemente das séries e dos métodos de cálculo utilizados.

Verifica-se também que nos últimos três anos o produto tem vindo a crescer a uma taxa superior à do produto potencial e que, independentemente do método de cálculo e do período amostral considerado, o valor do produto observado em 1998 estará muito próximo do produto potencial.

Naturalmente estas conclusões devem ser lidas com alguma precaução. As limitações inerentes aos diversos métodos de cálculo, e em particular a incerteza quanto ao verdadeiro valor da NAIRU, sugerem que o tipo de análise conduzido neste trabalho seja complementado com a observação de variáveis que possam fornecer algumas indicações sobre o grau de utilização dos factores produtivos. A análise, em cada momento, da situação no mercado de trabalho incluindo a análise da taxa de desemprego e a evolução salarial, por um lado, e por outro, o acompanhamento da informação sobre o nível de utilização da capacidade produtiva na indústria transformadora, é algo que não pode deixar de ser feito independentemente da maior ou menor credibilidade atribuída às estimativas do produto potencial apresentadas.

Acresce ainda que a Economia Portuguesa, à semelhança dos restantes países da zona do Euro, poderá estar a atravessar um período de alteração de regime provocada pela introdução da moeda única. Parece razoável admitir que os efeitos positivos resultantes da eliminação do risco cambial e

dos custos de conversão entre moedas dos países participantes na zona do Euro, do claro objectivo de promoção da estabilidade de preços na zona e da redução dos défices públicos no âmbito do Pacto de Estabilidade e Crescimento, conduzam à criação de um clima propício a um aumento progressivo do crescimento do produto potencial, resultante, numa parte considerável, de um crescimento mais forte do investimento induzido por menores taxas de juro e menor incerteza⁽¹⁶⁾. A confirmar-se, tal alteração de regime permitirá um crescimento mais elevado da Economia Portuguesa sem risco de pressões significativas sobre os preços.

REFERÊNCIAS

- Barbosa e outros, 1998, *O impacto do euro na economia portuguesa*, Ministério das Finanças.
- Cassola, N., Sousa, J., 1996, "O modelo P-STAR: uma aplicação a Portugal", Banco de Portugal, *Boletim Económico*, Setembro.
- Centeno, M., 1994, "Política orçamental: indicadores e análise", Banco de Portugal, *Boletim Trimestral*, Março 1994.
- Cogley, T., Nason, J.M., 1995, "Effects of the Hodrick-Prescott filter on trend and difference stationary time series: implications for business cycle research", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 19, 253-278.
- Fisher, P., Mahadeva L., Whitley J.D., 1997, "Utiliser l'écart de production pour prévoir l'inflation: l'expérience de la Banque d'Angleterre", *Économie Internationale*, nº 69, 1º trimestre.
- Gartner, C., 1995, "Potential output and output gap. Indicators for monetary policy analysis", *Reports and Summaries of the Oesterreichische Nationalbank*, 3/1995.
- Gaspar V., Luz S., 1997, "Unemployment and wages in Portugal", Banco de Portugal, *Boletim Económico*, Dezembro 1997.
- Giorno, C., Richardson, P., Roseveare, D., van den Noord, P., 1995, "Estimating potential output, output gaps and structural budget balances", *WP no. 152*, OECD, Economics Department.
- Kydland, F., Prescott, C. 1990, "Business cycles: real facts and a monetary myth", Federal Reserve Bank of Minneapolis, *Quarterly Review* (Spring), pp 3-18, 1990.
- Luz S., Pinheiro M., 1993, "Desemprego, vagas e crescimento salarial", Banco de Portugal, *Boletim Trimestral*, Vol.15, Nº2.
- Marques, C. R., 1990, "Produto potencial, desemprego e inflação em Portugal", Banco de Portugal, *Documento de Trabalho* Nº1 (nova série).
- Marques C.R., Botas S., 1997, "Estimation of the NAIRU for the Portuguese economy", Banco de Portugal, *Working Paper* Nº 6/97.
- Modesto, L., 1997, "Measuring job mismatch and structural unemployment in Portugal: an empirical study using panel data", *Documento de Trabalho* Nº1, DGEF, Ministério das Finanças.
- Pinheiro e outros, 1997, *Séries longas para a Economia Portuguesa*, Vol. 1, Banco de Portugal.
- Santos E., Dias F. C., Cunha, J.C., 1992, "Séries longas das contas nacionais portuguesas: aspectos metodológicos e actualização, 1958-1991", Banco de Portugal, *Boletim Trimestral*, Vol.14, Nº4, Dezembro.
- Watson M.W., 1986, "Univariate detrending methods with stochastic trends", *Journal of Monetary Economics*, 18,49-76.

(16) Barbosa e outros (1998) apresentam estimativas do impacto na taxa de crescimento do produto de alguns dos efeitos referidos.

A ESTIMAÇÃO DO HIATO DO PRODUTO: UM MÉTODO BIVARIADO*

*Maximiano Pinheiro***

1. INTRODUÇÃO

O hiato do produto numa dada economia, tradução da expressão inglesa *output gap*, significa a diferença entre o produto efectivo dessa economia e o produto potencial. Embora o termo potencial possa assumir conotações diferentes, na generalidade das situações é utilizado para traduzir o nível de produto que corresponde a uma utilização “natural”, normal ou média dos factores produtivos primários disponíveis na economia.

Se numa dada economia está a funcionar acima (abaixo) do seu nível potencial de produto ou, de forma equivalente, se apresenta um hiato do produto positivo (negativo), os estabilizadores automáticos orçamentais farão com que o saldo orçamental seja superior (inferior) ao saldo que se obterá numa situação cíclica neutra, em que o produto efectivo fosse idêntico ao produto potencial. Por isso se calculam saldos orçamentais ajustados da posição cíclica, com base em estimativas do hiato do produto, para abstrair dos efeitos dos estabilizadores automáticos e avaliar melhor a postura restritiva ou expansionista da política orçamental.

Por outro lado, numa situação de hiato do produto positivo existirão pressões inflacionistas (nos mercados de bens e serviços, bem como nos mercados de factores produtivos, em particular no mercado de trabalho). Todavia, no caso de uma pequena economia muito aberta como a economia

portuguesa, as pressões inflacionistas nos mercados de produtos transaccionáveis (isto é, nos mercados em que a produção interna se encontra mais exposta à concorrência internacional) deverão manifestar-se de forma atenuada.

Pelas razões referidas, o hiato do produto é um conceito muito utilizado nas análises de conjuntura e na justificação da tomada de medidas de política económica. Mas o hiato do produto não é uma grandeza observada directamente, e os métodos convencionais de estimação revelam fraquezas que fragilizam as conclusões baseadas nessas estimativas.

Este artigo pretende alertar para as limitações dos métodos convencionais de estimação do hiato do produto. Em alternativa, propõe-se uma abordagem bivariada de estimação do hiato do produto, que tenta resolver algumas das limitações mais importantes dos métodos convencionais. Obviamente, a nova metodologia também tem limitações e incorpora várias discricionariedades. Porém, argumenta-se neste artigo que estas limitações e discricionariedades poderão ser menos graves que aquelas de que sofrem os métodos convencionais.

Deste artigo resulta a conclusão de que a economia portuguesa está actualmente numa posição cíclica razoavelmente neutra. Conclui-se também que não existem riscos de sobre-aquecimento no futuro próximo, a menos que se observem crescimentos reais anuais do produto acima dos 4% acompanhados de uma redução do dinamismo do investimento. O presente enquadramento externo da economia portuguesa, com sinais de desaceleração da actividade económica dos nossos principais parceiros comerciais, torna diminuto o risco

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

** Departamento de Estudos Económicos. Este artigo foi escrito durante o Verão, quando o autor prestava serviço no Departamento de Operações de Crédito e Mercados, tendo sido revisto em Janeiro de 1999 com base em informação actualizada entretanto disponibilizada.

de um hiato do produto positivo e significativo no futuro próximo.

O artigo está organizado da maneira seguinte: na Secção 2 discutem-se as principais limitações das metodologias convencionais de estimação do hiato do produto; na Secção 3 apresentam-se as hipóteses necessárias para a construção da metodologia alternativa proposta; na Secção 4 são descritos os dados utilizados e a técnica de estimação considerada; nas restantes secções discutem-se os resultados obtidos e procede-se à análise de robustez das conclusões.

2. CONSIDERAÇÕES METODOLÓGICAS

Uma tipologia simplificada dos métodos convencionais utilizados para a estimação do hiato do produto distingue duas grandes classes:

- as abordagens univariadas aplicadas a uma amostra de observações do produto (utilizando técnicas da análise de sucessões cronológicas mais ou menos complexas);
- as abordagens assentes na estimação de uma função de produção agregada, relacionando o produto com os factores primários de produção.

A primeira classe de metodologias abrange desde procedimentos simples de ajustamento de uma tendência linear ao logaritmo da sucessão do produto (em termos reais), com o hiato a ser definido como o resíduo dessa regressão, a procedimentos algebricamente mais sofisticados como a estimação da tendência pela aplicação do filtro de Hodrick-Prescott (HP)⁽¹⁾.

O filtro HP tornou-se muito popular pela sua utilização extensiva no contexto dos testes de modelos de *real business cycles*⁽²⁾, o que acabou por ditar, por arrastamento, a sua utilização generalizada como método de estimação do hiato do produ-

to e a criação de um fenómeno de “moda” associado ao seu uso. Presentemente, o filtro HP assumiu um estatuto de “método oficial”, adoptado pela generalidade das instituições económicas nacionais e internacionais quando pretendem medir o hiato do produto. Este processo de utilização muito alargada do filtro HP, frequentemente acrítica, tende a fazer esquecer as importantes limitações do método, a dois níveis: problemas de cariz essencialmente estatístico e problemas de natureza económica.

Entre os primeiros, destaque-se a escolha do “parâmetro de alisamento” (λ , como é normalmente designado). Existe algum consenso entre os utilizadores do filtro HP que este parâmetro deverá ser igual a 100 no caso de dados anuais e a 1600 no caso de dados trimestrais, embora a justificação para o valor utilizado seja fraca e normalmente omissa. Tanto mais que as estimativas do hiato do produto para os anos terminais da amostra parecem ser razoavelmente sensíveis à escolha do valor do parâmetro⁽³⁾. Ainda no campo das críticas estatísticas, é sabido que o filtro HP, quando aplicado a sucessões geradas por processos integrados (como se admite que seja o caso da série do produto real, em logaritmos), pode gerar flutuações cíclicas espúrias, isto é, que não estão presentes nos dados originais⁽⁴⁾.

A principal crítica que se pode fazer à aplicação do filtro HP para o cálculo do hiato do produto, crítica que é partilhada por todos os métodos univariados, é a sua pobreza económica. Todos os métodos que recorrem exclusivamente à sucessão cronológica do produto para a estimação do hiato do produto não têm em conta que o produto po-

(1) Referência original: Hodrick e Prescott (1980). Veja-se também King e Rebelo (1993). Fixado um valor para o parâmetro de alisamento λ , a tendência estimada (y_t^*) da série (logarítmica) y_t pela aplicação do filtro HP corresponde à solução do problema de minimização

$$\text{Min}_{\{y_t^*\}} \left\{ \sum_{t=1}^T (y_t - y_t^*)^2 + \lambda \sum_{t=1}^T [(y_t^* - y_{t-1}^*) - (y_{t-1}^* - y_{t-2}^*)]^2 \right\}$$

(2) Para um resumo desta corrente da teoria macroeconómica, veja-se, por exemplo, Stadler (1994).

(3) Hodrick e Prescott (1980) sugerem a escolha do parâmetro de alisamento por forma a que traduza aproximadamente o rácio entre a variância da componente cíclica e a variância da taxa de crescimento do produto tendencial. A análise de sensibilidade que promovem é no sentido de tranquilizar os utilizadores do filtro, já que as principais estatísticas descritivas (desvio-padrão e coeficientes de autocorrelação) e a resposta a impulsos da componente cíclica parecem mudar pouco quando se altera o parâmetro de alisamento. Porém, tal não significa que as estimativas individuais para cada período da amostra, e em particular para os últimos períodos, não se alterem sensivelmente com a mudança do parâmetro.

(4) É a chamada crítica de Nelson-Kang (sobre esta questão veja-se, por exemplo, Cogley e Nason (1995).

tencial é determinado pela capacidade produtiva instalada na economia. Tal implica uma abordagem multivariada, que relacione o produto da economia com os factores primários disponíveis, em particular com o *stock* de capital, através de uma função de produção — a segunda classe de abordagens acima referida. Porém, a estimação de uma função de produção macroeconómica não é isenta de problemas, bem pelo contrário. Por um lado, existem todas as questões relacionadas com a medição do *stock* de capital, que levam a uma medição indirecta via acumulação de fluxos de investimento. Mas, sobretudo, a estimação do produto potencial a partir da estimação de uma função de produção exige que se calcule previamente o volume “natural” de emprego. Ora, estimar este emprego natural a partir do emprego observado, utilizando para o efeito técnicas estatísticas de alisamento, apenas transforma o problema (de estimação do produto potencial) num outro problema de natureza similar (de estimação do volume natural de emprego). As mesmas dificuldades são encontradas se em vez da série do emprego se utilizar a série da população activa, dado que esta também não está isenta de flutuação cíclica.

Na Secção seguinte, em alternativa às duas classes puras de abordagens, apresenta-se uma metodologia mista de cálculo do hiato do produto, que tem por base a especificação de uma função de produção *Cobb-Douglas*, mas substitui a estimação prévia do emprego natural por uma hipótese sobre o comportamento do rácio de intensidade capitalística (rácio capital-trabalho). A formulação proposta conduz a estimativas do hiato do produto que não são substancialmente diferentes das obtidas utilizando o filtro HP, mas que revelam algumas particularidades interessantes.

3. HIPÓTESES DA ABORDAGEM PROPOSTA

Defina-se “produto potencial” ou “produto natural”, num dado período de tempo, como o nível de produto que corresponde a uma intensidade normal de utilização dos factores produtivos primários disponíveis na economia. Admita-se que o produto potencial é gerado de acordo com uma função de produção *Cobb-Douglas* nos dois factores de produção primários capital e trabalho, com rendimentos constantes:

$$\frac{Y_t^*}{L_t^*} = \pi \left(\frac{K_t^*}{L_t^*} \right)^\alpha \quad (1)$$

onde π e α são constantes desconhecidas, Y_t^* é o produto potencial (real) no período t , K_t^* é o *stock* de capital fixo (real) no início do período t e L_t^* é o volume “natural” de emprego no período t , com K_t^* e L_t^* medidos em unidades de eficiência. Nenhuma destas variáveis é observada directamente.

Em cada período, a comparação entre o nível de produto observado e o produto potencial determina o chamado “hiato do produto” (*output gap*):

$$Y_t = Y_t^* e^{g_t} \quad (2)$$

onde Y_t representa o nível observado para o produto no período t e g_t é hiato do produto em versão logarítmica (por forma a neutralizar efeitos de escala do produto e facilitar o tratamento algébrico). Por exemplo, quando g_t assume valores positivos, tal significa que a economia está a funcionar “em sobre-aquecimento”, acima do nível natural de produção. Assume-se que os valores do hiato do produto $g_t (t = 1, \dots, T)$ são gerados segundo um processo estocástico estacionário de média nula de tipo *ARMA(p,q)*, com inovações gaussianas e com p e q a serem determinados de modo a maximizar a aderência empírica do modelo. Tipicamente, espera-se que g_t seja fortemente auto-correlacionado, por forma a gerar os perfis típicos de flutuação cíclica associados às estimativas do hiato do produto.

Por forma a ultrapassar a não observação directa do *stock* de capital fixo medido em unidades de eficiência, admite-se a equação de acumulação:

$$K_t^* - K_{t-1}^* = I_{t-1}^* - \delta K_{t-1}^* \quad (3)$$

com

$$I_t^* = I_t e^{\lambda t} \quad (4)$$

onde δ é a taxa de depreciação do capital e I_t representa o fluxo (real) de Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) observado durante o período t . Supõe-se que a eficiência produtiva do investimento aumenta no tempo a uma taxa constante λ , pelo que a capacidade produtiva não depende apenas do volume de capital fixo disponível, mas depende também da idade média desse capital.

Postula-se ainda que o rácio de intensidade capitalística evolui segundo a equação (com $\mu_1 > 0$):

$$\frac{K_t^*}{L_t^*} = \frac{K_{t-1}^*}{L_{t-1}^*} e^{\mu_0 + \mu_1 g_{t-1}} \quad (5)$$

Tendo em conta que L_t^* é o emprego natural em unidades de eficiência, e dado que o *stock* de capital está referido ao início do período t , a expressão anterior admite uma variação pró-cíclica do rácio de intensidade capitalística, para além de uma eventual “tendência estocástica”. Note-se que se g_t fosse um ruído branco (não o é por ser auto-correlacionado), a equação (5) implicaria que o logaritmo do rácio de intensidade capitalística seria um passeio aleatório com *drift* μ_0 , já que:

$$\ln\left(\frac{K_t^*}{L_t^*}\right) - \ln\left(\frac{K_{t-1}^*}{L_{t-1}^*}\right) = \mu_0 + \mu_1 g_{t-1} \quad (5')$$

onde “ln” representa o logaritmo de base natural.

A equação (5) completa o modelo e funciona como equação de definição de L_t^* , tornando-se necessária por não existir nenhuma *proxy* razoável para esta variável. Conforme realçado na secção introdutória, definir L_t^* a partir do volume de emprego directamente observado (por exemplo, fazendo $L_t^* = L_t e^{\gamma t}$, com L_t o emprego observado) não constitui alternativa coerente, já que o emprego observado não traduz o volume de emprego natural da economia. Por outro lado, é bastante limitado admitir, como é habitual nas abordagens tradicionais baseadas na estimação de uma função produção, que a eficiência do factor trabalho tem um crescimento exponencial determinístico no tempo, independentemente do esforço de investimento na economia (e, sobretudo, das variações no tempo deste esforço).

Apesar desta flexibilidade acrescida em relação à formulação convencional baseada na função de produção, a hipótese (5) é reconhecidamente a menos ortodoxa das hipóteses consideradas. Ela implica, nomeadamente, um corte conceptual com a utilização de informação observada no mercado de trabalho. No caso português, do ponto de vista da disponibilidade dos dados e da sua qualidade, este aspecto é uma vantagem da abordagem proposta, porque não é possível construir séries estatísticas de emprego e desemprego que ofereçam garantias mínimas de fiabilidade antes de 1974. Mesmo após 1974, o que constituiria uma amostra

insuficiente para estimar o hiato do produto (por causa do número reduzido de ciclos económicos abrangido), a consistência intertemporal é problemática devido às várias quebras de série verificadas (1983, 1992 e 1998).

Poder-se-á argumentar que é possível obter a partir do modelo (1) a (5) estimativas para o hiato do produto que estejam em contradição com a evolução observada dos indicadores do mercado de trabalho, porque não incorpora directamente nenhuma informação estatística sobre emprego e desemprego. Porém, se isso acontecer, dentro de limites razoáveis, é provável que os resultados, em vez da fragilidade do modelo ou das séries utilizadas, indiquem simplesmente uma alteração da taxa natural de desemprego. Comparando com algumas abordagens tradicionais de estimação de uma função de produção, que utilizam séries de emprego previamente alisadas com base numa hipótese de taxa natural de desemprego constante, parece preferível a flexibilidade implícita na hipótese (5).

4. ESTIMAÇÃO

Das hipóteses assumidas decorre a seguinte forma reduzida:

$$\Delta y_t + \theta_0 + \theta_1 g_{t-1} - \ln\left[e^{-\theta_2} + e^{\Delta i_{t-1}} \left(e^{\theta_3} - e^{g_{t-1} - \Delta y_{t-1} + (\theta_3 - \theta_0 - \theta_2) - \theta_1 g_{t-2}} \right) \right] = g_t \quad (6A)$$

$$A(L)g = B(L)u, \text{ com } u_t \cap n.i.d.(0, \sigma^2) \quad (6B)$$

onde $A(L)$ e $B(L)$ são polinómios no operador de desfasamento L (de ordens p e q , respectivamente), $n.i.d.(0, \sigma^2)$ significa “independentes e identicamente distribuídos com distribuição normal de média nula e variância σ^2 ”, $\Delta y_t = \ln(Y_t) - \ln(Y_{t-1}) = (1 - L)\ln(Y_t)$, $\Delta i_t = \ln(I_t) - \ln(I_{t-1}) = (1 - L)\ln(I_t)$ e tem-se $\theta_0 = (1 - \alpha)\mu_0$, $\theta_1 = 1 + (1 - \alpha)\mu_1$, $\theta_2 = -\ln(1 - \delta)$ e $\theta_3 = \lambda$ ⁽⁵⁾.

Dispondo de uma amostra de observações para o Produto Interno Bruto (PIB) e para a FBCF (am-

(5) Repare-se que nem todos os parâmetros da forma estrutural são identificados (não são identificados α, π, μ_0 e μ_1) pelo que o conjunto de hipóteses da Secção 2 não é o único compatível com a forma reduzida apresentada).

bas as séries em termos reais), fixados valores para p e q e assumidos valores de g_t para os períodos iniciais da amostra, pode-se estimar os parâmetros da forma reduzida (6A)-(6B) recorrendo ao método da máxima verosimilhança⁽⁶⁾. Deste modo, obtém-se igualmente a série estimada correspondente para o hiato do produto.

Considerou-se uma amostra de dados anuais cobrindo o período 1953-1998, tendo por base as *Séries Longas para Economia Portuguesa* (1997, Banco de Portugal), na versão revista e alargada para período 1953-1995⁽⁷⁾. Estas séries foram prolongadas até 1998 usando as estimativas publicadas no *Relatório Anual* de 1997 do Banco de Portugal e neste número de Dezembro de 1998 do *Boletim Económico* do Banco de Portugal⁽⁸⁾.

A opção de utilizar as *Séries Longas* para este exercício surge naturalmente por serem aquelas que melhor garantem a consistência intertemporal da medição do produto e do investimento. Não é sustentável a alternativa baseada na construção por “colagem” (em termos de taxas de variação) de séries a partir dos vários retalhos disponíveis para as contas nacionais oficiais desde 1977, em bases diferentes. Qualquer análise, por superficial que seja, concluirá que os vários segmentos de contas oficiais são incompatíveis (basta analisar os anos comuns). Adicionalmente, é forte a evidência de que a média das taxas de crescimento do produto se encontra sub-estimada nas contas oficiais desde 1977 até ao início da década de 90, o que afecta a estimativa de evolução do produto potencial e leva à sobre-estimação do hiato do produto nos anos mais recentes.

Para a maximização da verosimilhança utilizou-se o algoritmo proposto por Berndt, Hall, Hall e Hausman, tal como disponível no *package* econométrico *RATS*. Foram ensaiados vários valores para p e q , concluindo-se que o modelo aderente

mais parcimonioso se consegue com $p=2$ e $q=0$, isto é, com gerado segundo um processo autoregressivo de segunda ordem (AR(2)).

Como acima referido, o carácter dinâmico do modelo e a não observação directa do hiato do produto implicam que os valores de θ_2 nos primeiros anos da amostra tenham que ser fornecidos previamente à aplicação do algoritmo de maximização da verosimilhança. Em termos concretos, no caso de $p=2$ e $q=0$ foi necessário fornecer ao algoritmo os valores do hiato do produto para os dois primeiros anos da amostra, 1953 e 1954, sendo que as estimativas mostram sensibilidade a diferentes valores iniciais para o hiato. Neste contexto, para assegurar a qualidade dos resultados é indispensável proceder a uma cuidada pesquisa. Utilizou-se como critério natural de escolha dos valores iniciais do hiato a maximização da função de verosimilhança, pesquisando numa grelha de valores admissíveis. O máximo da verosimilhança é atingido quando se utilizam os valores 0.005 e 0.015, respectivamente para 1953 e 1954.

5. RESULTADOS PARA A AMOSTRA 1953-1998

O quadro 1 apresenta as estimativas dos parâmetros da forma reduzida e algumas estatísticas associadas para o período de estimação 1955-1998. O parâmetro $\theta_2 (= -\ln(1 - \delta))$ revelou-se claramente não significativo na estimação do modelo, pelo que foi excluído. Deste modo, a equação (3), que representa a dinâmica do *stock* de capital em unidades de eficiência, ficou reduzida a:

$$K_t^* - K_{t-1}^* = I_{t-1}^* \quad (3')$$

Repare-se que a equação (4) introduz implicitamente na equação (3') um mecanismo de depreciação, ao fazer a eficiência produtiva do capital depender da idade média desse capital.

A figura 1 compara as estimativas do hiato do produto obtidas por aplicação do filtro HP à amostra 1953-1998 (com parâmetro de alisamento 100) e as estimativas obtidas pela utilização do método proposto. Em termos globais, conclui-se que as estimativas pelos dois métodos não diferem substancialmente entre elas, apesar de divergências localizadas. No que respeita aos últimos seis anos da amostra, verifica-se que a “cava” do hiato do pro-

(6) Seriam também aplicáveis neste contexto o método dos mínimos quadrados não lineares ou o método generalizado dos momentos.

(7) As séries longas originalmente publicadas em 1997 terminavam no ano de 1993. O Banco de Portugal tenciona publicar brevemente esta versão revista e alargada. Entretanto, a nova versão encontra-se disponível mediante solicitação dirigida ao Departamento de Estatística ou ao Departamento de Estudos Económicos.

(8) Veja-se texto “Economia Portuguesa em 1998”.

Quadro 1

MODELO

$$\Delta y_t + \theta_0 + \theta_1 g_{t-1} - \ln \left[e^{-\theta_2} + e^{\Delta y_{t-1}} \left(e^{-\theta_3} + e^{g_{t-1} - \Delta y_{t-1} + (\theta_3 - \theta_0 - \theta_2) - \theta_1 g_{t-2}} \right) \right] = g_t$$

$$g_t = \beta_1 g_{t-1} + \beta_2 g_{t-2} + u_t \text{ com } u_t \cap n.i.d. (0, \sigma^2)$$

	Estimativa	desvio-padrão
θ_0	0.049294389	0.00133
θ_1	1.415479418	0.16476
θ_2	0	-
θ_3	0.039156934	0.00051
β_1	1.141854298	0.1097
β_2	-0.534299733	0.10615
σ^2	0.000362119	0.00012

Amostra: 1955-1998

Estatísticas descritivas das inovações estimadas \hat{u}_t ⁽⁹⁾

- média ⁽¹⁰⁾: 0.00192 (p-value da hip. média = 0: 0.51)
- assimetria ⁽¹¹⁾: -0.41854 (p-value da hip. assim. = 0: 0.27)
- "kurtosis" ⁽¹²⁾: -0.62894 (p-value da hip. kurtos. = 0: 0.43)
- autocorr. 1ª ordem: -0.10626 (desvio-padrão = 0.14586)
- autocorr. 2ª ordem: 0.12852 (desvio-padrão = 0.14750)

duto estimado pelo filtro HP é mais acentuada que a estimada pelo método proposto, que tem em conta o efeito limitador do aumento de capacidade produtiva que resultou da quebra da FBCF ocorrida em 1993, seguida de uma estagnação desta variável em 1994. Adicionalmente, as estimativas do hiato do produto pelo filtro HP para 1997 e 1998 mostram um "fecho" rápido (de um mínimo de -2.1% em 1995 para -0.8 e +0.1%, respectivamente em 1997 e 1998), enquanto o método proposto sugere um hiato do produto que passa de um mínimo de -1.1% em 1995 para -0.3% e -0.2% em 1997 e

$$(9) m_{(1)} = N^{-1} \sum_{t=1}^N \hat{u}_t, m_{(k)} = N^{-1} \sum_{t=1}^N (\hat{u}_t - m_{(1)})^k \text{ para } k > 1 \text{ e}$$

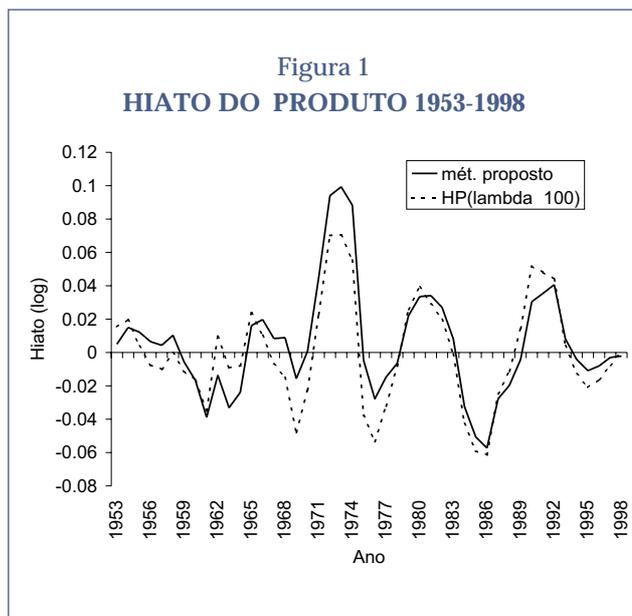
$$s = \sqrt{\frac{N}{N-1} m_2}, \text{ onde}$$

N=44 é o número de observações da amostra. Os P-values que se seguem correspondem a testes assintoticamente válidos se a série fosse directamente observada, pelo que são tomados como aproximação (veja-se, por exemplo, Kendall e Stuart (1961)).

$$(10) m_1$$

$$(11) \frac{N^2}{(N-1)(N-2)} \frac{m_3}{s^3}$$

$$(12) \frac{N^2}{(N-1)(N-2)(N-3)} \frac{(N+1)m_4 - 3(N-1)m_2^2}{s^4}$$



1998. As recentes elevadas taxas de crescimento do investimento e o seu efeito expansivo sobre a capacidade produtiva, que são tidas em conta pelo método proposto e ignoradas pelo filtro HP, permitem compreender esta diferença de estimativas.

6. O PROLONGAMENTO DA AMOSTRA PARA 1999

Face à diferença encontrada nas estimativas para os últimos anos da amostra, torna-se interessante averiguar o comportamento do hiato do produto no caso de prolongamento da amostra por forma a incluir o ano de 1999. Para isso, como cenário central, utilizaram-se as previsões da Comissão Europeia (Outono de 1998), que apresentam para Portugal um crescimento real do produto de 3.4% em 1999. Consideram-se ainda, para avaliar a sensibilidade dos resultados a diferentes hipóteses de crescimento do produto, dois cenários alternativos: um cenário menos favorável, com o produto a crescer 2.9% em 1999, e um cenário mais favorável, com o produto a crescer 3.9% em 1999 (sensivelmente o mesmo que o crescimento estimado para 1998, de 4%).

Com base nas três amostras assim prolongadas, recalcularam-se as estimativas do hiato do produto pelo método bivariado proposto e pelo filtro HP com parâmetro de alisamento 100. As estimativas são apresentadas nas figuras 2, 3 e 4. A primeira conclusão que se deve retirar, típica dos métodos

Figura 2
HIATO DO PRODUTO 1953-1999
CENÁRIO CENTRAL

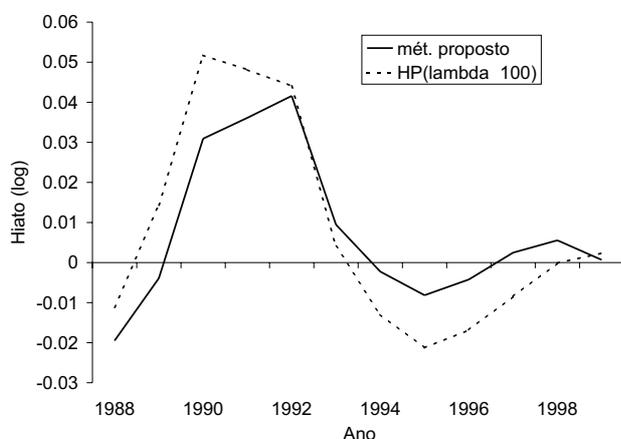


Figura 3
HIATO DO PRODUTO 1953-1999
CENÁRIO DESFAVORÁVEL

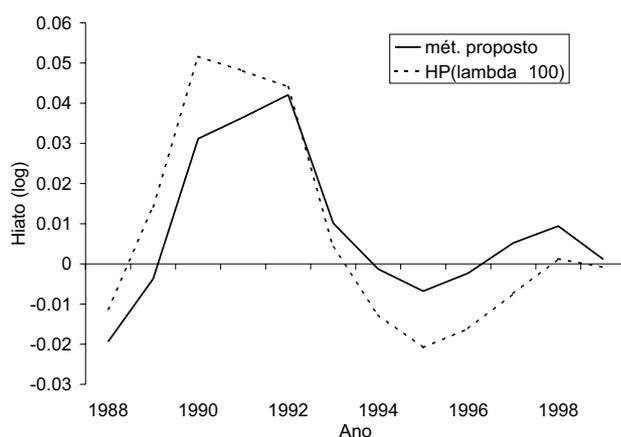
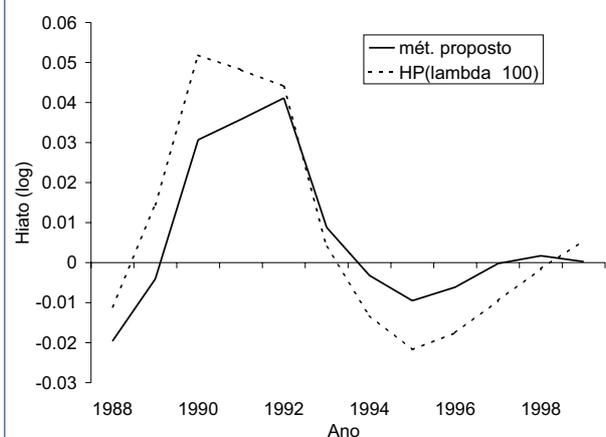


Figura 4
HIATO DO PRODUTO 1953-1999
CENÁRIO FAVORÁVEL



reais nestes três anos, de acordo com este cenário. Note-se que as estimativas do hiato do produto obtidas segundo o filtro HP, mostram um “fecho” rápido em 1997 e 1998, seguido de um valor positivo em 1999 (-1.0%, -0.2% e +0.6%, respectivamente). Estes resultados do filtro HP, por não terem em conta o esforço de investimento da economia, indiciam um crescimento anual do produto potencial de apenas cerca de 3.2% nestes anos, que compara com quase 4.0% pelo método proposto.

Nos cenários central e cenário mais desfavorável para 1999, verifica-se uma revisão substancial das estimativas do hiato do produto para 1997 e 1998, quando se utiliza o método bivariado proposto e se comparam os resultados antes e após prolongamento da amostra para 1999. Antes do prolongamento da amostra, conforme referido na Secção anterior, obtivera-se -0.3% para 1997 e -0.2% para 1998. Com 1999 incluído na amostra de acordo com o cenário central obtém-se +0.2%, +0.6% e +0.1%, respectivamente para 1997, 1998 e 1999 (que compara com +0.5%, +0.9% e +0.1% para os mesmos anos, no caso do cenário desfavorável) — Figuras 2 e 3. Estas revisões acontecem porque a desaceleração da actividade em 1999, pressuposta por estes dois cenários, constitui uma “surpresa” no processo AR(2) que gera os valores do hiato do produto, implicando ligeiros ajustamentos nos parâmetros estimados com a amostra até 1998.

Curiosamente, as estimativas para 1997 e 1998 do hiato do produto obtidas com o filtro HP para

de estimação do hiato do produto, é que a introdução de uma nova observação na amostra (neste caso 1999) pode provocar alterações significativas nas estimativas para os anos imediatamente anteriores.

No cenário mais favorável, de acordo com o método proposto, o elevado dinamismo da FBCF desde 1996, com taxas de variação de mais do dobro (em 1997, mais do triplo) das taxas de crescimento do produto, permite que a posição da economia se mantenha neutra, com hiatos do produto de 0.0%, +0.2% e 0.0%, respectivamente em 1997, 1998 e 1999 (Figura 4). Tal acontece apesar de o produto crescer a cerca de 4% ao ano em termos

estes cenários central e mais desfavorável em 1999, quase não se alteraram em relação às reportadas na Secção anterior: com o cenário central obteve-se -0.8%, 0.0% e +0.2% para 1997, 1998 e 1999, respectivamente, enquanto que com o cenário mais desfavorável os valores correspondentes foram -0.7%, +0.1% e -0.1%.

Assim, independentemente do método de cálculo, a concretizar-se a desaceleração prevista nos cenários central e desfavorável, não fará sentido falar em sobre-aquecimento da economia portuguesa no ano de 1999.

7. CONCLUSÃO

Neste artigo, em alternativa ao filtro HP ou à estimação convencional de uma função de produção, apresenta-se uma metodologia mista de cálculo do hiato do produto, que tem por base a especificação de uma função de produção *Cobb-Douglas*, mas substitui a estimação prévia do emprego natural por uma hipótese sobre o comportamento do rácio de intensidade capitalística (rácio capital-trabalho). Ao considerar quer a evolução do produto, quer a evolução da FBCF, a formulação proposta apresenta uma vantagem conceptual importante sobre o filtro HP. Este último não tem em conta que o produto potencial é determinado pela capacidade produtiva instalada na economia, a qual depende fundamentalmente do esforço de investimento passado da economia.

Apesar das vantagens conceptuais que apresenta sobre o filtro HP, o método proposto não está isento de limitações, nomeadamente alguma sensibilidade das estimativas aos valores do hiato do produto considerados nos primeiros anos da amostra. Por outro lado, o método proposto revela também alguma sensibilidade a variações dos dados nos anos terminais da amostra. Assim sendo, os resultados disponíveis não permitem uma

conclusão precisa sobre o nível e sinal actuais do hiato do produto da economia portuguesa. Contudo, parece razoavelmente seguro concluir que o hiato do produto se tem situado em 1997 e 1998 numa vizinhança de zero, a que corresponde, portanto, uma posição cíclica neutra da economia portuguesa. Adicionalmente, dado o enquadramento externo actual da economia portuguesa, e as previsões existentes de alguma desaceleração do produto em 1999, é pouco provável que se materialize o risco do hiato do produto se tornar significativamente positivo no futuro próximo.

REFERÊNCIAS

- Banco de Portugal (1998) Relatório do Conselho de Administração 1997.
- Cogley, T. e J. M. Nason (1995) "Effects of the Hodrick-Prescott Filter on Trend and Difference Stationary Time Series: Implications for Business Cycle Research", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 19, pp. 253-278.
- Hodrick, R. J. e E. C. Prescott (1980) "Post-War U. S. Business Cycles: An Empirical Investigation", Discussion Paper No. 451, Carnegie-Mellon University.
- Kendall, M. e A. Stuart (1961) *The Advanced Theory of Statistics*, Vol. 2, Charles Griffin.
- King, R. G. e S. Rebelo (1993) "Low Frequency Filtering and Real Business Cycles", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 17, pp. 207-232.
- Pinheiro, M., T. Crespo, M. Nascimento, A. Faro, H. Marrocos, J. Correia da Cunha, M. A. Sousa, M. Pereira, M. J. Valério, F. Silva, N. Alves e P. Variz (1997) *Séries Longas Para a Economia Portuguesa - Pós II Guerra Mundial*, Vol. I e II, Banco de Portugal.
- Stadler, G. W. (1994) "Real Business Cycles", *Journal of Economic Literature*, XXXII, No. 4, pp. 1750-1783.

11ª REVISÃO GERAL DE QUOTAS DO FMI*

Enquadramento e implicações

*Fernando Martins***

1. ENQUADRAMENTO

A 22 de Janeiro de 1999, entrou em vigor a 11ª Revisão Geral de Quotas do Fundo Monetário Internacional (FMI), após um número de membros com uma maioria de votos não inferior a 85 por cento ter expressado o respectivo consentimento em relação ao aumento de capital proposto, ficando assim cumprido o chamado requisito mínimo de participação. A 11ª Revisão Geral de Quotas havia sido concluída a 30 de Janeiro de 1998, quando a Assembleia de Governadores do FMI adoptou a resolução submetida pelo Directório Executivo propondo um aumento de 45 por cento no montante global de quotas da instituição, que assim passou para cerca de DSE 212 mil milhões (USD 299 mil milhões⁽¹⁾). Em relação a Portugal, a nova quota situa-se agora em DSE 867.4 milhões (USD 1223 milhões), traduzindo um aumento de DSE 309.8 milhões (USD 436.8 milhões).

Em relação à distribuição do aumento global da quota, e reflectindo os pontos de vista manifestados pelo Comité Intercalar⁽²⁾ em Abril e Setembro de 1997, acordou-se que: i) 75 por cento do aumento global seria distribuído de forma equiproporcional (i.e. em proporção da quota anterior de cada membro); ii) 15 por cento repartidos tendo em conta a dimensão relativa das quotas calculadas; iii) e, finalmente, os restantes 10 por cento utilizados para corrigir as principais anomalias existentes na estrutura de quotas. Deste último montante, 90 por cento seriam distribuídos entre os países com um peso da quota calculada superior ao da quota efectiva, e os restantes 10 por cento repartidos pelos cinco países cujas quotas se encontrassem mais desajustadas das respectivas posições económicas relativas.

A conclusão da 11ª Revisão Geral de Quotas reveste-se de particular importância tendo em conta a turbulência verificada no seio do sistema monetário internacional nos últimos anos. Os avultados pacotes financeiros recentemente aprovados, na sequência das dificuldades sentidas nos mercados emergentes do Sudeste Asiático e da América Latina, concederam ao FMI uma maior visibilidade internacional. No entanto, a forte utilização de recursos financeiros conduziu a um enfraquecimento significativo da liquidez da instituição. Com a aprovação do aumento de quotas, a sua maior fonte de recursos, o FMI vê a respectiva posição de liquidez reforçada, num momento em que se discute intensamente o papel da instituição face aos desafios de um novo enquadramento financeiro internacional.

O presente trabalho começa por apresentar as principais funções desempenhadas pelas quotas,

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

** Departamento Estudos Económicos.

Uma grande parte do trabalho que serviu de base à elaboração deste artigo foi realizada durante a permanência do autor no Departamento de Relações Internacionais.

Este artigo beneficiou dos comentários feitos por João Nunes dos Santos, José de Matos e José Ferreira Machado, devendo a responsabilidade por eventuais erros ou omissões ser imputada exclusivamente ao autor.

(1) Os valores apresentados em dólares assumem uma taxa de câmbio de 1DSE=1.41USD (31 de Dezembro de 1998).

(2) Trata-se do fórum onde se reúnem os membros do FMI (em regra duas vezes por ano, na Primavera, em Washington, e no Outono, na cidade onde se realiza a Assembleia Anual) para discutir assuntos de natureza monetário-cambial. Este órgão, criado em 1974, é composto por 24 Governadores de bancos centrais ou Ministros e tem funções meramente consultivas.

bem como as diversas revisões realizadas até ao momento (secção 2). Seguidamente, é analisado o modo de determinação das quotas individuais e o papel central exercido neste processo pelas chamadas quotas calculadas (secção 3). Finalmente, a secção 4 discute as questões essenciais que envolveram a 11ª Revisão Geral de Quotas: dimensão e distribuição do aumento global, subscrição e principais implicações sobre a estrutura de quotas.

2. FUNÇÕES DAS QUOTAS E RESPECTIVAS REVISÕES

A quota de cada membro desempenha um papel central no relacionamento financeiro e institucional entre este e o FMI, representando, simultaneamente, a principal fonte de financiamento da instituição. A cada membro é atribuída uma quota, expressa em Direitos de Saque Especiais (DSE)⁽³⁾, e que equivale ao montante do capital da instituição subscrito por esse membro. Antes da aprovação da 11ª Revisão Geral de Quotas, o capital total do FMI cifrava-se em DSE 146 mil milhões (USD 205.9 mil milhões)⁽⁴⁾, sendo a quota de Portugal igual a DSE 557.6 milhões (USD 786.2 mil milhões).

(3) Os Direitos de Saque Especiais são activos de reserva internacionais criados pelo FMI na sequência da Primeira Emenda dos Artigos em 1969 e atribuídos pela instituição aos membros participantes no Departamento do DSE. A partir de 1981, o valor do DSE passou a ser calculado diariamente com base num cabaz constituído pelas cinco principais moedas internacionais: o dólar, o iene, o marco, o franco e a libra. A 1 de Janeiro de 1999, os montantes em marcos e em francos incluídos no cabaz do DSE foram substituídos por um montante equivalente em euros, com base nas taxas de conversão fixadas.

(4) Em termos práticos, a capacidade do FMI para assistir financeiramente os seus membros é inferior ao capital total da instituição. Tal deve-se ao facto de aqueles pagarem 75 por cento da sua quota na respectiva moeda nacional, a qual raramente possui procura fora do território emissor. O stock de recursos disponíveis pelo FMI, representando normalmente menos de metade do respectivo capital, compreende os haveres em DSE da instituição, as moedas nacionais dos membros considerados pelo Directório Executivo como tendo posições da balança de pagamentos sólidas (i.e. susceptíveis de serem incluídas no Orçamento Operacional trimestral), assim como o montante não utilizado nas linhas de crédito activadas ao abrigo do GAB/NAB (para explicação mais detalhada, veja-se secção 4.1). Note-se que os haveres em ouro são eliminados do stock de recursos utilizáveis, dado que a sua inclusão nas operações financeiras do FMI requer a prévia aprovação por parte de uma maioria de 85 por cento do total de votos.

Para além de determinarem a **contribuição de cada membro para o capital** do FMI, as quotas desempenham três outras funções importantes:

- 1) O **montante máximo de endividamento** de cada país junto do Fundo é expresso em função da respectiva quota. Ao abrigo das facilidades regulares, cada membro pode actualmente utilizar recursos do FMI até ao limite máximo de 300 por cento da respectiva quota. Este limite não se aplica às facilidades especiais, como a *Supplemental Reserve Facility*, aprovada em Dezembro de 1997 no âmbito do acordo celebrado com a Coreia e cujo limite de acesso é função das necessidades individuais de cada membro.
- 2) Ao abrigo do disposto no Acordo relativo ao FMI, as taxas às quais se fazem as **atribuições de DSE** são expressas em percentagem das quotas vigentes na data da decisão de atribuição. As decisões relativas à atribuição de DSE são realizadas por períodos básicos sucessivos, com uma duração máxima de cinco anos. Durante o primeiro período básico (1970-72) foram atribuídos DSE 9.3 mil milhões, tendo apenas havido uma nova atribuição de DSE (12.1 mil milhões) no terceiro período básico, que se realizou entre 1978 e 1981. Portugal aderiu ao Departamento do DSE em Julho de 1975, tendo recebido DSE 53.32 milhões (20.7 por cento da quota à data) ao abrigo da atribuição realizada durante o terceiro período básico⁽⁵⁾.
- 3) Finalmente, o quantitativo da quota determina o **número de votos atribuídos**. Cada membro dispõe de 250 votos básicos, aos quais acresce um voto por cada DSE 100 000 de quota. O número de votos de cada membro determina, por exemplo, a respectiva representação no Directório Executivo do FMI — o órgão responsável pela gestão das operações gerais do FMI e pelo exercício dos po-

(5) A Assembleia de Governadores do FMI aprovou em Setembro de 1997 uma proposta do Directório Executivo de emenda aos Artigos do Acordo do FMI, de modo a permitir uma atribuição especial de DSE. Esta decisão implicará uma duplicação do montante total de DSE atribuídos (para DSE 42.87 mil milhões) e a fixação dos rácios entre os DSE atribuídos e as quotas individuais num valor igual para todos os membros (aproximadamente 29.3 por cento). Para Portugal, o montante total de DSE atribuídos passará para cerca de DSE 163.46 milhões, o que traduz um acréscimo de aproximadamente DSE 110 milhões.

deres nele delegados pela Assembleia de Governadores. De facto, de entre os 24 Directores Executivos, cinco são nomeados pelos cinco membros com maior número de votos — Estados Unidos, Japão, Alemanha, França e Reino Unido — e 19 são eleitos pelos restantes membros. O Grupo (*constituency*) ao qual Portugal pertence actualmente inclui também a Itália — que indicou o Director Executivo — Grécia, Malta, Albânia e São Marinho.

Convém notar que a importância atribuída por cada membro às várias funções desempenhadas pelas quotas depende em muito do respectivo nível de desenvolvimento económico. Embora o aumento da capacidade de voto seja importante para todos os membros, os países em desenvolvimento tendem a considerar o quantitativo da sua quota sobretudo como a base a partir da qual se determinam os limites de acesso aos recursos do FMI e a atribuição de DSE, ao passo que para os países industrializados a ênfase é colocada no papel das quotas enquanto determinante da contribuição a

realizar para o capital da instituição. Um sistema de quotas equilibrado e equitativo deverá atender às diferentes percepções dos membros relativamente às diversas funções das quotas.

O Acordo do FMI estipula que a Assembleia de Governadores deverá proceder de cinco em cinco anos, pelo menos, a uma **revisão geral das quotas** e, se julgar apropriado, propor o seu ajustamento, por forma a adequar o capital da instituição às necessidades financeiras resultantes das alterações operadas na economia mundial⁽⁶⁾. Uma revisão geral de quotas possibilita ainda que sejam realizados reajustamentos nas quotas individuais, por forma a que estas possam reflectir melhor as posições económicas relativas dos diversos membros. A 1ª Revisão Geral de Quotas foi concluída em 1951 (ver quadro 1).

(6) Convém referir que será necessária uma maioria de 85 por cento do total de votos para qualquer modificação do quantitativo da quota global do Fundo. Para além disso, a quota de um membro não será alterada sem o consentimento expresso deste e sem que o respectivo pagamento tenha sido efectuado.

Quadro 1
REVISÕES GERAIS DE QUOTAS

	Data de conclusão	Aumento global de quota (%)	Quota de Portugal após cada Revisão Geral	
			em DSE milhões	(%)
1ª Revisão Geral	1951			
2ª Revisão Geral	1956			
Extraordinária	1959	60.7		
3ª Revisão Geral	1960		60.0 ^(a)	
4ª Revisão Geral	1965	30.7	75.0	25.0
5ª Revisão Geral	1970	35.4	117.0	56.0
6ª Revisão Geral	1975/76	33.6	172.0	47.0
7ª Revisão Geral	1978	50.9	258.0	50.0
8ª Revisão Geral	1983	47.5	376.6	46.0
9ª Revisão Geral	1990	50.0	557.6	48.1
10ª Revisão Geral	1994		557.6	
11ª Revisão Geral	1998	45.0	867.4	55.6

Nota: Os valores até à 4ª Revisão Geral encontram-se expressos em milhões de dólares.

(a) Corresponde à quota de Portugal aquando da adesão ao FMI em 29 de Março de 1961. A quota subscrita, representando 0.4 por cento do capital total, conferiu a Portugal 850 votos – 0.49 por cento dos poderes de voto. Ao nível da representação no Directório Executivo, Portugal foi integrado no mesmo grupo da Itália (2950 votos), que indicou o Director Executivo, da Espanha (1750 votos) e da Grécia (850 votos). Finalmente, foi acordado que a paridade inicial do escudo face ao dólar e ao ouro seria de, respectivamente, 28.75 por USD e de 1006.25 por onça *troy*.

3. O PAPEL FUNDAMENTAL DAS QUOTAS CALCULADAS

Como foi acima afirmado, o Acordo do FMI estipula que pelo menos de cinco em cinco anos deverá ser levada a cabo uma revisão geral de quotas e, se necessário, proceder-se ao seu ajustamento. O Acordo é, todavia, omissivo relativamente à forma de cálculo das quotas. Como forma de resolver esta situação, o FMI tem desenvolvido e aplicado um conjunto de fórmulas visando obter um indicador sintético que possa reflectir a dimensão económica relativa de cada membro — as chamadas **quotas calculadas**.

A partir de 1963, altura em que se procedeu à revisão da fórmula original de *Bretton-Woods* e ao desenvolvimento de diversas fórmulas alternativas, as quotas calculadas passaram a desempenhar um papel central na repartição da componente selectiva do aumento global de quotas (i.e. a componente que procura ajustar a dimensão da quota de cada membro à respectiva posição económica rela-

tiva)⁽⁷⁾. As actuais fórmulas utilizadas para a determinação das quotas calculadas encontram-se em vigor desde a 8ª Revisão Geral (ver Caixa 1).

Entre a 5ª e 7ª Revisões Gerais, a distribuição da componente selectiva foi realizada proporcional-

(7) O modo como é repartido o aumento de quotas depende de um conjunto de factores, entre os quais se incluem: a dimensão do aumento global, a estrutura de quotas existente e as disparidades relativas entre as mesmas e, finalmente, as necessidades de liquidez do FMI. Até à 8ª Revisão, a componente equiproporcional da repartição assumiu um carácter preponderante, devendo-se este facto em larga medida à inexistência de fortes disparidades entre as quotas efectivas e calculadas e à necessidade de não causar grandes perturbações na estrutura de votos. Durante a 8 e 9ª Revisões, o peso da componente selectiva foi de, respectivamente, 60 e 40 por cento, conduzindo a uma alteração substancial na estrutura de quotas do FMI. É opinião de alguns Directores Executivos que uma estrutura de quotas que melhor reflecta as posições económicas relativas dos membros tende a fortalecer a liquidez do FMI, isto porque os membros com maiores desfasamentos entre o peso da quota calculada e o peso da quota efectiva são os que têm apresentado relativamente maior crescimento e desenvolvido posições externas mais sólidas.

FÓRMULAS DE CÁLCULO DAS QUOTAS UTILIZADAS NA 11ª REVISÃO GERAL

Bretton-Woods reduzida: $(0.01Y+0.025R+0.05P+0.2276VC)(1+C/Y)$

Esquema III: $(0.0065Y+0.0205125R+0.078P+0.4052VC)(1+C/Y)$

Coefficiente de ajustamento: 0.850369

Esquema IV: $(0.0045Y+0.03896768R+0.07P+0.76976VC)(1+C/Y)$

Coefficiente de ajustamento: 0.827708

Esquema M4: $0.005Y+0.042280464R+0.044(P+C)+0.8352VC$

Coefficiente de ajustamento: 0.904555

Esquema M7: $0.0045Y+0.05281008R+0.039(P+C)+1.0432VC$

Coefficiente de ajustamento: 0.908865

As variáveis utilizadas têm o seguinte significado:

Y - PIB a preços correntes de 1994

R - Média anual das reservas em ouro e moeda estrangeira, incluindo os haveres em DSE e ECU e as posições de reserva no FMI

P - Média anual dos pagamentos correntes (bens, serviços, rendimentos e transferências unilaterais) no período 1990-94

C - Média anual dos recebimentos correntes (bens, serviços, rendimentos e transferências unilaterais) no período 1990-94

VC - Variabilidade dos recebimentos correntes, definida como o desvio-padrão da média móvel a cinco anos, centrada no terceiro ano, para o período 1982-94

A quota calculada é o valor mais elevado entre o resultado obtido através da fórmula de *Bretton-Woods* e a média dos dois valores mais baixos resultantes da aplicação das restantes quatro fórmulas. Estas últimas são previamente ajustadas ou "normalizadas" de modo a que a soma das quotas calculadas para todos os membros seja igual à obtida com a fórmula de *Bretton-Woods*.

mente à diferença (positiva) entre as quotas calculadas e as quotas efectivas. Esta técnica, que passou a ser designada por **Método B** durante a 9ª Revisão Geral, distribuía a componente selectiva apenas por um número limitado de membros. Durante a 8ª e 9ª Revisões Gerais, a repartição da componente selectiva foi realizada de forma proporcional ao peso da quota calculada de cada membro — o chamado **Método A**. Esta última técnica tem a vantagem de ser mais simples e transparente, para além de ser aplicável a todos os membros. O anexo 1 descreve os métodos A e B mais pormenorizadamente.

4. 11ª REVISÃO GERAL DE QUOTAS

4.1 Dimensão do aumento global de quotas

A proposta adoptada pela Assembleia de Governadores implicou um **aumento do montante global de quotas de 45 por cento, que passa de DSE 146.2 mil milhões para DSE 212.0 mil milhões.**

A determinação do montante de aumento global de quotas tem em atenção diversos factores, entre os quais: o crescimento do comércio e dos pagamentos internacionais desde a anterior revisão; a dimensão da economia mundial; os desequilíbrios de pagamentos, incluindo os resultantes de inversões abruptas nos fluxos de capitais; e o pa-

pel dos mercados privados no financiamento desses desequilíbrios.

Fundamental neste domínio é a avaliação da **posição de liquidez** do FMI. Como foi referido, a capacidade do FMI para assistir financeiramente os seus membros é inferior ao capital total da instituição, dependendo esta do stock de activos utilizáveis (haveres em DSE, moedas nacionais dos membros com posições externas sólidas e empréstimos contraídos)⁽⁸⁾. O *stock* de activos deve ser confrontado com a procura prevista de recursos do FMI num horizonte temporal definido. Esta procura é resultante da necessidade do FMI de satisfazer os compromissos assumidos ao abrigo das facilidades existentes; fazer face ao serviço da dívida por si contraída; atender ao desejo de determinados membros de mobilizarem, total ou parcialmente, as suas posições de reserva; e, finalmente, poder estabelecer novos acordos de financiamento.

O **rácio de liquidez do FMI** relaciona o montante de recursos líquidos disponível com o passivo líquido da instituição, sendo o indicador central na avaliação da posição de liquidez. O Quadro 2 descreve o processo de cálculo do rácio de liquidez.

(8) Da totalidade do aumento global de quotas aprovado ao abrigo da 11ª Revisão Geral, cerca de 67 por cento (DSE 44 mil milhões) são recursos utilizáveis.

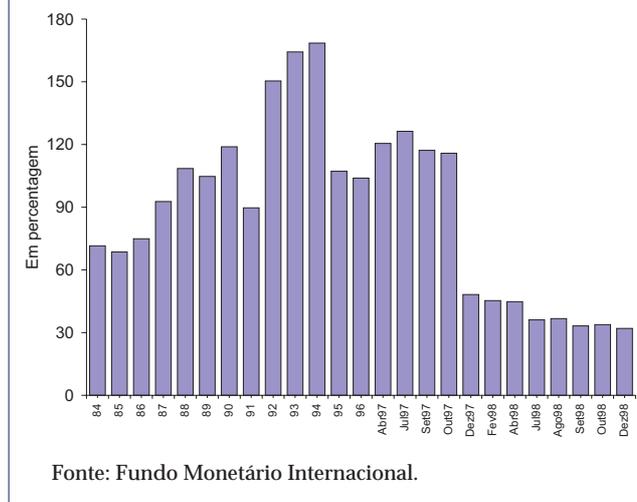
Quadro 2
CÁLCULO DO RÁCIO DE LIQUIDEZ

Em DSE 10⁹, salvo indicação em contrário; final de período

	1996	1997	1998
1. Recursos totais	149.0	149.2	165.1
Moedas nacionais	143.4	144.7	149.4
Haveres em ouro	3.6	3.6	3.6
Haveres em DSE	1.7	0.6	0.7
Outros activos	0.3	0.3	0.3
Disponível ao abrigo do GAB	-	-	11.1
2. Recursos não utilizáveis	87.9	98.5	111.6
3. Recursos disponíveis (1-2)	61.1	50.7	53.5
4. Recursos comprometidos	9.7	18.0	24.5
5. Fundo de maneio	11.9	10.0	9.6
6. Recursos disponíveis líquidos (3-4-5)	39.5	22.7	19.4
7. Posições de reserva	38.0	47.1	56.4
8. Responsabilidades ao abrigo do GAB	-	-	4.3
9. Passivo líquido (7+8)	38.0	47.1	60.7
10. Rácio de liquidez (6/9x100)	103.9	48.2	32.0

Fonte: Fundo Monetário Internacional.

Gráfico 1
RÁCIO DE LIQUIDEZ DO FMI
Fim de período



O nível recorde de compromissos assumidos pelo FMI ao abrigo dos acordos celebrados na sequência da crise financeira asiática enfraqueceu substancialmente a posição de liquidez do FMI. Entre Julho de 1997 e o final de 1998, o montante de compromissos assumidos pelo FMI ultrapassou os DSE 43 mil milhões, com destaque para os acordos celebrados com a Tailândia (20 de Agosto de 1997), Indonésia (5 de Novembro de 1997), Coreia (4 de Dezembro de 1997) e Brasil (2 de Dezembro de 1998), que totalizaram cerca de DSE 36 mil milhões. No mesmo período, o valor de recursos disponível, em termos líquidos, baixou de DSE 58 mil milhões para DSE 53.5 mil milhões. Estes factores motivaram uma forte queda do rácio de liquidez, que passou de 126.3 para 32.0 por cento no mesmo período — um valor historicamente baixo (ver gráfico 1) — reduzindo substancialmente a capacidade do FMI para fazer face a novos compromissos.

Neste contexto, a entrada em vigor dos **Novos Acordos de Empréstimo** (*New Arrangements to Borrow*, NAB), a 17 de Novembro de 1998, revelou-se fundamental. Os NAB, adoptados pela Assembleia de Governadores a 27 de Janeiro de

1997, são constituídos por linhas de crédito acordadas entre o FMI e 25 membros (ou respectivos bancos centrais) com a finalidade de reforçar os recursos da instituição em situações excepcionais de carência de recursos⁽⁹⁾. Os NAB foram activados pela primeira vez a 2 de Dezembro de 1998, na sequência do acordo celebrado entre o FMI e o Brasil.

4.2 Distribuição do aumento global

De acordo com a decisão do Conselho Executivo, 75 por cento do aumento total foi repartido de forma equiproporcional, ou seja, tendo em conta o peso das quotas de cada país. Para Portugal, o aumento de quota equiproporcional foi igual a DSE 188.2 milhões:

$$\begin{aligned} \text{Taxa de crescimento da quota global} &= 45\% \\ \text{Peso da componente equiproporcional} &= 75\% \\ &\text{do aumento global} \\ \text{Quota} &= \text{DSE } 557.6 \text{ milhões} \\ \text{Aumento equiproporcional} &= 0.45 \times 0.75 \times 557.6 = \\ &= 188.2 \end{aligned}$$

Com o objectivo ajustar a estrutura de quotas à posição económica relativa dos membros, 15 por cento do aumento global foram distribuídos de forma selectiva, utilizando o Método A. Este método exige a determinação prévia do valor e do peso da quota calculada de cada membro. Para Portugal, tendo em conta os dados disponíveis até 1994, a quota calculada é de DSE 3049.0 milhões (0.56 por cento do total). Assim, o aumento de quota selectivo para Portugal foi igual a DSE 55.2 milhões:

$$\begin{aligned} \text{Aumento global} &= \text{DSE } 65800 \text{ milhões} \\ \text{Peso da componente selectiva} &= 15\% \text{ do} \\ &\text{aumento global} \\ \text{Peso da quota calculada} &= 0.56\% \\ \text{Aumento selectivo} &= 65800 \times 0.15 \times 0.0056 = 55.2 \end{aligned}$$

Finalmente, os restantes 10 por cento do aumento global (cerca de DSE 6500 milhões) foram repartidos de modo a corrigir as principais anomalias existentes na actual estrutura de quotas (aumento *ad hoc*). Deste montante, 90 por cento foram distribuídos entre os membros (37) cujo peso da quota calculada fosse maior ou igual ao peso da

(9) Os NAB não substituem os anteriores Acordos Gerais de Empréstimo (*General Arrangements to Borrow*, GAB), que continuarão em vigor. No entanto, os NAB serão o principal e primeiro mecanismo a recorrer em caso de necessidade. O montante combinado de recursos disponíveis ao abrigo dos NAB e dos GAB ascende a DSE 34 mil milhões (USD 47.6 mil milhões).

Quadro 3

CÁLCULO DA NORMA E DA POSIÇÃO DE RESERVA REMUNERADA PARA PORTUGAL
Posição a 31 de Dezembro de 1998

	DSE 106	% da quota
1. Quota a 1/4/1978.	117.00	20.98
2. Quota a 31/12/1998.	557.60	100.00
3. 75 por cento da quota a 1/4/1978.	87.75	15.74
4. Variação na quota desde 1/4/1978.	440.60	79.02
5. Norma (3+4)	528.35	94.75
6. Haveres em escudos (31/12/1998)	115.50	20.71
7. Posição de reserva (31/12/1998)	442.10	79.29
8. Posição de reserva remunerada (5-6)	412.85	74.04

Fonte: Fundo Monetário Internacional.

quota efectiva; e os restantes 10 por cento repartidos apenas pelos 5 países com maiores desajustamentos entre os pesos das quotas efectivas e as respectivas posições económicas relativas e que, simultaneamente, sejam participantes nos NAB — Singapura, Luxemburgo, Coreia, Tailândia e Malásia. O aumento de quota *ad hoc* para Portugal foi igual a DSE 66.4 milhões. Em anexo, são apresentados os cálculos que conduziram a este valor.

A nova quota de Portugal é, pois, igual a DSE 867.4 milhões, resultante de um aumento de DSE 309.8 milhões. Note-se que, em virtude da anterior estrutura de quotas subestimar a dimensão económica relativa de Portugal, o aumento de quota individual cifrou-se em cerca de 56 por cento, valor que compara com um aumento global de 45 por cento.

4.3 Subscrição e posição de reserva

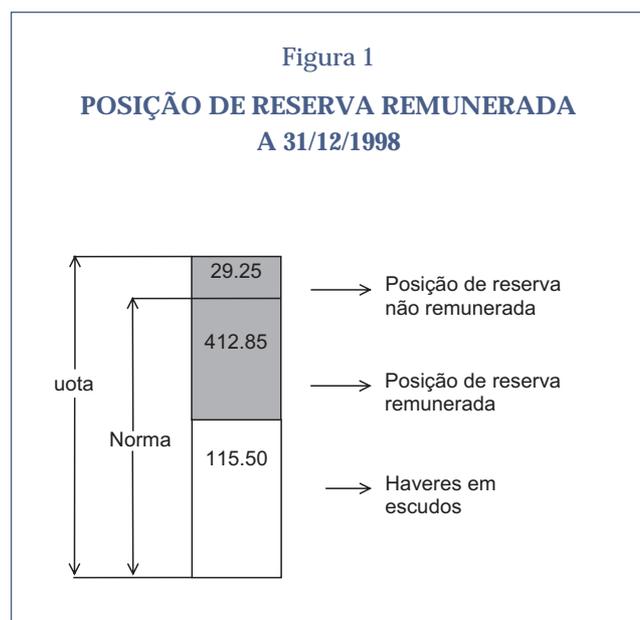
O Acordo do FMI estipula que, após a entrada em vigor do aumento de quotas, os membros deverão pagar ao FMI, dentro de um prazo acordado, 25 por cento do respectivo aumento em DSE ou em outra moeda a definir pela instituição — o chamado **pagamento de reserva**. A restante parcela do aumento será subscrita em moeda nacional, normalmente através da emissão de promissórias

a favor do FMI⁽¹⁰⁾. O pagamento de reserva não afecta o montante global de reservas externas de cada membro, na medida em que a diminuição dos haveres em moeda estrangeira é compensada por um aumento de igual valor na posição de reserva no FMI. Respeitando o período de 30 dias úteis acordado no âmbito da 11ª Revisão Geral de Quotas, Portugal efectuou, no início de Fevereiro de 1999, o pagamento do respectivo aumento de quota.

A **posição de reserva** de cada membro resulta da diferença entre a sua quota e os haveres do FMI na respectiva moeda nacional, excluindo o montante que tem origem em empréstimos contraídos por esse membro junto da instituição. As posições de reserva são parte integrante das reservas externas de cada membro, não podendo o FMI levantar objecções aos saques efectuados dentro do seu âmbito.

O FMI paga uma remuneração todos os trimestres àqueles membros que possuam uma **posição de reserva remunerada**. Uma posição de reserva remunerada ocorre sempre que o montante de moeda nacional de um membro detido pelo FMI seja inferior a uma “norma” pré-estabelecida (excluindo as detenções de moeda resultantes da concessão de crédito por parte do FMI a esse membro). Para cada membro, a norma é igual a 75 por cento da quota existente anteriormente à Segunda Emenda dos Artigos do Acordo (1 de Abril de 1978) acrescido de todos os aumentos de quota posteriores. Assim, à medida que a quota aumenta, a norma tende para 100 por cento da quota efectiva, tornando o peso da componente não re-

(10) Nos termos do Decreto-Lei nº 245/89, que regula o relacionamento entre Portugal e o FMI, “compete ao Banco de Portugal a obrigação de realizar os aumentos da quota de Portugal no Fundo Monetário internacional, devendo, para tal, efectuar, por conta própria, as entregas de direitos de saque especiais, de moedas de outros países membros ou de escudos.”



munerada cada vez mais baixo. De acordo com os valores disponíveis no final de 1998, apenas uma pequena parte da posição de reserva de Portugal (cerca de 6.6 por cento) não é remunerada (ver quadro 3 e figura 1).

4.4 Principais alterações na estrutura de quotas

A 11ª Revisão Geral de Quotas provocou algumas alterações importantes na estrutura de quotas e de poderes de voto do FMI. Em primeiro lugar, há a assinalar os aumentos significativos das quotas do Japão e da Alemanha (62 e 58 por cento, respectivamente), e que se traduziram em subidas substanciais nos poderes de voto, passando o Japão a ser o membro com a segunda maior quota no FMI. Os Estados Unidos, com uma variação percentual na quota inferior à do aumento global (40 contra 45 por cento), registou uma ligeira queda no peso dos seus poderes de voto. A 11ª Revisão Geral de Quotas possibilitou ainda que alguns membros com quotas elevadas, mas cujo montante não reflectia a respectiva dimensão económica relativa, registassem aumentos significativos de quota. É o caso, por exemplo, da Coreia (aumento de 104 por cento), Irlanda (60 por cento), Espanha (58 por cento), Áustria (58 por cento) e Itália (54 por cento).

Relativamente ao grupo de Portugal, a variação global da quota situou-se em DSE 3065 milhões (52.4 por cento), motivando uma subida no peso dos poderes de voto de 0.2 pontos percentuais para 4.2 por cento (ver quadro 4). Como reflexo das alterações operadas, Portugal passou a deter a segunda quota mais elevada dentro do respectivo grupo.

Quadro 4

ALTERAÇÕES NAS POSIÇÕES RELATIVAS DE ALGUNS MEMBROS
Montante das quotas expresso em DSE 10⁶

	9ª Revisão Geral de Quotas				11ª Revisão Geral de Quotas			
	Quota	Peso (%)	Votos	Peso (%)	Quota	Peso (%)	Votos	Peso (%)
1. Estados Unidos	26526.8	18.21	265 518	17.61	37149.3	17.52	371 743	17.16
2. Japão	8241.5	5.66	82 665	5.48	13312.8	6.28	133 378	6.16
3. Alemanha	8241.5	5.66	82 665	5.48	13008.2	6.14	130 332	6.02
4. França	7414.6	5.09	74 396	4.93	10738.5	5.07	107 635	4.97
5. Reino Unido	7414.6	5.09	74 396	4.93	10378.5	5.07	107 635	4.97
6. Itália	4590.7	3.15	46 157	3.06	7055.5	3.33	70 805	3.27
7. Grécia	587.6	0.40	6 126	0.41	823.0	0.39	8 480	0.39
8. Portugal	557.6	0.38	5 826	0.39	867.4	0.41	8 924	0.41
9. Malta	67.5	0.05	925	0.06	102.0	0.05	1 270	0.06
10. Albânia	35.3	0.02	603	0.04	48.7	0.02	737	0.03
11. São Marinho	10.0	0.01	350	0.02	17.0	0.01	420	0.02
12. Total (6 a 11)	5848.7	4.00	59 987	3.98	8913.6	4.20	90 636	4.18

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A conclusão da 11ª Revisão Geral de Quotas surge num contexto em que o estabelecimento de uma nova arquitectura para o sistema monetário internacional se tornou num dos tópicos de discussão mais amplamente debatidos. A recente entrada em vigor, quer da 11ª Revisão Geral de Quotas, quer dos NAB, aumentou consideravelmente a capacidade do FMI em assistir financeiramente os membros com desequilíbrios nas balanças de pagamentos, reforçando o papel central da instituição no sistema monetário internacional.

O enquadramento financeiro da economia mundial é hoje inegavelmente diferente daquele em que foi redigido o Acordo do FMI em 1945⁽¹¹⁾. O sistema monetário assente em paridades fixas face ao ouro e com realinhamentos pouco frequentes foi substituído por uma maior flexibilidade cambial entre os grandes blocos económicos; a dimensão dos fluxos de capitais privados cresceu de forma substancial; a integração entre os países acentuou-se, fruto de uma maior abertura, quer em termos de comércio quer em termos de transacções financeiras; e, finalmente, o número de membros do FMI cresceu fortemente, conferindo à instituição um carácter universal e, simultaneamente, aumentando a procura potencial pelos seus recursos.

A instabilidade financeira sentida nos mercados internacionais na década de 90 coloca ao FMI porventura o maior desafio desde o fim do regime de Bretton-Woods, no início dos anos 70. A magnitude das repercussões sobre a economia mundial da recente turbulência nos mercados financeiros torna importante a readaptação das práticas de supervisão da instituição, conferindo-lhe novas dimensões. Assim, por exemplo, ao habitual exame

das políticas económicas dos membros dever-se-á juntar um acompanhamento sistemático e rigoroso da solidez dos respectivos sistemas financeiros. É também importante que a recente tendência no sentido de uma maior transparência e disponibilidade de informação seja reforçada, incluindo, por exemplo, indicadores sobre o nível da dívida externa privada de curto prazo.

Uma eficaz supervisão por parte do FMI, que permita uma identificação precoce dos problemas e a sua correcção atempada, diminuirá a probabilidade de ocorrerem ajustamentos bruscos e maciços nas balanças de pagamentos e reduzirá a procura potencial de recursos financeiros.

REFERÊNCIAS

- Driscoll, D. (1998). "What is the International Monetary Fund", FMI.
- Feldstein, Martin (1998). "Refocusing the IMF", *Foreign Affairs*, Março/Abril, volume 77, nº2.
- Fischer, S. (1998). "Lessons from a crisis", *The Economist*, Outubro.
- Fundo Monetário Internacional (1995). "Financial Organization and Operations of the IMF", *Pamphlet Series*, nº45.
- Fundo Monetário Internacional (várias edições). "Annual Report".
- Fundo Monetário Internacional (várias edições). "International Financial Statistics".
- Goldstein, M., P. Isard e M. Taylor (1992). "Policy Issues in the Evolving International Monetary System", FMI, *Occasional Paper*, 96.
- Labisa, A.S. (1994). "Organismos Internacionais", Banco de Portugal.
- Masson, P. e M. Mussa (1995). "The Role of the IMF: Financing and Its Interactions with Adjustment and Surveillance", FMI, *Pamphlet Series*, nº50.
- Rapaz, V. (1984). "8ª Revisão Geral de Quotas do FMI: Enquadramento, Solução e Significado", Banco de Portugal, *Boletim Trimestral*, Dezembro.
- Fischer, S. (1999). "On the Need for an International Lender of Last Resort", FMI.

(11) O FMI foi formalmente fundado em 1945, reflectindo o consenso atingido um ano antes durante a Conferência Monetária e Financeira, realizada em Bretton Woods. A ideia de base que presidiu à criação do FMI foi a de que a promoção da cooperação monetária internacional seria a melhor forma de atingir outros objectivos considerados essenciais para o bem-estar dos respectivos membros. Esses objectivos encontram-se listados no Artigo I do Acordo do FMI.

Anexo 1

MÉTODOS DE DISTRIBUIÇÃO DO AUMENTO SELECTIVO DE QUOTAS

Este anexo descreve as propriedades matemáticas das técnicas alternativas para a atribuição apresentadas no texto e introduz o conceito de coeficiente de ajustamento.

1. O coeficiente de ajustamento

De modo a facilitar a comparação entre os diversos métodos de distribuição, foi considerado útil calcular uma medida do seu grau de eficácia na redução da divergência entre os pesos das quotas calculadas e os pesos das quotas efectivas. O coeficiente de ajustamento, desenvolvido durante a 8ª Revisão Geral, indica precisamente o montante de redução na diferença entre peso da quota calculada e o peso da quota efectiva, em percentagem da diferença original. Para cada membro i , o coeficiente de ajustamento é calculado do seguinte modo:

$$\alpha^i = \frac{S_n^i - S_p^i}{S_c^i - S_p^i} \times 100 \tag{1}$$

em que S_p^i , S_c^i e S_n^i definem, respectivamente, os pesos da quota efectiva, da quota calculada e da nova quota. Para o conjunto dos m membros do FMI, o coeficiente de ajustamento é determinado através da seguinte fórmula:

$$\alpha = \frac{\left[\sum_{i=1}^m (S_c^i - S_p^i)^2 \right]^{1/2} - \left[\sum_{i=1}^m (S_c^i - S_n^i)^2 \right]^{1/2}}{\left[\sum_{i=1}^m (S_c^i - S_p^i)^2 \right]^{1/2}} \times 100 \tag{2}$$

2. Método A

Este método distribui a componente selectiva do aumento de quotas por todos os membros em proporção dos respectivos pesos nas quotas calculadas. A nova quota do membro i , excluindo a componente *ad hoc* do aumento, pode ser expressa em função das suas quotas efectiva e calculada do seguinte modo:

$$Q_n^i = (1 + a) Q_p^i + \sigma Q_c^i \tag{3}$$

em que Q_p^i , Q_c^i e Q_n^i definem, respectivamente, a quota efectiva, a quota calculada e a nova quota. O parâmetro a representa o aumento equiproporcional de quotas, em percentagem da quota efectiva, e σ define o montante agregado dos aumentos selectivos ($\sum \Delta Q_s^i$) em proporção da totalidade das quotas calculadas. Por definição:

$$\sigma = \frac{\sum_{i=1}^m Q_n^i - (1 + a) \sum_{i=1}^m Q_p^i}{\sum_{i=1}^m \Delta Q_s^i} = \frac{\sum_{i=1}^m \Delta Q_s^i}{\sum_{i=1}^m Q_c^i} \tag{4}$$

$$\Delta Q_s^i = S_c^i \sum_{i=1}^m \Delta Q_s^i \tag{5}$$

É possível demonstrar que o coeficiente de ajustamento é, neste caso, constante e igual a:

$$\alpha^i = 1 - (1 + a) \frac{\sum_{i=1}^m Q_p^i}{\sum_{i=1}^m Q_n^i} \tag{6}$$

A equação (6) permite constatar que o coeficiente de ajustamento varia inversamente com a dimensão da componente equiproporcional e que o seu valor se encontra limitado pelo aumento global de quotas. Por exemplo, uma duplicação do capital do FMI, com componente equiproporcional nula, traduz-se num coeficiente de ajustamento de 50 por cento.

3. Método B

Este método atribui a componente selectiva do aumento de quotas entre um número restrito de membros previamente eleitos. O aumento selectivo para o membro eleito i é distribuído em proporção da respectiva contribuição para a diferença entre o somatório das quotas calculadas e o somatório das quotas efectivas:

$$Q_n^i = (1 + a) Q_p^i + d (Q_c^i - Q_p^i) \tag{7}$$

em que d define o montante agregado de aumentos selectivos relativamente à diferença entre o somatório das quotas calculadas e o somatório das quotas efectivas. Logo,

$$d = \frac{\sum_{i=1}^m Q_n^i - (1+a) \sum_{i=1}^m Q_p^i}{\sum_{i=1}^k (Q_c^i - Q_p^i)} \quad (8)$$

com $k - m$. Para os $k - m$ membros não eleitos, $d=0$, e

$$Q_n^i = (1+a) Q_p^i \quad (9)$$

Durante a 11ª Revisão Geral foram ainda analisadas três técnicas alternativas aos métodos A e B.

Anexo 2

AUMENTO DE QUOTA AD HOC

Os aumentos de quota *ad hoc* são determinados de modo a que a discrepância inicial entre o rácio do peso da quota calculada em relação ao peso da quota efectiva e um determinado valor pré-fixado (F) se reduza uniformemente para todos os países seleccionados. Matematicamente, para um membro elegível i :

$$\frac{S_c^i}{S_n^i} = \frac{S_c^i}{S_p^i} - b \left[\frac{S_c^i}{S_p^i} - F \right] \quad (1)$$

em que S_c^i , S_n^i e S_p^i representam, respectivamente, os pesos da quota calculada, da nova quota e da quota efectiva do membro i . S_n^i é, neste caso, definido como o peso da quota do país i , considerando apenas o aumento *ad hoc*. Logo, para um país seleccionado a soma da sua quota efectiva com o aumento *ad hoc* (Q_n^i) será:

$$Q_n^i = S_n^i \left[\sum_{\text{todos}} Q_p^i + A \right] \quad (2)$$

em que A indica o montante total do aumento *ad hoc*.

O coeficiente b na equação (1) é idêntico para todos os países seleccionados, sendo calculado iterativamente de modo a assegurar que a soma dos aumentos individuais seja igual a um valor pré-determinado. Outra restrição que se impõe no cálculo de b é a de que este tem que ser menor ou igual a 1.

No caso da actual revisão, o aumento *ad hoc* é dividido em duas partes: 9 por cento do aumento

total é distribuído entre os 37 membros cujo peso da quota calculada seja igual ou superior ao peso da quota efectiva ($F=1$), e 1 por cento entre os 5 membros com maiores rácios entre o peso da quota calculada e o peso da quota efectiva e que sejam participantes nos NAB - Singapura, Luxemburgo, Coreia, Tailândia e Malásia. Para um aumento *ad hoc* de quotas de DSE 6.5 mil milhões, o coeficiente b calculado é igual a 0.226. Portugal, com um peso da quota calculada em relação ao peso da quota efectiva igual a 1.47, é contemplado com a primeira parte do aumento.

Para Portugal, as variáveis das equações (1) e (2) assumem os seguintes valores:

$$S_n^p = \frac{S_c^p}{\frac{S_c^p}{S_p^p} - b \left[\frac{S_c^p}{S_p^p} - F \right]} = \frac{0.00560}{\frac{0.00560}{0.00381} - 0.226 \left[\frac{0.00560}{0.00381} - 1 \right]} = 0.004107$$

$$Q_n^p = S_n^p \left[\sum_{\text{todos}} Q_p^i + A \right] = 0.004107 \times (146226.1 + 5922.16) = 624.8$$

com $A=146226.1 \times 0.45 \times 0.09=5922.16$. Como a quota efectiva de Portugal é de DSE 557.6 milhões, o respectivo aumento *ad hoc* é igual a DSE 67.2 milhões (DSE 624.8 milhões — DSE 557.6 milhões). Os valores obtidos para o aumento *ad hoc* foram corrigidos por forma a que estes não impliquem variações excessivas nos pesos das novas quotas. Para Portugal, essa correcção implicou uma redução do aumento *ad hoc* em DSE 0.8 milhões, que se situou assim em DSE 66.4 milhões.

Janeiro

- **9 de Janeiro**

As taxas de absorção e de facilidade diária de cedência de liquidez mantêm-se inalteradas em 4.9 e 6.9 por cento, respectivamente.
A taxa de juro do Banco de Portugal para operações regulares de cedência de liquidez pelo período de constituição de disponibilidades mínimas de caixa mantém-se em 5.3 por cento.
- **19 de Janeiro**

As taxas de juro das facilidade permanentes de absorção e de cedência de liquidez do Banco de Portugal desceram 0.1 pontos percentuais (p.p.), situando-se em 4.8 e 6.8 por cento, respectivamente.
A taxa de juro para operações regulares de cedência de liquidez pelo período de constituição de disponibilidades mínimas de caixa desceu também 0.1 p.p. para 5.1 por cento.
- **31 de Janeiro (Lei n.º 5/98, DR n.º 26/98, 1.ª Série A)**

Altera a Lei Orgânica do Banco de Portugal tendo em vista a sua integração no Sistema Europeu de Bancos Centrais.

Fevereiro

- **2 de Fevereiro (Carta Circular do Banco de Portugal n.º 3/DOC)**

Comunica que a taxa de remuneração dos Títulos de Depósito da Série B é fixada em 4.3 por cento para vigorar no trimestre a iniciar em 4-02.
- **3 de Fevereiro (Lei n.º 7/98, DR n.º 28/98, 1.ª Série A)**

Regulamenta o regime geral de emissão e gestão da dívida pública.
- **4 de Fevereiro (Aviso n.º 1741-C/98, DR n.º 29/98, 2.ª Série, 2.º Supl.)**

Regulamenta o regime jurídico do cheque sem provisão aprovado pelo Decreto-Lei n.º 454/91, de 28 de Dezembro, na sequência das alterações introduzidas a este diploma pelo Decreto-Lei n.º 316/97, de 19 de Novembro.
- **11 de Fevereiro (Norma n.º 17/97-R, DR n.º 35/98, 3.ª Série)**

Divulga os elementos referentes ao exercício de 1997 que as empresas de seguros com sede em Portugal (sociedades anónimas e mútuas de seguros), as sucursais de empresas de seguros com sede fora do território da União Europeia, os agrupamentos complementares de empresas e as sociedades gestoras de fundos de pensões devem enviar ao Instituto de Seguros de Portugal. Revoga a Norma n.º 22/96-R de 19-12.
- **13 de Fevereiro (Regulamento da CMVM n.º 1/98, DR n.º 37/98, 2.ª Série)**

Estabelece os termos do registo dos intermediários financeiros para o exercício de actividades de intermediação em valores mobiliários.
- **20 de Fevereiro (Carta Circular do Banco de Portugal n.º 5/98/DSBRE)**

Informa as instituições de crédito e as sociedades financeiras de que os elementos contabilísticos e de natureza prudencial a enviar ao Departamento de Supervisão Bancária, a partir de 01-01-99, deverão passar a ser expressos em euros, mediante a conversão dos dados de origem.
- **25 de Fevereiro (Aviso n.º 1/98, DR n.º 47/98, 1.ª Série B)**

Fixa em 5 por cento a taxa de desconto do Banco de Portugal.
- **25 de Fevereiro (Carta Circular do Banco de Portugal n.º 8/98/DSBRE)**

Esclarece quais os activos incorpóreos e custos que as instituições de crédito e as sociedades financeiras (quando aplicável) devem considerar no cálculo dos fundos próprios, quer em base individual, quer em base consolidada. Revoga a Carta Circular n.º 77/M-DSB, de 14-12-94.
- **25 de Fevereiro (Carta Circular do Banco de Portugal n.º 6/DCP)**

Informa, na sequência das decisões comunitárias sobre o programa de transição para o Euro, sobre as decisões tomadas pelo Conselho de Administração do Banco de Portugal relativamente aos procedimentos contabilísticos decorrentes da introdução do Euro nos sistemas de informação do Sistema Bancário Português.

- **26 de Fevereiro**

As taxas de juro das facilidades permanentes de absorção e de cedência de liquidez do Banco de Portugal desceram 0.2 p.p., situando-se em 4.6 e 6.6 por cento, respectivamente.

A taxa de juro para operações regulares de cedência de liquidez pelo período de constituição de disponibilidades mínimas de caixa desceu igualmente 0.2 p.p. para 4.9 por cento.

Março

- **18 de Março**

As taxas de juro das facilidades permanentes de absorção e de cedência de liquidez do Banco de Portugal desceram 0.2 p.p., situando-se em 4.4 e 6.4 por cento, respectivamente.

A taxa de juro para operações regulares de cedência de liquidez pelo período de constituição de disponibilidades mínimas de caixa desceu também 0.2 p.p. para 4.7 por cento.

- **27 de Março (Norma n.º 2/98-R, DR n.º 73/98, 3ª Série)**

Estabelece um conjunto de regras relativas ao cálculo e constituição da margem de solvência e do fundo de garantia das empresas e seguros. Revoga as Normas n.º 27/95-R de 14-12 e 4/97-R de 20-02.

- **27 de Março (Norma n.º 3/98-R, DR n.º 73/98, 3ª Série)**

Estabelece um conjunto de regras relativas ao cálculo e constituição da margem de solvência e do fundo de garantia das sociedades gestoras de fundos de pensões. Revoga as Normas n.ºs 28/95-R de 14-12 e 5/97 de 20-02, não repristinando o n.º 61 da Norma n.º 298/91 de 13-11.

Abril

- **3 de Abril (Dec.-Lei n.º 85/98, DR n.º 79/98, 1ª Série A)**

Aprova os desenhos da face nacional das moedas de 1 e 2 euros e de 50, 20, 10, 5, 2 e 1 cêntimos.

- **11 de Abril (Aviso n.º 2/98, DR n.º 85/98, 1ª Série B)**

Revoga o Aviso n.º 11/90 publicado no DR n.º 207, 1ª Série, de 07-09-90, que estabeleceu, relativamente às instituições sujeitas à supervisão do Banco de Portugal, limites à tomada firme de títulos e à subscrição indirecta de acções.

- **17 de Abril (Dec.-Lei n.º 94-B/98, DR n.º 90/98, 1ª Série A, 2º Supl.)**

Regula as condições de acesso e exercício da actividade seguradora e resseguradora no território da Comunidade Europeia, incluindo a exercida no âmbito institucional das zonas francas. Revoga os Decs.-Lei n.ºs 91/82, de 22-03, 133/86, de 12-06, 107/88, de 31-03 e 102/94, de 20-04.

- **27 de Abril (Carta Circular do Banco de Portugal n.º 14/DOC)**

Comunica que a taxa de remuneração dos Títulos de Depósito da Série B é fixada em 4 por cento para vigorar no trimestre a iniciar em 04-05.

Maiο

- **5 de Maio**

As taxas de juro de facilidade permanente de absorção e de cedência de liquidez do Banco de Portugal mantêm-se em 4.4 e 6.4 por cento, respectivamente.

A taxa de juro para operações regulares de cedência de liquidez pelo período de constituição de disponibilidades mínimas de caixa mantêm-se em 4.7 por cento.

- **12 de Maio**

As taxas de juro de facilidade permanente de absorção e de cedência de liquidez do Banco de Portugal desceram 0.2 p.p. fixando-se em 4.2 e 6.2 por cento, respectivamente.

A taxa de juro para operações regulares de cedência de liquidez pelo período de constituição de disponibilidades mínimas de caixa desceu igualmente 0.2 p.p. fixando-se em 4.5 por cento.

- **15 de Maio (Portaria nº 476/98, DR nº 112/98, 2ª Série)**
Concede, ao abrigo do nº 8 do artº 411 do Código do Mercado de Valores Mobiliários, na redacção dada pelos Dec.-Leis nºs. 196/95 de 29-07 e 232/96 de 05-12, autorização à Associação da Bolsa de Derivados do Porto (ABDP) para prestar serviços integrados de registo, compensação e liquidação de operações de empréstimos que tenham por objecto valores mobiliários e instrumentos do mercado monetário, nacionais ou estrangeiros, bem como a assumir a posição de contraparte nas referidas operações.
- **16 de Maio (Dec.-Lei nº 138/98, DR nº 113/98, 1ª Série A)**
Estabelece regras fundamentais a observar no processo de transição para o Euro, complementando o disposto no direito comunitário aplicável.
- **20 de Maio (Portaria nº 487/98, DR nº 116/98, 2ª Série)**
Altera a redacção do nº 3 da Portaria nº 291/96 de 23-12, com o objectivo de promover o alargamento do âmbito da autorização aos serviços de registo de operações de reporte celebradas com pessoas singulares.
- **21 de Maio (DR nº 117/98, Parte A, Supl. 3, 3ª Série)**
Publica o relatório e contas do exercício de 1997 do Banco de Portugal, EP.
- **21 de Maio (Carta Circular do Banco de Portugal nº 19/98/DSBDR)**
Presta esclarecimento sobre a forma de cálculo e a divulgação da “taxa anual efectiva” (TAE), prevista no Dec.-Lei nº 220/94 de 23-08.
- **27 de Maio (Regulamento da CMVM nº5/98, DR 122/98, 2ª Série)**
Estabelece, ao abrigo do disposto na alínea a) do nº 1 do artº 14 do Código do Mercado de Valores Mobiliários, e para os efeitos do disposto no nº 6 do artº 5º do Dec.-Lei nº 294/95 de 17-11, os limites quantitativos relativos à concentração de riscos nos fundos de investimento imobiliários decorrentes da celebração de contratos de arrendamento que tenham como contraparte a mesma entidade ou entidades ligadas entre si.

Junho

- **9 de Junho**
As taxas de juro de facilidade permanente de absorção e de cedência de liquidez do Banco de Portugal mantêm-se em 4.2 e 6.2 por cento, respectivamente.
A taxa de juro para operações regulares de cedência de liquidez pelo período de constituição de disponibilidades mínimas de caixa mantêm-se em 4.5 por cento.
- **24 de Junho (Regulamento da CMVM nº 7/98, DR 143/98, 2ª Série)**
Estabelece, ao abrigo do disposto nas alíneas a) e b) do nº 1 do artº 14º do Código do Mercado de Valores Mobiliários e para efeitos do nº 2 do artº 35 do DL 276/94, de 02-11, as regras de publicação de informações pelos fundos de investimento mobiliário. Revoga o Regulamento nº 95/2 da CMVM de 08-05-95.
- **25 de Junho (Dec.-Lei nº 166/98, DR nº 144/98, 1ª Série A)**
Institui o sistema de controlo interno da administração financeira do Estado (SCI).

Julho

- **7 de Julho (Resolução do Conselho de Ministros nº 81/98, DR nº 154/98, 1ª Série B)**
Autoriza o Instituto de Gestão do Crédito Público a emitir, em nome e representação da República, empréstimos internos de curto prazo, denominados em moeda nacional e representados por certificados especiais de dívida de curto prazo (CEDIC), com o objectivo de permitir o financiamento de necessidades orçamentais do Estado através da aplicação dos excedentes de tesouraria detidos pelas instituições do sector público administrativo. Fixa em 500 milhões de contos o montante máximo de CEDIC em circulação.
- **8 de Julho (Dec.-Lei nº 187/98, DR nº 155/98, 1ª Série A)**
Procede à articulação dos meios de pagamento do Tesouro com o novo regulamento do sistema de compensação interbancária (SICOI), na perspectiva da introdução do euro. Dá nova redacção aos artºs. 3 e 4 do DL 371/91 de 8-10. O presente diploma produz efeitos a partir de 1-5-98.

- **13 de Julho**

As taxas de juro de facilidade permanente de absorção e de cedência de liquidez do Banco de Portugal mantêm-se em 4.2 e 6.2 por cento, respectivamente.
A taxa de juro para operações regulares de cedência de liquidez pelo período de constituição de disponibilidades mínimas de caixa mantêm-se em 4.5 por cento.
 - **16 de Julho (Dec.-Lei nº 211/98, DR 162/98, 1ª Série A)**

Regula a actividade das sociedades de garantia mútua (SGM). O presente diploma entra em vigor em 01-08-98.
 - **17 de Julho (Regulamento da CMVM nº 8/98, DR nº 163/98, 2ª Série)**

Altera a redacção do artº 14º do Regulamento nº 97/04 de 20-03 relativo aos serviços prestados pela Associação da Bolsa de Derivados do Porto (ABDP) em operações de reporte.
 - **17 de Julho (Regulamento da CMVM nº 9/98, DR nº 163/98, 2ª Série)**

Consagra normas gerais relativas aos serviços integrados de registo, compensação e liquidação de operações de empréstimo de valores mobiliários e instrumentos do mercado monetário, prestados pela Associação da Bolsa de Derivados do Porto (ABDP), quer esta assuma ou não a posição de contraparte nas referidas operações.
 - **22 de Julho (Dec.-Lei nº 229/98, DR nº 167/98, 1ª Série A)**

Cria o Fundo de Contragarantia Mútuo, o qual tem por objecto garantir o cumprimento das obrigações assumidas pelas sociedades de garantia mútua (SGM), cuja actividade está regulada no Dec.-Lei 211/98 de 16-07. A entidade gestora do Fundo é a SPGM-Sociedade de Investimento, SA.
 - **22 de Julho (Dec.-Lei nº 230/98, DR nº 167/98, 1ª Série A)**

Procede à redefinição do enquadramento da actividade das sociedades de capital de risco e de fomento empresarial. Dá nova redacção aos arts. 6 a 8, 12 e 13 do Dec.-Lei nº 433/91, de 07-11.
 - **24 de Julho (Despacho nº 12765/98, DR nº 169/98, 2ª Série)**

Determina um conjunto de orientações relativas à concretização da utilização do euro no período transitório por parte da Administração Pública.
 - **29 de Julho (Carta Circular do Banco de Portugal nº 22/DOC)**

Informa que se suspende a actualização do Manual de Linhas de Crédito e que, até final do corrente ano, o mesmo será extinto. Relativamente às operações de crédito à agricultura, pecuária e pesca, o IFADAP continuará a emitir e codificar as respectivas linhas de crédito.
- ### Agosto
- **3 de Agosto (Carta Circular do Banco de Portugal nº 24/DOC)**

Comunica que a taxa de remuneração dos títulos de depósito da série B é fixada em 3.8 por cento, para vigorar no trimestre a iniciar em 04-08-98.
 - **6 de Agosto (Lei nº 42/98, DR nº 180/98, 1ª Série A)**

Aprova a nova Lei das Finanças Locais (regime financeiro dos municípios e das freguesias). Revoga a Lei nº 1/87 de 06-01 e o artº 10º da Lei nº 23/97 de 02-07. A presente Lei produz efeitos a partir de 01-01-1999.
 - **19 de Agosto**

As taxas de juro de facilidade permanente de absorção e de cedência de liquidez do Banco de Portugal mantêm-se em 4.2 e 6.2 por cento, respectivamente.
A taxa de juro para operações regulares de cedência de liquidez pelo período de constituição de disponibilidades mínimas de caixa mantêm-se em 4.5 por cento.
 - **20 de Agosto (Regulamento da CMVM nº 10/98, DR 191/98, 2ª Série)**

Estabelece as regras relativas às operações de reporte e de empréstimo de valores, realizadas por conta dos fundos de investimento mobiliário pelas respectivas entidades gestoras. Revoga o Regulamento nº 14/97 de 08-10.
 - **20 de Agosto (Regulamento da CMVM nº 11/98, DR nº 191/98, 2ª Série)**

Estabelece um conjunto de normas relativas à prestação de informação trimestral sobre a actividade, resultados e situação económica e financeira de todas as sociedades com acções cotadas no mercado de cotações oficiais. O presente Regulamento entra em vigor em 01-10-98.
 - **25 de Agosto (Regulamento da CMVM nº 12/98, DR nº 195/98, 2ª Série)**

Estabelece normas relativas à formação e credenciação de agentes intervenientes em operações de bolsa a contado.

- **25 de Agosto (Regulamento da CMVM nº 13/98, DR nº 195/98, 2ª Série)**

Introduz alterações nos procedimentos de negociação de obrigações e de títulos de participação. Altera a redacção dos artºs. 6, 11, 18 e 32, bem como dos anexos I a X do Regulamento nº 91/10, de 05-09. O presente Regulamento entra em vigor no dia 02-11-98, salvo as alterações efectuadas ao artº18 e ao anexo I, que entram em vigor no dia 14 de Setembro de 1998.

Setembro

- **3 de Setembro (Regulamento da CMVM nº 14/98, DR nº 203/98, 2ª Série)**

Estabelece as taxas de realização de operações de Bolsa sobre futuros OT-10 e futuros Lisbor 3 meses. Dá nova redacção ao nº 1 do Regulamento nº96/5, bem como ao nº 1 do Regulamento nº 96/11.

- **17 de Setembro (Dec.-Lei nº 279/98, DR nº 215/98, 1ª Série A)**

Estabelece o regime jurídico dos bilhetes do Tesouro. Revoga a Lei nº20/85 de 26-07 salvo no que respeita à isenção do imposto sobre sucessões e doações estatuída no seu artº 6, bem como o Dec.-Lei 321-A/85 de 05-08. Até à entrada em vigor das instruções do Instituto de Gestão do Crédito Público, que irão definir o regime de registo, liquidação e transmissão dos bilhetes do tesouro, mantêm-se em vigor as instruções aprovadas pelo Banco de Portugal para o funcionamento do mercado de bilhetes do Tesouro.

- **17 de Setembro (Dec.-Lei nº 280/98, DR nº 215/98, 1ª Série A)**

Estabelece o regime jurídico das obrigações do Tesouro. Revoga o Dec.-Lei nº 367/87 de 27-11, na redacção que lhe foi dada pelos Decs.-Leis nos.11/92 de 04-02 e 5-A/94 de 11-01, o Dec.-Lei 163/90 de 23-05 e a Portaria nº 32-A/94 de 11-01. O presente diploma não se aplica às resoluções do Conselho de Ministros que aprovam a contracção de empréstimos durante o ano orçamental em curso nem prejudica as condições dos empréstimos já contraídos ou a contrair durante o mesmo período.

- **18 de Setembro**

As taxas de juro de facilidade permanente de absorção e de cedência de liquidez do Banco de Portugal mantêm-se em 4.2 e 6.2 por cento, respectivamente.

A taxa de juro para operações regulares de cedência de liquidez pelo período de constituição de disponibilidades mínimas de caixa mantêm-se em 4.5 por cento.

Outubro

- **1 de Outubro (Portaria nº 1010/98, DR nº 227/98, 2ª Série)**

Altera, ao abrigo do nº 1 do artº 96, do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Dec.-Lei 298/92, de 31-12, a redacção do nº 1 da Portaria nº 95/94, de 09-02, que fixou o capital social mínimo das instituições de crédito e sociedades financeiras. É fixado o capital social mínimo das sociedades de garantia mútua.

- **12 de Outubro**

As taxas de juro das facilidades permanentes de absorção e de cedência de liquidez do Banco de Portugal desceram 0.5 pontos percentuais, situando-se em 3.7 e 5.7 por cento, respectivamente.

A taxa de juro para operações regulares de cedência de liquidez pelo período de constituição de disponibilidades mínimas de caixa desceu também 0.5 pontos percentuais situando-se em 4 por cento.

- **8 de Outubro (Regulamento da CMVM nº 17/98, DR nº 242//98, 2ª Série)**

Regulamenta o processo de admissão à negociação, no mercado de cotações oficiais, de acções emitidas por entidades cuja sede efectiva se situe fora do território nacional, bem como os respectivos deveres de informação e o sistema de controlo a que se sujeitam essas acções.

- **12 de Outubro (Carta Circular do Banco de Portugal nº 29/98/DSBGA)**

Esclarece que o mutuante de operações de empréstimo de títulos, para efeitos do cálculo dos fundos próprios para cobertura de risco de crédito, deverá ponderar o montante dos valores mobiliários cedidos pelo coeficiente de risco do respectivo emitente, que o mutuário deverá ponderar, para o mesmo efeito, o valor dos títulos dados em colateral pelo coeficiente de risco do respectivo emitente e que o coeficiente de risco atribuído à Bolsa de Derivados do Porto será de 20%.

Novembro

- **2 de Novembro (Carta Circular do Banco de Portugal n.º 327/DOC)**

Comunica que a taxa de remuneração dos Títulos de Depósito da Série B é fixada em 3.4 por cento, para vigorar no trimestre a iniciar em 04-11-98.
- **3 de Novembro (Resolução do Conselho de Ministros n.º 128/98; DR n.º 254/98, 1.ª Série)**

Aprova o orçamento integrado de cooperação para 1999.
- **4 de Novembro**

As taxas de juro de facilidade permanente de absorção e de cedência de liquidez do Banco de Portugal desceram 0.2 pontos percentuais situando-se em 3.5 e 5.5 por cento, respectivamente.
A taxa de juro para operações regulares de cedência de liquidez pelo período de constituição de disponibilidades mínimas de caixa desceu 0.25 pontos percentuais situando-se em 3.75 por cento.
- **6 de Novembro (Aviso do Banco de Portugal n.º 3/98, DR n.º 257/98, 1.ª Série B)**

Fixa em 4.25 por cento a taxa de desconto do Banco de Portugal, alterando em conformidade o n.º 1 do Aviso n.º 3/93 de 20-5.
- **6 de Novembro (Dec.-Lei n.º 343/98, DR n.º 257/98, 1.ª Série A)**

Procede à adaptação de vários normativos de direito interno à substituição do escudo pelo euro.
- **9 de Novembro (Dec.-Lei n.º 345/98, DR n.º 259/98, 1.ª Série A)**

Regula o funcionamento do Fundo de Garantia do Crédito Agrícola Mútuo, pessoa colectiva pública, dotada de autonomia administrativa e financeira, a funcionar no Banco de Portugal. Revoga os Decretos-Lei nos. 182/87 de 02-04 e 322/97 de 26-11.
- **17 de Novembro (Regulamento da CMVM n.º 18/98, DR n.º 287/98, 2.ª Série)**

Regulamento do Fim-de-Semana de transição para o Euro. Estabelece um conjunto de medidas com vista à preparação da entrada em vigor do euro nos Mercados de Bolsa, nomeadamente o encerramento dos Mercados de Bolsa e do Mercado Especial de Operações por Grosso no dia 31 de Dezembro de 1998.
- **23 de Novembro (Carta Circular do Banco de Portugal n.º 32/98/DSBRE)**

Presta esclarecimentos, para efeitos de aplicação do Plano de Contas para o Sistema Bancário, sobre alguns aspectos contabilísticos decorrentes da introdução do euro a partir de 01-01-1999.
- **26 de Novembro (Regulamento da CMVM n.º 19/98, DR n.º 287/98, 2.ª Série)**

Estabelece as taxas de realização de operações de bolsa sobre contratos de futuros. Revoga os Regulamentos n.ºs. 96/05, 96/11, 97/08, 97/12 e 4/98.
- **27 de Novembro (Carta Circular do Banco de Portugal n.º 36/DOC)**

Divulga a lista das instituições que, em Portugal, a partir de 01-01-1999, ficarão sujeitas ao regime de reservas mínimas do Sistema Europeu de Bancos Centrais.
- **27 de Novembro (Portaria n.º 1004-A/98, DR n.º 275/98, 1.ª Série B, Suplemento)**

Determina a redenominação, com efeitos a partir de 1 de Janeiro de 1999, das obrigações do Tesouro a taxa fixa (OT) e a taxa variável (OTRV), bem como as euro-obrigações expressas em marcos e em francos franceses. Determina ainda a não redenominação dos bilhetes do Tesouro com vencimento em 1999.

Dezembro

- **3 de Dezembro**

As taxas de juro de facilidade permanente de absorção e de cedência de liquidez do Banco de Portugal desceram 0.75 pontos percentuais situando-se em 2.75 e 4.75 por cento, respectivamente.
A taxa de juro para operações regulares de cedência de liquidez pelo período de constituição de disponibilidades mínimas de caixa desceu também 0.75 pontos percentuais situando-se em 3 por cento.
- **16 de Dezembro**

As taxas de juro de facilidade permanente de absorção e de cedência de liquidez do Banco de Portugal mantêm-se nos 2.75 e 4.75 por cento, respectivamente.
A taxa de juro para operações regulares de cedência de liquidez pelo período de constituição de disponibilidades mínimas de caixa mantêm-se também em 3 por cento.

- **19 de Dezembro (Aviso do Banco de Portugal n° 4/98, DR n° 292/98, 2ª Série B)** Fixa, para vigorar até 31-12-98, em 3.25 por cento, a taxa de desconto do Banco de Portugal.
 - **22 de Dezembro (Instrução n° 2-A/98, DR n° 294/98, 2ª Série Suplemento)** Estabelece as regras de emissão de obrigações do Tesouro, nomeadamente as relativas ao acesso e funcionamento do respectivo mercado primário.
 - **23 de Dezembro (Regulamento da CMVM n° 23/98, DR n° 295/98, 2ª Série Suplemento)** Altera os artigos 11º (cotação recente e variações máximas e mínimas de cotações) e 29º (intervalo de variação de preços de oferta) do Regulamento n° 91/10, de 05.09, por forma a adaptar este normativo à entrada em vigor do euro. O presente regulamento entra em vigor em 01-01-99.
 - **23 de Dezembro (Carta Circular do Banco de Portugal n° 48/DOC)** Divulga um conjunto de procedimentos relativos à transição para o novo sistema de reservas mínimas do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC).
 - **23 de Dezembro (Carta Circular do Banco de Portugal n° 49/DOC)** Informa sobre a cessação do cumprimento de disponibilidades mínimas de caixa a partir de 01-01-99 e, por consequência, a dispensa do envio do quadro D1B.
 - **23 de Dezembro (Carta Circular do Banco de Portugal n° 50/DOC)** Informa sobre a cessação do cumprimento de disponibilidades mínimas de caixa a partir de 01-01-99 e, por consequência, a dispensa do envio do quadro D1C.
 - **24 de Dezembro (Regulamento da CMVM n° 21/98, DR n° 296/98, 2ª Série)** Altera os artigos 2º e 3º, relativos a comissões ou outras remunerações cobradas pelos intermediários financeiros, do Regulamento n° 96/7, de 24-04, por forma a adaptar este normativo à entrada em vigor do euro. O presente Regulamento entra em vigor em 04-01-1999.
 - **28 de Dezembro (Regulamento da CMVM n° 24/98, DR n° 298/98, 2ª Série Suplemento)** Estabelece, ao abrigo do artº 21 do Dec.-Lei n° 343/98, de 06-11, e do disposto nas alíneas a) e b) do n° 1 do artº 14, do n° 3 do artº 76, do artº 96, do n° 1 do artº 407, do n° 4 do artº 437 e do n° 1 do artº 461, todos do Código do Mercado de Valores Mobiliários, um conjunto de normas relativas à redenominação de valores mobiliários integrados em sistema centralizado de valores. O presente Regulamento entra em vigor em 01-01-1999.
 - **29 de Dezembro (Carta Circular do Banco de Portugal n° 64/98/DPC)** Proceda ao esclarecimento sobre as medidas a adoptar pelas instituições de crédito relativamente aos cheques em escudos com data de emissão posterior a 31-12-2001, na sequência do disposto no Regulamento (CE) n° 974/98, do Conselho de 03-05.
- Janeiro***
- **7 de Janeiro (Regulamento da CMVM n° 25/98, DR n° 5/99, 2ª Série)** Estabelece um conjunto de normas relativas à obrigatoriedade de comunicação e publicidade de transacções sobre valores mobiliários próprios por parte das sociedades emittentes às entidades gestoras do respectivo mercado. Revoga o Regulamento n° 92/6, de 07-01-1993.
 - **7 de Janeiro (Portaria n° 8/99, DR n° 5/99, 1ª Série B)** Fixa, na sequência do disposto no Dec.-Lei n° 138/98, de 16-05, sobre as regras a observar no processo de transição para o euro, em 3.25 por cento a taxa de referência a que se refere o n° 2 do artº 10 daquele diploma, a qual constitui a taxa equivalente que substitui a taxa de desconto do Banco de Portugal a partir de 01-01-1999.
 - **11 de Janeiro (Dec.-Lei n° 11/99, DR n° 8/99, 1ª Série A)** Altera a base de cálculo da taxa base anual (TBA). O presente diploma entra em vigor no primeiro dia do mês seguinte ao da sua aplicação.
 - **15 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal n° 1/99, DR n° 12/99, 1ª Série B)** Determina quais as operações compreendidas no n° 1 do artº 5º do Dec.-Lei n° 13/90 de 08-01 - definição do âmbito de operações cambiais, introduzindo as alterações decorrentes da entrada em vigor do euro. Revoga o aviso 6/93 de 15-10.

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

- **Portaria nº 28/99, DR nº 12/99, 2ª Série**

Atribui, ao abrigo do nº4 do artº8 do Dec. Lei nº 138/98, de 16 de Maio, à Direcção-Geral do Tesouro a competência para assegurar a correspondência exacta entre os fluxos de caixa diários resultantes da liquidação global de meios de pagamento em euros e respectivos registos contabilísticos parcelares em escudos, quer a nível orçamental quer a nível das contas do Tesouro.
 - **19 de Janeiro (Regulamento nº 3/99, DR nº 15/99, 2ª Série)**

Estabelece as regras aplicáveis à utilização de produtos derivados pelas empresas de seguros que operem em Portugal ou no estrangeiro sob a supervisão do Instituto de Seguros de Portugal.
 - **19 de Janeiro (Regulamento nº 4/99, DR nº 15/99, 2ª Série)**

Estabelece as regras aplicáveis à utilização de produtos derivados nos fundos de pensões pelas respectivas entidades gestoras que operam em Portugal.
 - **26 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal nº 2/99, DR nº 21/99, 1ª Série B)**

Estabelece, no uso da competência conferida pela alínea e) do artº 99 do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Dec.-Lei nº 298/92, de 31-12, a alteração à constituição de provisões para riscos gerais de crédito, por parte das instituições de crédito e sociedades financeiras, tendo em conta o nível do crescimento do crédito a particulares para finalidades de consumo, designadamente a relação risco/rentabilidade que lhe está associada. Dá nova redacção aos nºs. 3 e 7 e revoga os nºs. 20 e 21 do Aviso nº 3/95, de 30-06.
 - **28 de Janeiro (Instrução nº 1, DR nº 23/99, 2ª Série)**

Estabelece as regras gerais de funcionamento do mercado primário e do mercado secundário de bilhetes do Tesouro.
- ### Fevereiro
- **28 de Janeiro (Dec.-Lei nº 22/99, DR nº 23/99, 1ª Série A)**

Estabelece um conjunto de regras relativas ao registo e liquidação de valores mobiliários de natureza monetária pelo Banco de Portugal
 - **10 de Fevereiro (Portaria 118/99, DR nº 34/99, 2ª Série)**

Determina, ao abrigo do nº 4 do artº 295 do Código das Sociedades Comerciais (reserva legal) , que às sociedades sob supervisão do Banco de Portugal e do Instituto de Seguros de Portugal, não se aplica o disposto no nº 2 do citado preceito quanto às reservas constituídas pelos valores referidos na sua alínea a), e ainda que a sua utilização não pode ser feita para a atribuição de dividendos nem para a aquisição de acções próprias.
 - **11 de Fevereiro (Despacho nº 2481/99, DR nº 35/99, 2ª Série)**

Determina, com efeitos a partir de 1.1.99, os novos montantes em euros das emissões de Obrigações do Tesouro a taxa fixa e a taxa variável , na sequência do processo de redenominação a que se referem os Dec. Lei nºs 138/98, de 16 de Maio e 343/98 de 6 de Novembro.

WORKING PAPERS

- 1/90** PRODUTO POTENCIAL, DESEMPREGO E INFLAÇÃO EM PORTUGAL
Um estudo para o período 1974-1989
— Carlos Robalo Marques
- 2/90** INFLAÇÃO EM PORTUGAL
Um estudo econométrico para o período 1965-1989, com projecções para 1990 e 1991
— Carlos Robalo Marques
- 3/92** THE EFFECTS OF LIQUIDITY CONSTRAINTS ON CONSUMPTION BEHAVIOUR
The Portuguese Experience
— Sílvia Luz
- 4/92** LOW FREQUENCY FILTERING AND REAL BUSINESS CYCLES
— Robert G. King, Sérgio T. Rebelo
- 5/92** GROWTH IN OPEN ECONOMIES
— Sérgio Rebelo
- 6/92** DYNAMIC OPTIMAL TAXATION IN SMALL OPEN ECONOMIES
— Isabel H. Correia
- 7/92** EXTERNAL DEBT AND ECONOMIC GROWTH
— Isabel H. Correia
- 8/92** BUSINESS CYCLES FROM 1850 TO 1950: NEW FACTS ABOUT OLD DATA
— Isabel H. Correia, João L. Neves, Sérgio Rebelo
- 9/92** LABOUR HOARDING AND THE BUSINESS CYCLE
— Craig Burnside, Martin Eichenbaum, Sérgio Rebelo
- 10/92** ANALYSIS OF FOREIGN DIRECT INVESTMENT FLOWS IN PORTUGAL USING PANEL DATA
— Luísa Farinha
- 11/92** INFLATION IN FIXED EXCHANGE RATE REGIMES:
THE RECENT PORTUGUESE EXPERIENCE
— Sérgio Rebelo
- 12/92** TERM STRUCTURE OF INTEREST RATES IN PORTUGAL
— Armindo Escalda
- 13/92** AUCTIONING INCENTIVE CONTRACTS: THE COMMON COST CASE
— Fernando Branco
- 14/92** INDEXED DEBT AND PRODUCTION EFFICIENCY
— António S. Mello, John Parsons
- 15/92** "TESTING " FOR MEAN AND VARIANCE BREAKS WITH DEPENDENT DATA
— José A. F. Machado
- 16/92** COINTEGRATION AND DYNAMIC SPECIFICATION
— Carlos Robalo Marques

- 17/92** FIRM GROWTH DURING INFANCY
— José Mata
- 18/92** THE DISTRIBUTION OF HOUSEHOLD INCOME AND EXPENDITURE IN PORTUGAL: 1980 and 1990
— Miguel Gouveia, José Tavares
- 19/92** THE DESIGN OF MULTIDIMENSIONAL AUCTIONS
— Fernando Branco
- 20/92** MARGINAL INCOME TAX RATES AND ECONOMIC GROWTH IN DEVELOPING COUNTRIES
— Sérgio Rebelo, William Easterly
- 21/92** THE EFFECT OF DEMAND AND TECHNOLOGICAL CONDITIONS ON THE LIFE EXPECTANCY OF NEW FIRMS
— José Mata, Pedro Portugal
- 22/92** TRANSITIONAL DYNAMICS AND ECONOMIC GROWTH IN THE NEOCLASSICAL MODEL
— Robert G. King, Sérgio Rebelo
- 23/92** AN INTEGRATED MODEL OF MULTINATIONAL FLEXIBILITY AND FINANCIAL HEDGING
— António S. Mello, Alexander J. Triantis
- 24/92** CHOOSING AN AGGREGATE FOR MONETARY POLICY: A COINTEGRATION APPROACH
— Carlos Robalo Marques, Margarida Catalão Lopes
- 25/92** INVESTMENT: CREDIT CONSTRAINTS, REGULATED INTEREST RATES AND EXPECTATIONS OF FINANCIAL LIBERALIZATION – THE PORTUGUESE EXPERIENCE
— Koleman Strumpf
- 1/93** SUNK COSTS AND THE DYNAMICS OF ENTRY
— José Mata
- 2/93** POLICY, TECHNOLOGY ADOPTION AND GROWTH
— William Easterly, Robert King, Ross Levine, Sérgio Rebelo
- 3/93** OPTIMAL AUCTIONS OF A DIVISIBLE GOOD
— Fernando Branco
- 4/93** EXCHANGE RATE EXPECTATIONS IN INTERNATIONAL OLIGOPOLY
— Luís Cabral, António S. Mello
- 5/93** A MODEL OF BRANCHING WITH AN APPLICATION TO PORTUGUESE BANKING
— Luís Cabral, W. Robert Majure
- 6/93** HOW DOES NEW FIRM SURVIVAL VARY ACROSS INDUSTRIES AND TIME?
— José Mata, Pedro Portugal
- 7/93** DO NOISE TRADERS “CREATE THEIR OWN SPACE”?
— Ravi Bhushan, David P. Brown, António S. Mello
- 8/93** MARKET POWER MEASUREMENT – AN APPLICATION TO THE PORTUGUESE CREDIT MARKET
— Margarida Catalão Lopes
- 9/93** CURRENCY SUBSTITUTABILITY AS A SOURCE OF INFLATION DISCIPLINE
— Pedro Teles

- 10/93** BUDGET IMPLICATIONS OF MONETARY COORDINATION IN THE EUROPEAN COMMUNITY
— Pedro Teles
- 11/93** THE DETERMINANTS OF FIRM START-UP SIZE
— José Mata
- 12/93** FIRM START-UP SIZE: A CONDITIONAL QUANTILE APPROACH
— José Mata, José A. F. Machado
- 13/93** FISCAL POLICY AND ECONOMIC GROWTH: AN EMPIRICAL INVESTIGATION
— William Easterly, Sérgio Rebelo
- 14/93** BETA ESTIMATION IN THE PORTUGUESE THIN STOCK MARKET
— Armindo Escalda
- 15/93** SHOULD CAPITAL INCOME BE TAXED IN THE STEADY STATE?
— Isabel H. Correia
- 16/93** BUSINESS CYCLES IN A SMALL OPEN ECONOMY
— Isabel H. Correia, João C. Neves, Sérgio Rebelo
- 17/93** OPTIMAL TAXATION AND CAPITAL MOBILITY
— Isabel H. Correia
- 18/93** A COMPOSITE COINCIDENT INDICATOR FOR THE PORTUGUESE ECONOMY
— Francisco Craveiro Dias
- 19/93** PORTUGUESE PRICES BEFORE 1947: INCONSISTENCY BETWEEN THE OBSERVED COST OF LIVING INDEX AND THE GDP PRICE ESTIMATION OF NUNES, MATA AND VALÉRIO (1989)
— Paulo Soares Esteves
- 20/93** EVOLUTION OF PORTUGUESE EXPORT MARKET SHARES (1981-91)
— Cristina Manteu, Ildeberta Abreu
- 1/94** PROCUREMENT FAVORITISM AND TECHNOLOGY ADOPTION
— Fernando Branco
- 2/94** WAGE RIGIDITY AND JOB MISMATCH IN EUROPE: SOME EVIDENCE
— Sílvia Luz, Maximiano Pinheiro
- 3/94** A CORRECTION OF THE CURRENT CONSUMPTION INDICATOR – AN APPLICATION OF THE INTERVENTION ANALYSIS APPROACH
— Renata Mesquita
- 4/94** PORTUGUESE GDP AND ITS DEFLATOR BEFORE 1947: A REVISION OF THE DATA PRODUCED BY NUNES, MATA AND VALÉRIO (1989)
— Carlos Robalo Marques, Paulo Soares Esteves
- 5/94** EXCHANGE RATE RISK IN THE EMS AFTER THE WIDENING OF THE BANDS IN AUGUST 1993
— Joaquim Pires Pina
- 6/94** FINANCIAL CONSTRAINTS AND FIRM POST-ENTRY PERFORMANCE
— Paulo Brito, António S. Mello
- 7/94** STRUCTURAL VAR ESTIMATION WITH EXOGENEITY RESTRICTIONS
— Francisco C. Dias, José A. F. Machado, Maximiano R. Pinheiro

- 8/94 TREASURY BILL AUCTIONS WITH UNINFORMED BIDDERS
— Fernando Branco
- 9/94 AUCTIONS OF SHARES WITH A SECONDARY MARKET AND TENDER OFFERS
— António S. Mello, John E. Parsons
- 10/94 MONEY AS AN INTERMEDIATE GOOD AND THE WELFARE COST OF THE INFLATION TAX
— Isabel Correia, Pedro Teles
- 11/94 THE STABILITY OF PORTUGUESE RISK MEASURES
— Armindo Escalda
- 1/95 THE SURVIVAL OF NEW PLANTS: START-UP CONDITIONS AND POST-ENTRY EVOLUTION
— José Mata, Pedro Portugal, Paulo Guimarães
- 2/95 MULTI-OBJECT AUCTIONS: ON THE USE OF COMBINATIONAL BIDS
— Fernando Branco
- 3/95 AN INDEX OF LEADING INDICATORS FOR THE PORTUGUESE ECONOMY
— Francisco Ferreira Gomes
- 4/95 IS THE FRIEDMAN RULE OPTIMAL WHEN MONEY IS AN INTERMEDIATE GOOD?
— Isabel Correia, Pedro Teles
- 5/95 HOW DO NEW FIRM STARTS VARY ACROSS INDUSTRIES AND OVER TIME?
— José Mata
- 6/95 PROCUREMENT FAVORITISM IN HIGH TECHNOLOGY
— Fernando Branco
- 7/95 MARKETS, ENTREPRENEURS AND THE SIZE OF NEW FIRMS
— José Mata
- 1/96 CONVERGENCE ACROSS EU COUNTRIES: INFLATION AND SAVINGS RATES ON PHYSICAL AND HUMAN CAPITAL
— Paulo Soares Esteves
- 2/96 THE OPTIMAL INFLATION TAX
— Isabel Correia, Pedro Teles
- 3/96 FISCAL RULES OF INCOME TRANSFORMATION
— Isabel H. Correia
- 4/96 ON THE EFFICIENCY AND EQUITY TRADE-OFF
— Isabel H. Correia
- 5/96 DISTRIBUTIONAL EFFECTS OF THE ELIMINATION OF CAPITAL TAXATION
— Isabel H. Correia
- 6/96 LOCAL DYNAMICS FOR SPHERICAL OPTIMAL CONTROL PROBLEMS
— Paulo Brito
- 7/96 A MONEY DEMAND FUNCTION FOR PORTUGAL
— João Sousa
- 8/96 COMPARATIVE EXPORT BEHAVIOUR OF FOREIGN AND DOMESTIC FIRMS IN PORTUGAL
— Sonia Cabral
- 9/96 PUBLIC CAPITAL ACCUMULATION AND PRIVATE SECTOR PERFORMANCE IN THE U.S.
— Alfredo Marvão Pereira, Rafael Flores de Frutos

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

- 5/97** ECONOMETRIC MODELLING OF THE SHORT-TERM INTEREST RATE: AN APPLICATION TO PORTUGAL
— Nuno Cassola, João Nicolau, João Sousa
- 6/97** ESTIMATION OF THE NAIRU FOR THE PORTUGUESE ECONOMY
— Carlos Robalo Marques, Susana Botas
- 7/97** EXTRACTION OF INTEREST RATE DIFFERENTIALS IMPLICIT IN OPTIONS: THE CASE OF SPAIN AND ITALY IN THE EUROPEAN MONETARY UNION
— Bernardino Adão, Jorge Barros Luís
- 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
- 1/99** PRICE STABILITY AND INTERMEDIATE TARGETS FOR MONETARY POLICY
— Vítor Gaspar, Ildeberta Abreu