

A ECONOMIA PORTUGUESA EM 1999

1. INTRODUÇÃO

O crescimento real do produto, em 1999, ter-se-á situado na metade inferior do intervalo de previsão de 2¾ a 3¼ por cento divulgado no *Boletim Económico* de Setembro, cerca de 1 ponto percentual (p.p.) abaixo do verificado em 1998. Apesar da desaceleração da actividade, o emprego total continuou a registar um crescimento elevado, próximo de 2 por cento, nos três primeiros trimestres de 1999. Em resultado, a taxa de desemprego manteve a tendência de redução, situando-se em 4.2 por cento no terceiro trimestre.

A desaceleração da actividade, de 1998 para 1999, resultou de um menor crescimento tanto da procura interna como das exportações. Todas as componentes da procura interna — consumo privado, consumo público e investimento — abrandaram em relação ao ano anterior, sendo de salientar a forte redução na taxa de crescimento do investimento de 9.8 por cento em 1998 para cerca de metade em 1999. O consumo privado, que em 1998 tinha crescido 5.6 por cento, desacelerou cerca de 1 p.p., mas continuou a apresentar um crescimento superior ao do produto, o que já tinha ocorrido em 1998.

As exportações abrandaram cerca de 6 p.p. em 1999 (tinham crescido em volume 9.1 por cento em 1998), tendo a desaceleração sido particularmente expressiva no caso dos serviços. Assim, apesar da redução acentuada da taxa de crescimento das importações em cerca de 8 p.p. (tinham crescido 14.8 por cento em 1998), em linha com a desaceleração das várias componentes da procura global, registou-se em 1999 um novo alargamento do défice agregado das balanças corrente e de capital em cerca de 1½ p.p. do Produto Interno Bruto (PIB) (4.3 por cento do PIB em 1998).

Esta ampliação do défice, reflexo da evolução da balança de bens e serviços, é consequência, no

essencial, das maiores necessidades de financiamento das famílias e empresas portuguesas, resultantes do alargamento do diferencial entre investimento e poupança destes sectores institucionais.

O défice agregado das balanças corrente e de capital continuou a ser financiado, tal como em 1998, por entradas de capitais traduzidas por aumentos líquidos de passivos face ao exterior das administrações públicas e dos bancos residentes. No que respeita a estes últimos, no período Janeiro-Outubro de 1999, as Instituições Financeiras Monetárias (IFM) residentes aumentaram as suas responsabilidades externas líquidas sob a forma de empréstimos e depósitos em 6866.2 milhões de euros, o que compara com 7177.2 milhões de euros, no período homólogo de 1998. Desta forma, as IFM continuaram, ao longo de 1999, a financiar o sector privado residente através da captação de recursos externos, embora se tenha registado alguma recomposição das maturidades desses recursos. Embora as aplicações de não residentes em empréstimos e depósitos de curto prazo continuem a constituir a maior parte dos recursos externos captados pelos bancos residentes, verificou-se um significativo aumento das operações a longo prazo.

A satisfação das necessidades de financiamento das famílias e empresas não financeiras determinou um crescimento muito forte do crédito bancário a estes sectores. Ao longo de 1999, o crédito interno bancário ao sector residente não monetário, excluindo Administrações Públicas, registou taxas de crescimento muito elevadas, tendo atingido em Julho um máximo de 28.2 por cento, para posteriormente se reduzirem ligeiramente para 26.2 por cento em Dezembro.

Em consequência, o endividamento do sector privado não-financeiro voltou a aumentar signifi-

cativamente em 1999. Os rácios de endividamento das famílias e das empresas, respectivamente em percentagem do rendimento disponível e do PIB, terão atingido no final do ano valores próximos de 80 e 77 por cento (66 e 65 por cento no final de 1998). No caso das famílias, não obstante o significativo aumento do endividamento nos últimos anos e devido à forte redução das taxas de juro, a taxa de esforço (definida como o rácio entre os encargos com o serviço da dívida e o rendimento disponível) deverá ter subido apenas 1.5 p.p. entre 1996 e 1998. Em 1999, num contexto de diminuição menos acentuada das taxas de juro, a taxa de esforço das famílias terá subido cerca de 2 p.p.

As taxas de juro dos mercados monetário e de capitais inverteram, durante o ano de 1999, o acentuado movimento de descida que vinham apresentando em Portugal nos últimos anos. Nas taxas para prazos longos, esta inversão de tendência verificou-se no início do ano estendendo-se posteriormente às taxas para prazos mais curtos, a partir de meados do ano. A evolução das taxas de mercado reflectiu-se nas taxas bancárias activas e passivas que, a partir do terceiro trimestre do ano, inverteram a tendência de redução que as caracterizou desde o início da década. Apesar desta evolução recente, em Dezembro de 1999 as taxas bancárias para novas operações situavam-se ainda abaixo dos valores observados em final de 1998 (0.4, 0.7 e 0.9 p.p., respectivamente nos casos dos depósitos a prazo de 181 dias a um ano, dos empréstimos a mais de 5 anos a particulares e dos empréstimos a 91-180 dias a sociedades não financeiras).

O perfil intra-anual do crescimento do produto foi pouco marcado em 1999. No entanto, registou-se uma alteração importante da sua composição ao longo do ano. A procura interna apresentou uma desaceleração significativa no segundo semestre do ano, particularmente expressiva no consumo de bens duradouros. Em contrapartida, registou-se uma recuperação das exportações de mercadorias, em linha com a aceleração da actividade na área do euro. A alteração do perfil de crescimento — em particular através da substituição do consumo privado pelas exportações no papel de principal força do crescimento económico — constitui uma condição necessária para a redução das necessidades líquidas do financiamento do sector privado, nomeadamente das famílias.

A par com a melhoria do enquadramento externo em termos de actividade, ao longo de 1999, verificou-se uma alteração desfavorável de alguns factores condicionantes da evolução dos preços, em particular o forte aumento do preço do petróleo nos mercados internacionais. Nas economias da área do euro, este factor foi acentuado pela depreciação cambial verificada em 1999. Em resultado, verificou-se um aumento da inflação na área do euro que, tendo como medida a variação homóloga do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), passou de 0.8 por cento em Dezembro de 1998 para 1.7 por cento em Dezembro de 1999. Em Portugal, pelo contrário, verificou-se uma redução da inflação que, continuando a utilizar a variação homóloga do IHPC, passou de 2.8 por cento em Dezembro de 1998 para 1.7 por cento um ano depois. Conforme referido em anteriores edições do *Boletim Económico*, a correcção de alguns factores de natureza temporária ocorridos em 1998 — como o aumento significativo nos preços de alguns produtos, sobretudo alimentares, os efeitos da depreciação do escudo durante o período de transição para o euro e os efeitos da Expo 98 sobre os preços de alguns serviços — contribuiu de uma forma relativamente previsível para a redução da inflação ao longo de 1999.

O processo diferenciado de fixação do preço dos combustíveis, em Portugal e na generalidade dos países da área do euro, contribuiu para o aumento do diferencial da inflação em 1998, tendo tido naturalmente um efeito contrário em 1999. O desfazer dos efeitos de natureza temporária já referidos e a política diferencial dos preços ao consumidor dos combustíveis tiveram como resultado que, o diferencial de inflação entre Portugal e a área do euro, que se situava em 2.0 p.p. em Dezembro de 1998, anulou-se no final de 1999.

2. ENQUADRAMENTO INTERNACIONAL DA ECONOMIA PORTUGUESA

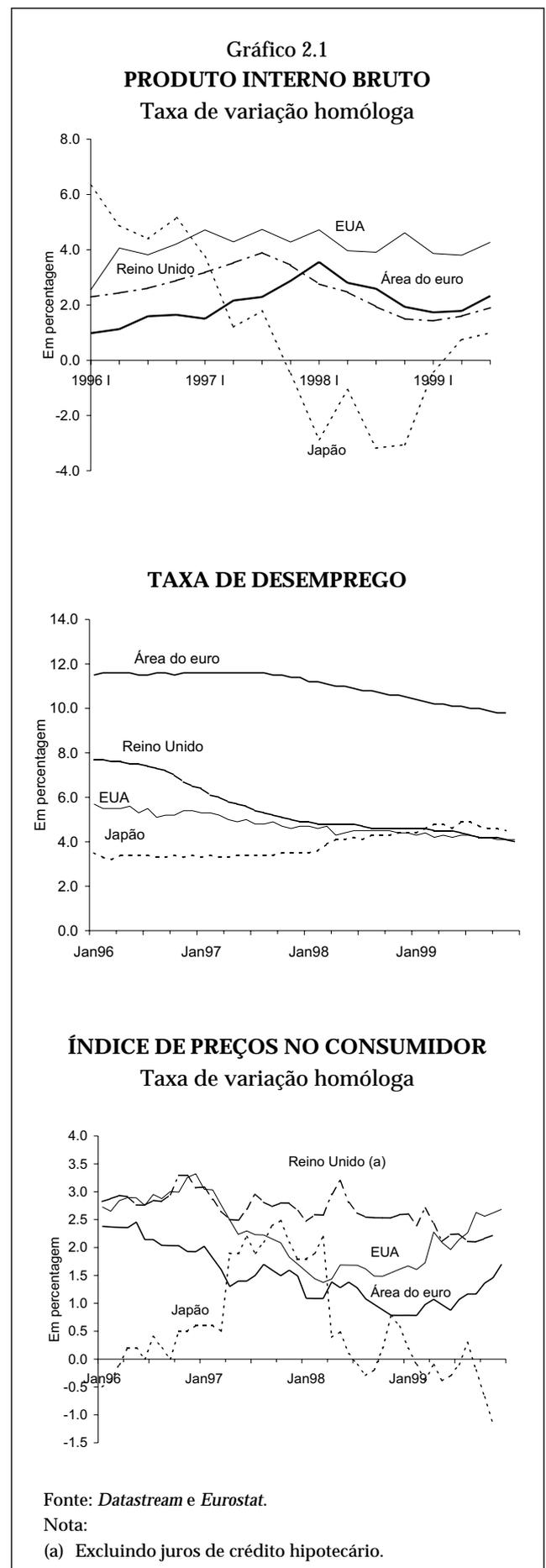
O enquadramento internacional da economia portuguesa continuou a melhorar no segundo semestre de 1999, confirmando-se os indícios positivos sobre a evolução económica mundial que foram aparecendo ao longo do primeiro semestre. Na área do euro confirmou-se a recuperação da actividade durante a segunda metade do ano, basicamente em linha com o esperado (gráfico 2.1). O

fortalecimento da economia do Reino Unido foi igualmente evidente neste período. A economia norte-americana manteve um elevado dinamismo, acima das previsões de há um ano. Evidencia-se também a recuperação da actividade económica em vários mercados emergentes, com destaque para os asiáticos. No Japão, apesar de alguns sinais de melhoria recentes, continuam incertas as perspectivas de crescimento no futuro próximo.

No que se refere à área do euro, a aceleração da actividade está fundamentalmente associada a uma recuperação notória das exportações de bens e serviços, na sequência da melhoria do enquadramento externo da área. Em termos de fluxos de comércio externo, refira-se que as importações apresentaram igualmente um crescimento um pouco mais acentuado do que o observado na primeira metade do ano. Aliás, a recuperação das trocas comerciais ao longo do ano de 1999, após o acentuado abrandamento verificado no ano anterior, tem vindo a tornar-se evidente num conjunto vasto de economias.

Em termos de preços, embora a generalidade das grandes economias tenha continuado a registar taxas de inflação moderadas em 1999, o forte aumento do preço do petróleo nos mercados internacionais ao longo do ano (o preço do *Brent* em dólares subiu, em termos médios anuais, cerca de 40 por cento) reflectiu-se, em geral, numa aceleração dos preços ao nível do consumidor (gráfico 2.1), que no caso da área do euro terá sido acentuada por uma evolução cambial desfavorável. A evidência de uma certa deterioração das perspectivas de inflação no médio prazo, num contexto de recuperação da actividade económica e, em alguns países, de possíveis tensões no mercado de trabalho, motivou a reacção das autoridades monetárias (gráfico 2.2). Nos Estados Unidos da América (EUA) e no Reino Unido os respectivos bancos centrais procederam a subidas graduais das taxas de intervenção durante a segunda metade de 1999 e início de 2000. Na área do euro, o Conselho do Banco Central Europeu (BCE) aumentou as taxas oficiais no início de Novembro. Estas considerações reflectiram-se, paralelamente, num aumento das taxas de juro de longo prazo ao longo de 1999, que ascendeu a 1.7 p.p. nos EUA, 0.8 p.p. no Reino Unido e 1.4 p.p. na área do euro (gráfico 2.2).

O crescimento da actividade económica nos EUA prosseguiu a um ritmo elevado na segunda



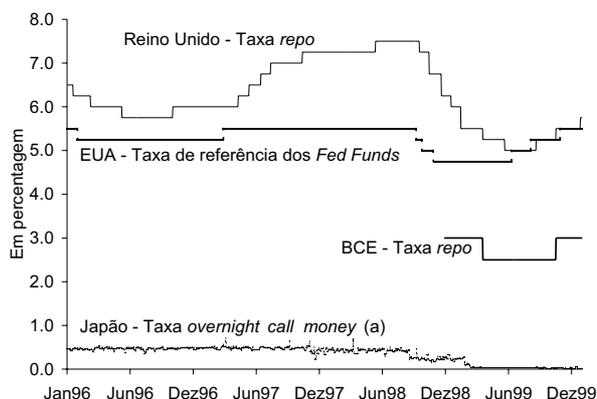
metade de 1999, tal como observado nos últimos anos (gráfico 2.1). No terceiro trimestre, o PIB aumentou 4.3 por cento, em taxa homóloga, após um crescimento de 3.8 por cento na primeira metade do ano. Os indicadores disponíveis sugerem a manutenção de um elevado dinamismo na parte final de 1999. De acordo com a generalidade das estimativas, o crescimento no conjunto do ano deverá situar-se próximo de 4 por cento (4.3 por cento em 1998)⁽¹⁾.

No terceiro trimestre, o dinamismo da actividade voltou a ser determinado pela forte procura interna. Em particular, o consumo privado cresceu novamente cerca de 5 por cento face ao período homólogo, traduzindo-se numa nova redução da taxa de poupança das famílias. De entre os sectores mais sensíveis a alterações de taxas de juro, a construção de habitações deu sinais de abrandamento. A formação bruta de capital fixo, excluindo a construção de habitações, acentuou o ritmo de crescimento neste trimestre. A recuperação notória das exportações (variação homóloga de 6.2 por cento no terceiro trimestre que compara com 1.9 por cento na primeira metade do ano), reflexo em grande medida da melhoria da procura externa, foi acompanhada de uma nova expansão das importações (13.2 por cento no terceiro trimestre após um crescimento de 10.5 por cento no primeiro semestre). A diferença que persiste entre o dinamismo da procura interna nos EUA e no resto do mundo continuou a determinar um aumento do défice corrente, que deve atingir 3.7 por cento do PIB em 1999 (2.5 por cento em 1998). O agravamento progressivo das contas externas e da taxa de poupança das famílias continuam a ser elementos de vulnerabilidade da economia norte-americana.

No que se refere à inflação nos EUA, quer os preços no consumidor (IPC) quer, sobretudo, os preços no produtor registaram uma aceleração ao longo de 1999. A variação homóloga do IPC situou-se em 2.7 por cento em Dezembro, o que representa um aumento de cerca de 1 p.p. face ao final de 1998/início de 1999. Por sua vez, os preços no produtor passaram de um crescimento de 0.8

(1) Para 2000, as projecções continuam a apontar para algum abrandamento da actividade, embora mais ligeiro do que se suponha há alguns meses atrás (a projecção da OCDE, divulgada em Novembro, é de um crescimento de 3.1 por cento).

Gráfico 2.2
TAXAS DE JURO OFICIAIS

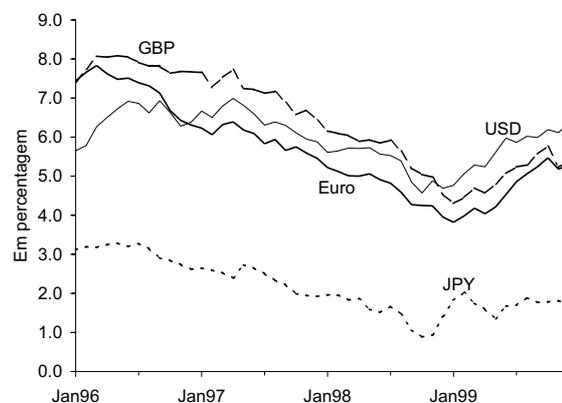


Fonte: Bloomberg.

Nota:

- (a) No dia 2 de Fevereiro de 1999, o Banco do Japão decidiu alterar a referência para a taxa *call money* de 0.25 para 0.15 por cento inicialmente, induzindo posteriormente uma redução para níveis próximos de zero.

TAXAS DE RENDIBILIDADE DE OBRIGAÇÕES DO TESOURO A 10 ANOS



Fonte: Reuters e Banco Central Europeu.

por cento no início do ano para 3.0 por cento em Dezembro. Esta evolução pode ser em grande medida atribuída à subida do preço do petróleo nos mercados internacionais, uma vez que, excluindo os bens alimentares e energéticos, os preços no consumidor registaram uma variação homóloga de 1.9 por cento em Dezembro de 1999 face a 2.4 por cento no final do ano anterior. No mercado de trabalho, os custos de trabalho continuaram a não dar mostras de aceleração até ao terceiro trimestre

de 1999, apesar do baixo nível da taxa de desemprego (4.1 por cento nos três últimos meses de 1999) e do continuado crescimento do emprego (2.2 e 2.1 por cento no terceiro e quarto trimestres, respectivamente, em taxa homóloga). No dia 16 de Novembro, a Reserva Federal voltou a aumentar as taxas de intervenção por considerar que persistiam riscos à continuação de um crescimento económico sustentado não inflacionista. O aumento foi de 0.25 p.p., colocando a taxa de referência dos *federal funds* em 5.5 por cento e a taxa de desconto em 5.0 por cento, ou seja, aos níveis em que se encontravam no Verão de 1998 antes da propagação da crise asiática a outros mercados (gráfico 2.2).

No Japão, o PIB cresceu 1.0 por cento face ao período homólogo no terceiro trimestre de 1999, após variações de -0.4 e 0.7 por cento nos dois trimestres anteriores (gráfico 2.1). O crescimento registado na primeira metade do ano incorpora, no entanto, uma revisão para baixo em relação às estimativas oficiais preliminares bem como uma alteração do perfil de evolução intra-anual. Deste modo, as projecções mais recentes para o ano de 1999 foram, em geral, ajustadas em baixa face às disponíveis no Outono e apontam para um crescimento ligeiramente inferior a 1 por cento, que representa contudo uma recuperação face à queda de 2.5 por cento em 1998.

No terceiro trimestre de 1999, a procura interna (excluindo *stocks*), quer do sector privado quer do sector público, cresceu a um ritmo ligeiramente inferior ao observado no trimestre anterior. As exportações registaram uma aceleração (crescimento homólogo de 3.5 por cento face a quedas nos dois primeiros trimestres), reflexo sobretudo do aumento da procura proveniente de outros países asiáticos e apesar da acentuada apreciação do iene. O contributo da procura externa líquida para o crescimento, embora negativo, foi mais favorável no terceiro trimestre. Todavia, a capacidade da economia japonesa prosseguir numa trajectória de crescimento sustentado permanece algo incerta. Apesar do menor pessimismo que vem sendo demonstrado pelos empresários industriais e por alguma estabilização do emprego (após sucessivas quedas), prosseguem os ajustamentos de capacidade na economia e subsistem algumas deficiências estruturais. Adicionalmente, o movimento de apreciação do iene tem continuado e, no muito curto prazo, a menor procura do sector público

não deixará de ter efeito sobre a economia japonesa. Esta situação só se deverá alterar no decorrer de 2000 quando forem implementadas as medidas previstas no programa anunciado em Novembro de 1999 (de montante equivalente a cerca de 3.5 por cento do PIB). As sucessivas medidas expansionistas adoptadas pelo governo têm gerado aumentos do défice e da dívida pública — segundo a OCDE, o défice e a dívida deverão ascender, em 1999, a 7.6 e 105.4 por cento do PIB, respectivamente — constituindo um elemento adicional de risco.

No Reino Unido, a segunda metade de 1999 caracterizou-se por um rápido fortalecimento da actividade económica. No terceiro trimestre, o PIB acelerou para 1.9 por cento, em variação homóloga, após crescimentos de 1.4 e 1.6 por cento no primeiro e segundo trimestres, respectivamente (gráfico 2.1). Os dados disponíveis para o quarto trimestre sugerem que prosseguiu a trajectória de recuperação. As estimativas para 1999 são de um crescimento de 1.7 a 1.8 por cento, que compara com 2.2 por cento em 1998.

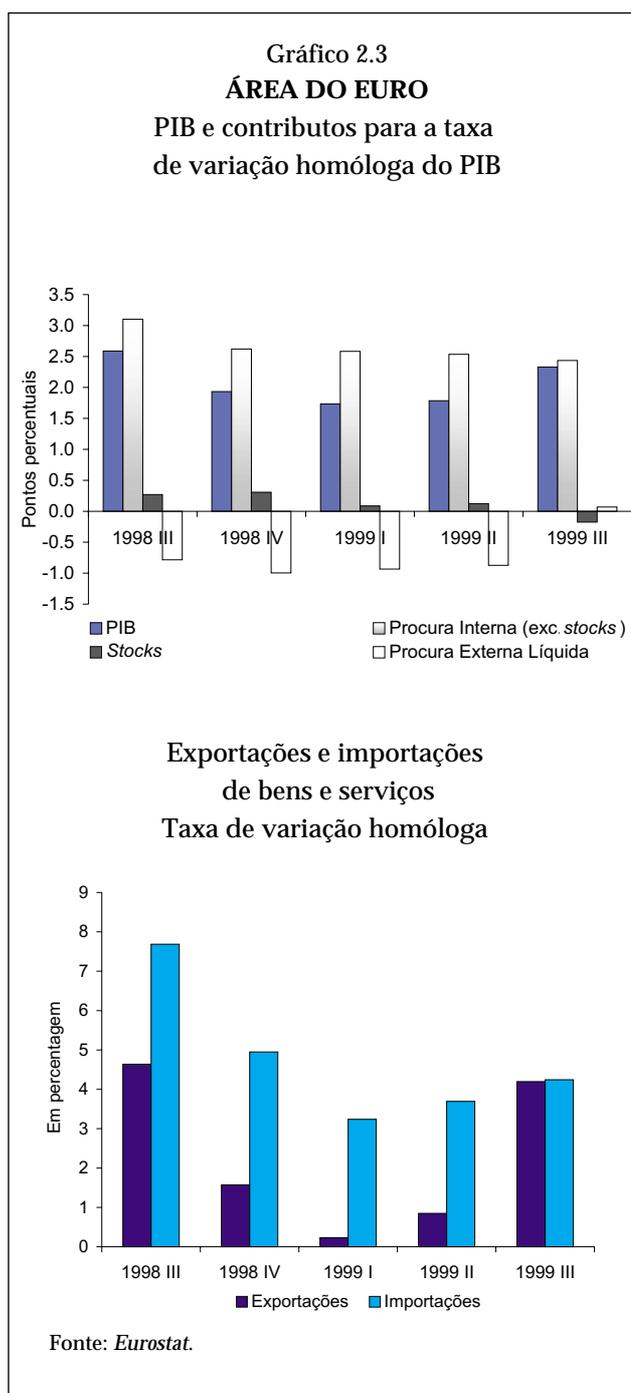
A procura interna, que tinha apresentado um crescimento robusto até ao início de 1999, registou alguma moderação no segundo e terceiro trimestres, não obstante o forte dinamismo do consumo privado. Ao contrário do que se verificou ao longo de 1998 e início de 1999, as exportações líquidas deram um contributo menos negativo para o crescimento homólogo do PIB. O fortalecimento da actividade a nível mundial permitiu uma recuperação notável das exportações (variação homóloga de 6.1 por cento no terceiro trimestre face a -0.1 por cento na primeira metade do ano). Esta evolução foi também acompanhada de um maior crescimento das importações de bens e serviços no terceiro trimestre (7.6 por cento face a 6.1 por cento no primeiro semestre). Esta nova fase expansiva da actividade tem tido lugar num contexto de algumas tensões no mercado de trabalho. A taxa de desemprego (baseada no número de pessoas que reclamam benefícios de desemprego) continuou a reduzir-se, situando-se em 4.0 por cento em Dezembro face a 4.5 por cento no final do ano anterior, e os rendimentos nominais aumentaram 4.9 por cento nos três meses até Novembro, em termos homólogos (4.7 por cento no terceiro trimestre). A inflação, medida pelos preços no consumidor excluindo os juros de crédito hipotecário,

tem-se mantido abaixo do objectivo de 2.5 por cento (gráfico 2.1). No entanto, por considerar que as perspectivas para a inflação no médio prazo eram menos benignas, em virtude do desenvolvimento de pressões no mercado de trabalho e sobre a capacidade produtiva da economia, o Banco de Inglaterra decidiu, no dia 13 de Janeiro de 2000, voltar a aumentar a taxa *repo* em 0.25 p.p., para 5.75 por cento (gráfico 2.2).

A informação disponível para o segundo semestre de 1999 confirma a recuperação da actividade económica na área do euro, que se tinha começado a tornar visível no segundo trimestre do ano. O PIB acelerou significativamente no terceiro trimestre — variação homóloga de 2.3 por cento face a 1.7 e 1.8 por cento nos dois primeiros trimestres (gráfico 2.1). Os indicadores recentes são consistentes com uma continuação do fortalecimento da actividade na parte final do ano. Em termos gerais, esta evolução não difere substancialmente das projecções disponíveis no Outono de 1999, que apontavam para um crescimento de 2.1 por cento em 1999 (2.7 por cento em 1998).

O maior dinamismo da actividade, no terceiro trimestre, foi acompanhado por uma alteração na composição do crescimento (gráfico 2.3). A procura interna apresentou alguma desaceleração face ao trimestre anterior, com destaque para a acumulação de existências, enquanto as exportações de bens e serviços recuperaram de forma notória (aumento homólogo de 4.2 por cento que compara com 0.5 por cento no primeiro semestre)⁽²⁾. A melhoria das exportações deverá estar a reflectir o fortalecimento da procura externa. Os exportadores deverão, contudo, experimentar uma perda de quota de mercado no conjunto do ano (ver caixa “O Desempenho Recente do Sector Exportador”), não obstante a depreciação real efectiva do euro (5.5 por cento em 1999 após uma apreciação de 1.9 por cento em 1998). A recuperação das exportações deu lugar a um também maior crescimento das importações, que passou de 3.5 por cento na primeira metade do ano para 4.2 por cento no terceiro trimestre. Em termos líquidos, o contributo do sector externo para o PIB passou a ser positivo, em contraste com o observado anteriormente.

(2) Note-se que as exportações dos países da área do euro incluem as exportações para outros países da área.



A informação qualitativa disponível para o quarto trimestre de 1999 sugere que a actividade económica continuou a reforçar-se na parte final do ano. A confiança dos consumidores, após alguma estabilização durante o terceiro trimestre, regressou a níveis elevados, próximos dos atingidos no início do ano, sustentada pelas perspectivas globais mais favoráveis e pela situação no mercado de trabalho. A taxa de desemprego reduziu-se gradualmente ao longo de 1999, de 10.5 por cento no final de 1998 para 9.8 por cento em Novembro, e o emprego continuou a expandir-se até ao tercei-

ro trimestre, havendo indícios de alguma melhoria do emprego no sector industrial. A confiança dos empresários industriais tem apresentado uma tendência ascendente desde o segundo trimestre, destacando-se a apreciação mais favorável das expectativas de produção futura e da carteira de encomendas, em particular das encomendas de exportação.

A aceleração da actividade registada no conjunto da área do euro, durante o terceiro trimestre de 1999, foi extensiva às quatro maiores economias da área. Em qualquer dos casos, essa aceleração resultou de um contributo mais favorável do sector externo para o crescimento. Este reflectiu essencialmente a recuperação acentuada das exportações, em linha com a melhoria já observada no segundo trimestre, que foi acompanhada por um maior crescimento das importações face à primeira metade do ano (apenas no caso da Espanha as importações mostraram uma desaceleração, embora continuem a crescer a taxas substancialmente elevadas, da ordem dos 12 por cento em termos homólogos). A Alemanha e a Itália continuaram a apresentar um crescimento do produto mais reduzido, 1.2 por cento em termos homólogos que compara com 0.9 e 0.8 por cento no trimestre anterior, respectivamente. Em França, o PIB passou de um aumento de 2.4 para 3.0 por cento no terceiro trimestre. A economia espanhola continuou a crescer a um ritmo elevado (3.7 por cento no terceiro trimestre face a 3.5 por cento no trimestre anterior).

A inflação na área do euro, medida pela variação homóloga do IHPC, manteve até Dezembro de 1999 a trajectória crescente observada desde meados do ano (gráfico 2.1). A variação homóloga situou-se em 1.7 por cento em Dezembro (0.8 por cento em Janeiro). Para este aumento contribuiu essencialmente a aceleração dos preços dos bens energéticos ao longo de 1999, parcialmente compensada pela moderação observada nos preços dos restantes bens e serviços. Em termos de taxa de variação média, a inflação na área do euro situou-se em Dezembro em 1.1 por cento, valor igual ao observado um ano antes.

O Conselho do BCE decidiu aumentar as taxas de intervenção, no dia 4 de Novembro de 1999, em 0.5 p.p. A taxa das operações principais de refinanciamento passou a situar-se em 3.0 por cento (gráfico 2.2). Em Dezembro, o Conselho do BCE decidiu confirmar o valor de referência para o cresci-

mento monetário, isto é, uma taxa de crescimento anual de 4.5 por cento para o agregado monetário M3.

Em linha com o que sucedeu nos Estados Unidos, verificou-se ao longo do ano de 1999 um movimento de subida das taxas de juro de longo prazo (gráfico 2.2). Na área do euro, essa tendência foi pontualmente quebrada nos meses em que se verificaram alterações nas taxas de intervenção do Eurosistema. Em Dezembro, a taxa de rendibilidade das obrigações de dívida pública a 10 anos situou-se em 5.30 por cento face a 3.95 por cento no final de 1998. As taxas do mercado monetário reduziram-se até Abril, mês em que se verificou uma descida das taxas de intervenção do Eurosistema. Posteriormente, a sua evolução ascendente foi fortemente condicionada por expectativas de subida das taxas de intervenção, assim como por um prémio de risco associado a possíveis problemas informáticos associados à passagem para o ano 2000. A taxa de câmbio do euro, em termos nominais efectivos, depreciou-se 5.7 por cento, em média, em 1999. Em termos de fim de período, a depreciação da taxa de câmbio nominal efectiva ascendeu a 12.9 por cento.

3. PROCURA E PRODUÇÃO

Os indicadores mais recentes confirmam que, em 1999, se registou uma desaceleração do Produto Interno Bruto (PIB) em relação ao ano anterior. O abrandamento da economia portuguesa, previsto em anteriores edições do *Boletim Económico* (BE), resulta de um menor crescimento quer da procura interna quer das exportações de bens e serviços (quadro 3.1). A desaceleração da procura interna terá sido extensiva a todas as suas componentes.

O crescimento do PIB deverá ter-se situado na metade inferior do intervalo de previsão apresentado no BE de Setembro (2¾ - 3¼ por cento). Comparativamente às estimativas então apresentadas, a informação disponível aponta para crescimentos mais moderados da procura interna e das exportações, parcialmente compensados por um menor aumento das importações. Em termos intra-anuais, o crescimento do PIB não terá apresentado um perfil muito marcado ao longo de 1999. No primeiro semestre, o padrão de crescimento foi caracterizado por uma desaceleração da procura interna e das exportações de bens e serviços. Registou-se,

Quadro 3.1

PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICOS

Taxas de variação em percentagem

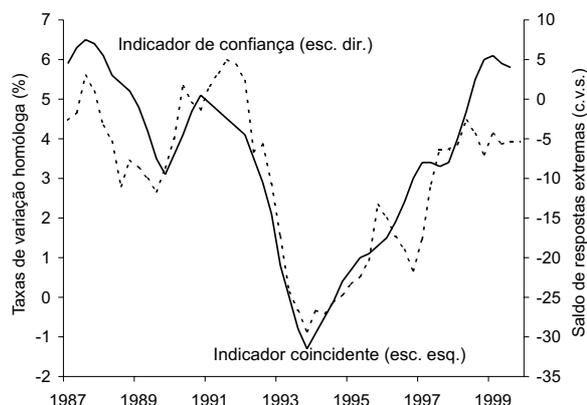
	1998	1999
Consumo privado	5.6	4¾ - 5¼
Consumo público	3.0	2.4
FBCF	9.8	4¼ - 5¼
Procura interna	6.4	4¼ - 4¾
Exportações	9.1	3¼ - 4¼
Procura global	7.0	4 - 4½
Importações	14.8	7 - 8
PIB	3.8	2¾ - 3¼
Défice agregado das balanças corrente e de capital (% PIB)	4.3	5¼ ; 6¼

Nota: Os valores deste quadro foram divulgados no *Boletim Económico* de Setembro de 1999.

assim, um abrandamento significativo da actividade em relação ao observado no final de 1998. Na segunda metade do ano, a procura interna terá voltado a registar uma desaceleração reflectindo, em particular, um menor dinamismo do consumo privado. No mesmo período, as exportações de bens e serviços terão registado uma recuperação, após a desaceleração que vinha sendo observada desde a segunda metade de 1998. A informação disponível sugere que esta recuperação das exportações terá aproximadamente compensado o abrandamento da procura interna no período. Verificou-se, assim, uma alteração da composição da procura global ao longo do ano de 1999, que se traduziu num perfil intra-anual de crescimento do produto pouco marcado.

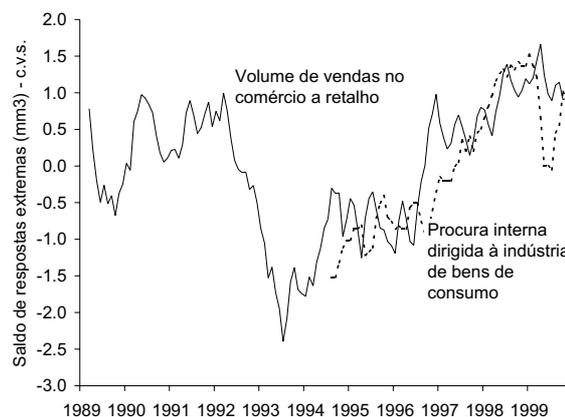
Os indicadores de conjuntura apontam para um abrandamento do consumo privado no segundo semestre de 1999. No terceiro trimestre de 1999, o indicador coincidente do consumo privado desacelerou face ao trimestre anterior (gráfico 3.1). De acordo com o Inquérito Mensal de Conjuntura ao Comércio, o nível médio dos saldos de respostas extremas (s.r.e.) referentes ao volume de vendas no comércio a retalho situou-se neste período abaixo dos níveis da primeira metade do ano (gráfico 3.2)⁽³⁾. Esta desaceleração terá sido superior à prevista, implicando que o crescimento deste agregado, no conjunto do ano, se deverá situar próximo do limite inferior do intervalo apresentado no BE

Gráfico 3.1
INDICADOR DE CONFIANÇA E INDICADOR COINCIDENTE DO CONSUMO PRIVADO



Fonte: Comissão Europeia e Banco de Portugal.

Gráfico 3.2
INDICADORES QUALITATIVOS DO CONSUMO PRIVADO



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

de Setembro (4¾ - 5¼ por cento, face a 5.6 por cento em 1998).

(3) Segundo o Inquérito de Conjuntura à Indústria Transformadora, a apreciação da procura interna dirigida à indústria de bens de consumo apresentou no segundo semestre níveis próximos dos verificados na primeira metade do ano, revelando que a desaceleração do consumo privado não terá afectado os produtores nacionais, o que pode ser explicado por uma maior concentração da indústria portuguesa em bens de consumo corrente.

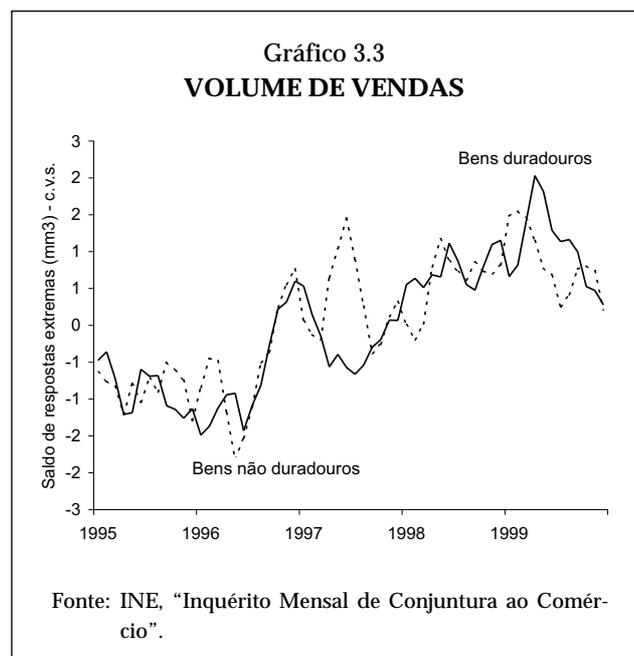
Apesar do abrandamento, o consumo privado continuou a apresentar um crescimento apreciável, para o que contribuiu a manutenção da confiança dos consumidores a níveis elevados (gráfico 3.1). Para estes níveis de confiança, continuaram a contribuir os ganhos de emprego e o aumento dos salários reais. Em 1999, o rendimento disponível dos particulares deverá, no entanto, ter registado uma desaceleração face ao ano anterior, resultante, em particular, de uma queda bastante acentuada dos juros líquidos recebidos pelas famílias.

A desaceleração do consumo privado na segunda metade do ano resultou sobretudo do comportamento da despesa em bens duradouros. A redução dos s.r.e. relativos ao volume de vendas foi particularmente notável no comércio a retalho deste tipo de bens (gráfico 3.3). O inquérito aos consumidores da Comissão Europeia revela igualmente uma redução acentuada das intenções de realizar grandes compras. Refira-se ainda que as vendas de automóveis ligeiros de passageiros incluindo todo-o-terreno registaram uma redução de 2.0 por cento no segundo semestre, o que compara com um aumento de 24.7 por cento na primeira metade do ano^{(4),(5)}.

O menor dinamismo do consumo privado no segundo semestre de 1999 estará igualmente relacionado com algum abrandamento da despesa das famílias em serviços hoteleiros, restaurantes e transportes. Refira-se que as dormidas de residentes em unidades hoteleiras nacionais registaram um aumento de 1.4 por cento no terceiro trimestre de 1999 (4.0 por cento no primeiro semestre e 6.6 por cento em 1998)⁽⁶⁾.

No segundo semestre de 1999, o investimento terá registado um crescimento ligeiramente inferior ao verificado na primeira metade do ano. Na segunda metade do ano, observou-se uma recuperação da FBCF em construção enquanto que a

Gráfico 3.3
VOLUME DE VENDAS



FBCF em equipamento terá voltado a apresentar um menor dinamismo. Esta evolução da FBCF em equipamento na segunda metade do ano não foi totalmente antecipada, pelo que a FBCF total poderá ter registado um crescimento inferior ao ponto médio do intervalo considerado no BE de Setembro ($4\frac{1}{4}$ - $5\frac{1}{4}$ por cento face a 9.8 por cento em 1998).

Os indicadores disponíveis apontam para alguma aceleração da FBCF em construção na segunda metade de 1999, ligeiramente maior do que tinha sido considerado no BE de Setembro. No segundo semestre, as vendas de cimento aumentaram 4.0 por cento, o que compara com 2.1 por cento na primeira metade do ano. De acordo com o Inquérito Mensal de Conjuntura à Construção e Obras Públicas, a apreciação da carteira de encomendas no sector registou uma melhoria em relação à primeira metade do ano, o que resultou do comportamento do subsector das obras públicas (gráfico 3.4). Pelo contrário, o s.r.e. relativo à apreciação da carteira de encomendas no subsector de construção de habitação situou-se a um nível inferior ao observado na primeira metade do ano. O crédito bancário a particulares para habitação registou alguma desaceleração (quadro 3.2). A informação da Direcção-Geral do Tesouro, relativa a novos contratos de crédito à habitação, revela igualmente uma redução do número e do montante desses contratos, particularmente acentuada nos regimes de crédito bonificado no terceiro trimestre do

(4) Salvo indicação em contrário, todas as taxas de variação referidas no texto correspondem a taxas de variação relativas ao período homólogo do ano anterior.

(5) Em particular, verificou-se uma forte redução das vendas de automóveis ligeiros de passageiros (incluindo todo-o-terreno) no último trimestre de 1999, que poderá, em parte, ser explicada pelo atraso na actualização do Imposto Automóvel.

(6) As taxas de variação foram obtidas em 1998, confrontando dados revistos de 1998 e 1997; em 1999, comparando dados em 1ª versão e revistos de 1999 com dados em 1ª versão e revistos de 1998.

ano⁽⁷⁾. Tal sugere que os efeitos das alterações ao sistema de bonificação do crédito à aquisição e construção de casa própria se estarão a fazer sentir⁽⁸⁾.

Os indicadores disponíveis sugerem que a FBCF em máquinas continuou, na segunda metade do ano, a apresentar um crescimento bastante inferior ao de 1998 e em linha com a previsão anterior. O s.r.e. relativo à evolução do volume de vendas no comércio por grosso de máquinas e materiais continuou a reduzir-se na segunda metade do ano. Por outro lado, os industriais produtores de bens de equipamento, excluindo fabricação de material de transporte, apresentaram-se ligeiramente menos optimistas quanto à procura interna que lhes é dirigida (gráfico 3.5). Por outro lado ainda, de acordo com a informação de comércio externo divulgada pelo INE, as importações nominais deste tipo de bens registaram uma variação de 10.6 por cento no período Janeiro-Setembro de 1999, o que compara com 9.3 por cento no primeiro semestre e 18.9 por cento no conjunto do ano de 1998⁽⁹⁾.

No segundo semestre de 1999, verificou-se uma desaceleração da FBCF em material de transporte, bastante mais significativa do que a considerada no BE de Setembro. Neste período, as vendas de automóveis comerciais ligeiros registaram uma queda de 2.4 por cento, o que compara com um aumento de 5.1 por cento na primeira metade do ano⁽¹⁰⁾. Por sua vez, o investimento em veículos comerciais pesados manteve um crescimento apre-

(7) De acordo com a Direcção-Geral do Tesouro, o número e o montante dos novos empréstimos concedidos reduziram-se em 21.6 e 13.9 por cento, respectivamente, no terceiro trimestre de 1999 (aumentos de 35.4 e 44.0 por cento na primeira metade do ano). Considerando apenas os empréstimos concedidos no regime bonificado, a redução foi de 51.8 por cento no número de contratos e de 48.0 por cento no montante total emprestado (aumentos de 24.1 e de 33.1 por cento, respectivamente, na primeira metade do ano).

(8) Relativamente às alterações introduzidas veja-se *Boletim Económico* de Junho de 1999 página 17.

(9) A aceleração das importações nominais do primeiro semestre para o período Janeiro-Setembro deverá ser explicada em parte pela evolução do deflador. Ao longo do 1999, os deflatores do comércio externo devem ter apresentado uma tendência crescente. De acordo com a informação da Direcção-Geral das Relações Económicas Internacionais, a taxa de variação dos preços em escudos das importações de bens de equipamento, excluindo material de transporte, passou de -4.0 por cento no primeiro trimestre para -2.3 por cento no primeiro semestre.

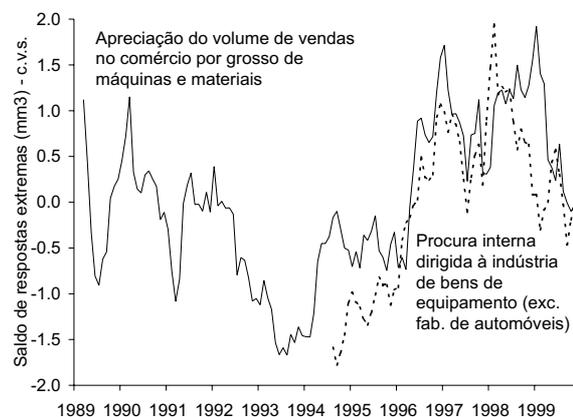
(10) Ver nota pé-de-página 5.

Gráfico 3.4
APRECIACÃO DA CARTEIRA DE
ENCOMENDAS NA CONSTRUÇÃO



Fonte: INE, "Inquérito Mensal de Conjuntura à Construção e Obras Públicas".

Gráfico 3.5
INDICADORES QUALITATIVOS DO
INVESTIMENTO EM MÁQUINAS



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

ciável, a avaliar pela evolução das respectivas matrículas (quadro 3.2).

O contributo da procura externa líquida para o crescimento do produto manteve-se negativo na segunda metade de 1999, apesar de inferior em valor absoluto ao observado na primeira metade do ano. Esta evolução está, em termos gerais, de acordo com as estimativas apresentadas em Setembro. Refira-se que continuam a verificar-se revisões sig-

Quadro 3.2

INDICADORES DA PROCURA

Taxas de variação homóloga

	1997	1998	1999 ^(a)	Último mês	1997		1998		1999		1997				1998				1999				
					1ºS	2ºS	1ºS	2ºS	1ºS	2ºS	1ºT	2ºT	3ºT	4ºT	1ºT	2ºT	3ºT	4ºT	1ºT	2ºT	3ºT	4ºT	
Consumo privado																							
Índice de volume de negócios no comércio a retalho.	5.1	11.1	6.0	Set	4.5	5.7	12.3	10.2	5.8														
Vendas de automóveis ligeiros de passageiros incluindo todo-o-terreno.	-0.6	17.9	11.4	Dez	-2.8	1.9	13.7	22.4	24.7	-2.0	-3.4	-2.2	-0.9	4.6	5.5	21.9	23.1	21.9	34.9	16.0	12.0	-14.6	
Crédito bancário a particulares (excluindo habitação).	22.9	23.1	23.2	Nov	22.4	22.9	18.0	23.1	29.6		22.4	22.4	20.9	22.9	17.9	18.0	19.0	23.1	18.3	29.6	27.5		
Investimento																							
Vendas de cimento.	11.9	4.7	3.1	Dez	19.5	5.3	4.6	4.7	2.1	4.0	22.6	16.8	9.4	0.9	10.0	-0.2	0.2	9.9	-0.6	4.8	5.6	2.3	
Obras adjudicadas.	26.1	-27.1	-7.6	Nov	66.9	-4.8	-26.2	-28.2	-28.2		73.1	61.5	-10.7	1.2	-14.8	-36.9	-14.5	-40.5	-26.4	-30.5	12.7		
Crédito bancário a particulares para habitação.	27.4	34.8	30.2	Nov	25.7	27.4	31.4	34.8	36.9		25.8	25.7	28.0	27.4	29.5	31.4	32.6	34.8	36.5	36.9	32.5		
IPI de bens de equipamento, excl. fabric. de automóveis e carroçarias.	-0.1	8.8	-1.7	Out	-1.4	1.3	9.6	8.0	-1.6		-0.4	-2.4	1.0	1.6	8.6	10.5	8.3	7.6	0.6	-3.7	-3.0		
Importações de bens de equipamento, excl. material de transporte ^(b) ..	14.7	22.3	10.6	Set																			
Exportações de bens de equipamento, excl. material de transporte ^(b) ..	22.2	20.3	21.1	Set																			
Vendas de veículos comerciais ligeiros.	20.9	12.0	1.2	Dez	26.8	15.8	8.9	14.8	5.1	-2.4	28.2	25.4	19.5	13.1	14.7	2.9	6.9	21.0	-0.6	11.7	12.6	-12.6	
Vendas de veículos comerciais pesados.	32.0	15.8	19.2	Dez	28.3	35.4	31.3	2.4	21.7	16.5	14.7	41.0	44.5	28.8	67.4	3.8	0.9	3.6	10.8	35.1	34.0	2.6	
Matrículas de veículos comerciais pesados.	35.6	22.4	17.5	Dez	38.2	33.2	32.2	13.2	17.9	17.0	21.5	56.9	36.5	29.7	48.5	18.1	0.9	26.9	13.2	23.1	25.8	9.2	
Comércio Externo^(b)																							
Exportações totais.	10.5	6.3	0.7	Set	6.1	15.1	11.0	1.9	0.1		2.7	9.5	12.7	17.4	12.5	9.5	5.6	-1.3	1.3	-1.1	2.3		
Exportações de bens de consumo.	7.9	4.1	0.0	Set																			
Exportações de bens de equipamento.	12.6	14.0	6.6	Set																			
Exportações de bens intermédios.	12.8	5.1	-4.0	Set																			
Exportações de combustíveis.	9.7	-27.9	10.3	Set																			
Importações totais.	13.1	12.6	6.4	Set	10.8	15.4	16.3	9.1	4.5		9.0	12.6	16.0	14.9	16.0	16.6	11.3	7.3	4.6	4.4	10.9		
Importações de bens de consumo.	11.3	17.8	9.2	Set																			
Importações de bens de equipamento.	14.2	21.9	14.4	Set																			
Importações de bens intermédios.	12.8	8.0	-5.1	Set																			
Importações de combustíveis.	15.2	-23.3	18.7	Set																			

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

Notas:

(a) Valores acumulados até ao último mês disponível.

(b) As taxas de variação das exportações e importações resultam da comparação das versões definitivas, em 1997 e 1998, e da comparação de valores declarados preliminares para o período de Janeiro a Setembro, em 1999.

nificativas nos dados do comércio externo, que dificultam a análise destes fluxos⁽¹¹⁾.

As exportações de bens e serviços registarão, em 1999, um crescimento real inferior ao verificado em 1998. De acordo com a informação disponível, este crescimento poderá mesmo vir a situar-se próximo do limite inferior do intervalo de previsão apresentado no BE de Setembro ($3\frac{1}{4}$ - $4\frac{1}{4}$ por cento, que compara com 9.1 por cento em 1998). No segundo semestre de 1999, as exportações de bens e serviços deverão ter registado alguma recuperação. Este comportamento terá reflectido, fundamentalmente, um maior dinamismo das vendas ao exterior de mercadorias, que vinham a desacelerar desde meados de 1998. Ao nível das exportações de serviços, ter-se-á verificado alguma desaceleração no período, resultante, no essencial, de um menor crescimento das receitas de turismo. Recorde-se, no entanto, que 1998 foi um ano excepcional do ponto de vista turístico, dada realização da Expo-98 (ver secção 6 — Balança de pagamentos e posição de investimento internacional).

De acordo com a informação preliminar disponível, no terceiro trimestre de 1999, as exportações de mercadorias registaram um crescimento nominal de 2.3 por cento, o que compara com um aumento de 0.1 por cento no primeiro semestre do ano⁽¹²⁾. A aceleração nominal efectivamente verificada deverá ser, no entanto, mais acentuada que a sugerida pela informação actualmente disponível, uma vez que as taxas de variação para os meses mais recentes serão sujeitas a maiores revisões⁽¹³⁾. O comportamento dos preços deverá explicar parte da recuperação nominal das exportações de mercadorias⁽¹⁴⁾. Ter-se-á, no entanto, observado igualmente alguma aceleração dos volumes exportados, em linha com as indicações de aceleração da procura externa dirigida aos produtores portugueses, resultante da concretização da aceleração da actividade económica na área do euro. A evolução da carteira de encomendas externa dirigida aos empresários da indústria transformadora sugere que a recuperação terá prosseguido no último trimestre de 1999 (gráfico 3.6). Em termos anuais, contudo, deverá ter-se verificado em 1999 uma perda da quota de mercado das exportações portuguesas de mercadorias entre 0.5 e 1.0 por cento, na sequência da perda de maior magnitude registada em 1998 (ver Caixa “O Desempenho Recente do Sector Exportador”).

Gráfico 3.6
APRECIACÃO DA PROCURA EXTERNA
DIRIGIDA À INDÚSTRIA



Fonte: INE, “Inquérito Mensal de Conjuntura à Indústria Transformadora”.

As importações de bens e serviços apresentaram, em 1999, um menor dinamismo do que em 1998. Tal como no caso das exportações, a informação disponível sugere que o crescimento deste agregado se situe próximo do limite inferior do intervalo de previsão apresentado no BE de Setembro (7-8 por cento, que compara com 14.8 por cento em 1998).

De acordo com dados preliminares do INE, as importações de mercadorias registaram um crescimento nominal de 6.4 por cento nos três primeiros trimestres de 1999 (4.5 por cento na primeira metade do ano)^{(15),(16)}. Estima-se que esta recuperação

(11) As taxas de variação mensais das exportações e importações de mercadorias em 1999 continuam a estar sujeitas a revisões (ver *Boletins Económicos* de Junho e Setembro de 1999). O padrão de revisão dessas taxas tem-se vindo a revelar irregular quer no sentido quer na sua magnitude.

(12) De acordo com a versão de Janeiro a Setembro de 1999 dos dados do comércio externo.

(13) Ver nota de pé-de-página 11. No caso das exportações de mercadorias, as revisões continuam a ser, na sua maioria, para cima, embora de magnitude variável.

(14) De acordo com a informação da Direcção-Geral das Relações Económicas Internacionais, o preço em escudos das exportações de mercadorias registou uma variação menos negativa no segundo trimestre de 1999 face ao verificado no primeiro (-3.3 por cento no primeiro trimestre, o que compara com -2.0 por cento na primeira metade do ano), tendência que se terá continuado a verificar ao longo de 1999.

(15) De acordo com a versão de Janeiro a Setembro de 1999 dos dados do comércio externo.

nominal reflecta, numa parte muito significativa, o comportamento dos preços, devendo ter associada uma desaceleração dos volumes importados⁽¹⁷⁾. No quarto trimestre, espera-se um abrandamento das importações de mercadorias, em termos reais, em linha com a evolução da procura interna de bens de consumo duradouros e do investimento em material de transporte. Ao nível das importações de serviços, ter-se-ão verificado variações homólogas menos negativas do que as observadas na primeira metade do ano.

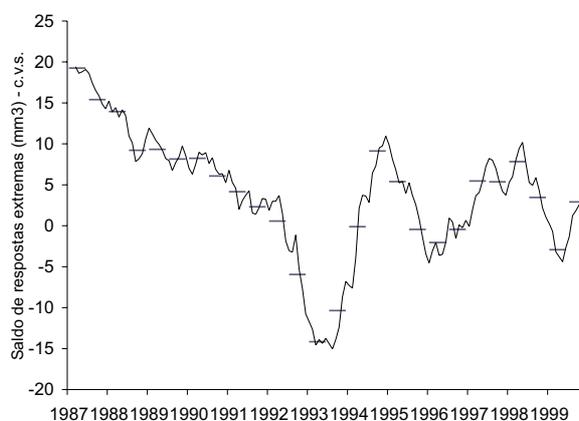
Uma análise da evolução da actividade económica por sectores de actividade revela que no sector industrial e no sector da construção — em particular, no subsector das obras públicas — se terá registado alguma recuperação da actividade no segundo semestre de 1999, após o abrandamento registado nos semestres anteriores (gráfico 3.4). Os serviços mantiveram-se como o sector de actividade mais dinâmico no segundo semestre do ano — o que se traduziu numa forte criação de emprego (ver secção seguinte, sobre o Mercado de trabalho) — embora tenham registado alguma desaceleração face à primeira metade do ano. Destas evoluções sectoriais resultou, para o conjunto da economia, um padrão intra-anual pouco marcado.

Relativamente ao sector industrial, a informação disponível para o segundo semestre aponta para uma recuperação da produção face à primeira metade do ano. No período de Julho a Outubro de 1999, a produção na indústria transformadora avaliada pelo Índice de Produção Industrial registou uma variação de 1.2 por cento (que compara com um crescimento virtualmente nulo na primeira metade do ano; quadro 3.3). O Inquérito Mensal de Conjuntura à Indústria Transformadora revela que o s.r.e. relativo à evolução da produção actual (gráfico 3.7) continuou a melhorar na parte final do ano, o que resultou principalmente da melhoria da carteira de encomendas externa.

(16) Ver nota de pé-de-página 11. O padrão de revisão das taxas de variação das importações tem-se apresentado irregular quer no sentido das revisões quer na sua magnitude.

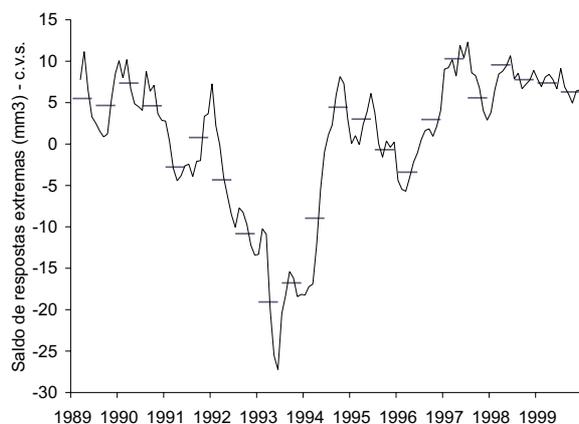
(17) De acordo com a informação da Direcção-Geral das Relações Económicas Internacionais, o preço em escudos das importações de mercadorias registou uma variação menos negativa no segundo trimestre de 1999 face ao verificado no primeiro (-6.3 por cento no primeiro trimestre, o que compara com -4.4 por cento na primeira metade do ano), tendência que se terá continuado a verificar ao longo de 1999.

Gráfico 3.7
PRODUÇÃO ACTUAL
Indústria transformadora



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

Gráfico 3.8
VOLUME DE VENDAS NO COMÉRCIO
POR GROSSO



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

Ao nível dos serviços, refira-se o menor dinamismo do comércio na segunda metade do ano, avaliando pelos s.r.e. relativos ao volume de vendas no comércio por grosso e a retalho (gráficos 3.2 e 3.8). A desaceleração do volume de vendas no comércio a retalho estará associada à evolução do consumo privado de bens neste período. Ao nível do comércio por grosso, o menor dinamismo das vendas reflecte o comportamento do comércio de bens de consumo duradouros e de bens de in-

Quadro 3.3

INDICADORES DA OFERTA

		1997	1998	1999 ^(a)	Último mês	1997					1998				1999						
						1ºS	2ºS	1ºS	2ºS	1ºS	1ºT	2ºT	3ºT	4ºT	1ºT	2ºT	3ºT	4ºT	1ºT	2ºT	3ºT
Indústria																					
Índices de produção industrial (base 1995)																					
Indústria transformadora	tvh	2.9	3.7	0.5	Out	3.2	2.6	4.2	3.3	0.0	3.7	2.7	1.5	3.6	4.4	3.9	4.1	2.6	0.8	-0.8	1.1
Indústria de bens de consumo	tvh	-0.6	5.6	-1.6	Out	0.7	-2.0	5.2	6.0	-2.5	2.0	-0.5	-2.0	-1.9	4.1	6.2	6.9	5.0	-1.2	-3.8	-0.5
Indústria de bens de investimento.....	tvh	0.7	5.5	-4.5	Out	-4.2	6.5	8.0	2.8	-2.3	-5.2	-3.3	-1.7	13.9	8.1	7.9	10.2	-2.9	2.5	-6.7	-7.4
Indústria de bens intermédios	tvh	4.4	5.9	6.4	Out	3.5	5.4	6.0	5.9	6.7	3.9	3.2	2.8	7.9	6.0	5.9	6.4	5.4	5.6	7.7	6.5
Índices de volume de negócios (base 1995)																					
Indústria transformadora	tvh	5.9	6.2	-1.2	Out	4.0	7.7	8.9	3.6	-1.4	1.2	6.7	7.2	8.2	11.1	6.9	5.4	1.8	-1.3	-1.5	-0.5
Indústria de bens de consumo	tvh	2.8	6.0	-1.3	Out	1.0	4.5	8.5	3.6	-1.3	-1.5	3.6	3.9	5.2	10.6	6.6	5.7	1.5	-1.8	-0.9	-1.1
Indústria de bens de investimento.....	tvh	8.1	12.2	-3.9	Out	1.3	15.1	17.7	7.2	-1.2	-2.3	4.6	9.1	20.3	19.4	16.3	16.6	-0.1	5.2	-6.8	-7.6
Indústria de bens intermédios	tvh	6.6	4.8	1.1	Out	6.7	6.5	6.5	3.2	0.4	3.2	10.2	6.6	6.5	8.9	4.4	3.0	3.3	-0.7	1.4	2.9
Taxa de utilização da capacidade produtiva																					
Indústria transformadora	%	81	82	80	3ºT	80	81	82	81	80	80	80	82	81	83	81	81	82	80	81	81
Indústria de bens de consumo	%	79	79	79	3ºT	78	79	79	80	78	77	79	81	78	80	78	80	80	79	78	80
Indústria de bens de investimento, excl.fabricação de automóveis ...	%	84	87	88	3ºT	83	86	87	87	87	84	82	86	85	85	90	89	85	85	89	90
Indústria de bens intermédios	%	81	83	81	3ºT	80	82	83	82	81	80	81	83	82	84	83	82	83	80	82	81
Construção																					
Taxa de utilização da capacidade produtiva	%	79	79	75	3ºT	80	79	81	77	75	77	82	81	77	82	79	77	76	73	76	77

Fonte: INE.

tvh= taxa de variação homóloga

Nota:

(a) Valores acumulados até ao último mês disponível.

vestimento. A actividade nos sectores de hotéis, restaurantes e transportes terá registado igualmente um abrandamento na segunda metade do ano. Recorde-se que o ano de 1998, se tinha verificado um crescimento particularmente significativo destes sectores, associado à realização da Expo-98. O número total de dormidas em unidades hoteleiras nacionais registou uma diminuição de 3.7 por cento no terceiro trimestre de 1999 (o que compara com um aumento de 2.9 na primeira metade do

ano e 9.6 por cento em 1998), o que reflectiu, em particular, a redução do número de dormidas de não residentes^{(18),(19)}.

(18) Ver nota pé-de-página 6.

(19) O número de dormidas de não residentes em unidades hoteleiras nacionais diminuiu 5.7 por cento no terceiro trimestre de 1999, contra um aumento de 2.4 por cento na primeira metade do ano e 10.8 por cento em 1998.

O DESEMPENHO RECENTE DO SECTOR EXPORTADOR

Em 1998, verificou-se uma perda de cerca de 2.5 por cento da quota de mercado das exportações portuguesas de mercadorias. De acordo com estimativas muito preliminares baseadas na última informação disponível, em 1999 ter-se-á verificado nova perda, embora de magnitude inferior (entre 0.5 e 1.0 por cento). A variação da quota de mercado obtém-se a partir da comparação da taxa de crescimento em volume das exportações portuguesas com a taxa média de crescimento da procura externa dirigida à economia portuguesa⁽¹⁾. Este último indicador é calculado como a média das taxas de crescimento do volume das importações de manufacturas dos países de destino⁽²⁾, ponderadas de acordo com a importância relativa destes países na estrutura geográfica das exportações portuguesas.

O gráfico 1 apresenta a evolução das quotas de mercado das exportações portuguesas de mercadorias ao longo da década de 90, segundo dois indicadores ligeiramente diferentes no que respeita ao conjunto considerado dos parceiros comerciais⁽³⁾. Constatou-se que a diminuição recente da quota contrasta com a evolução observada nos anos anteriores, que (com a excepção de 1991) foram caracterizados por ganhos quota, em alguns anos de magnitude apreciável.

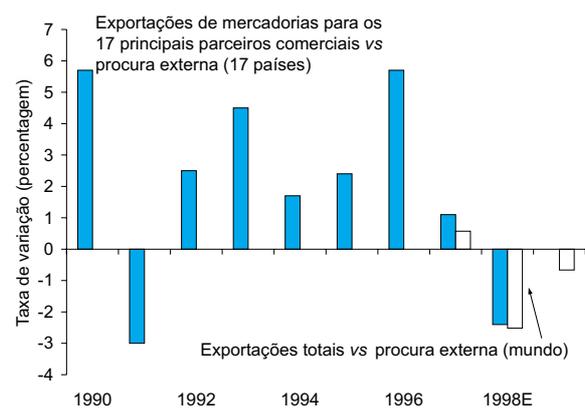
(1) Mais precisamente, tem-se que

$$\text{taxa variação quota} = (1 + \text{taxa var. volume exportações}) / (1 + \text{taxa var. procura externa}) - 1$$

(2) Usando como fonte a OCDE.

(3) Num dos indicadores restringe-se a comparação das exportações e da procura externa ao conjunto dos 17 países de destino mais importantes para as exportações portuguesas (Alemanha, Espanha, França, Reino Unido, Países Baixos, Estados Unidos, Bélgica/Luxemburgo, Itália, Suécia, Dinamarca, Japão, Irlanda, Suíça, Áustria, Noruega, Finlândia e Canadá), enquanto no outro indicador, único possível de estimar para 1999, se compara o total das exportações de mercadorias com a procura externa da totalidade dos parceiros comerciais.

Gráfico 1
QUOTA DE MERCADO DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE MERCADORIAS^(a)



Fonte: INE, Direcção-Geral de Relações Económicas Internacionais, Banco de Portugal e OCDE.

Nota:

- (a) Crescimento real das exportações de mercadorias versus crescimento real da procura externa. Um aumento significa um ganho de quota de mercado dos exportadores portugueses.

Gráfico 2A

TAXA DE CÂMBIO NOMINAL

Cotações face ao Escudo – valores semanais

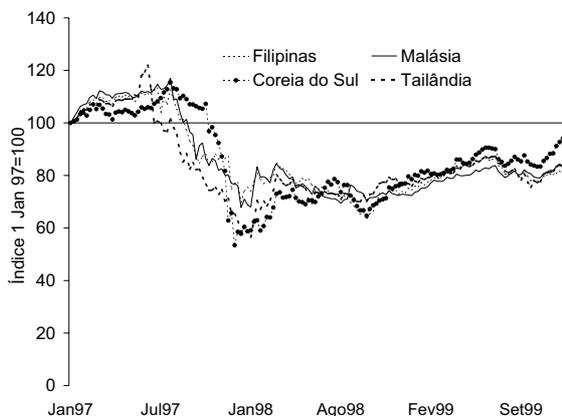
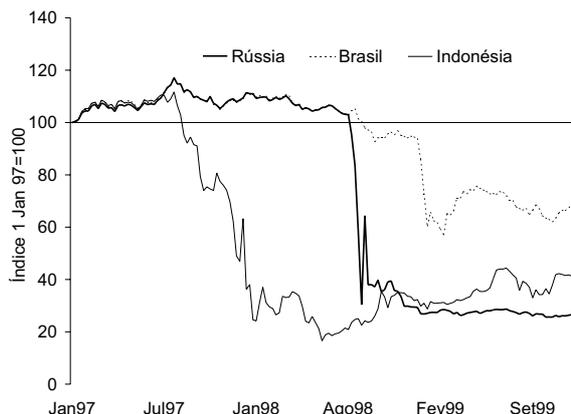


Gráfico 2B

TAXA DE CÂMBIO NOMINAL

Cotações face ao Escudo – valores semanais



Fonte: Datastream.

Quadro 1

QUOTA DE MERCADO DAS EXPORTAÇÕES DE MERCADORIAS

Taxa de variação

	1996	1997	1998	1999
União Europeia	n.d.	n.d.	-1.2	-1.6
Irlanda	7.3	5.2	16.3	7.6
Países Baixos	0.3	0.2	2.2	1.5
Alemanha	-0.6	-1.4	0.8	0.7
Suécia	-1.3	0.2	0.5	3.7
França	-0.5	3.5	-0.2	-0.7
Áustria	-1.8	3.7	-0.3	-3.6
Finlândia	-0.7	2.2	-1.4	-3.0
Espanha	5.2	2.3	-1.8	1.7
Portugal	6.7	0.7	-3.0	0.0
Bélgica	-3.3	-1.6	-3.3	-3.3
Itália	-1.9	-5.3	-5.5	-6.5
Reino Unido	3.5	-1.6	-5.6	-8.5
Dinamarca	-3.4	-3.2	-7.6	-1.5
Grécia	23.1	1.7	-14.5	-2.5
Hungria	27.0	24.4	17.0	12.6
República Checa	-4.5	8.2	6.2	5.9
Polónia	5.9	9.5	1.2	-6.0
Coreia do Sul	12.0	14.5	11.3	6.7
Economias Dinâmicas Asiáticas ^(a)	n.d.	n.d.	0.4	-1.7
Outras economias Asiáticas	n.d.	n.d.	1.5	-2.0

Fonte: OCDE, *Economic Outlook*, Dezembro 1999.

Nota:

(a) Taiwan, Hong-Kong, Indonésia, Malásia, Filipinas, Singapura, Tailândia.

No contexto da União Europeia (UE), a maioria das economias também registou uma redução da quota de mercado das respectivas exportações em 1998 e 1999, muito significativa na Itália, Reino Unido, Grécia e Dinamarca (quadro 1)⁽⁴⁾. Entre os países da UE, apenas a Alemanha, os Países Baixos, a Suécia e, principalmente, a Irlanda conseguiram ganhos de quota no conjunto dos dois anos. Este último país destaca-se claramente pela expansão das suas quotas de mercado, só comparável à conseguida por alguns países da Europa de Leste e pela Coreia do Sul.

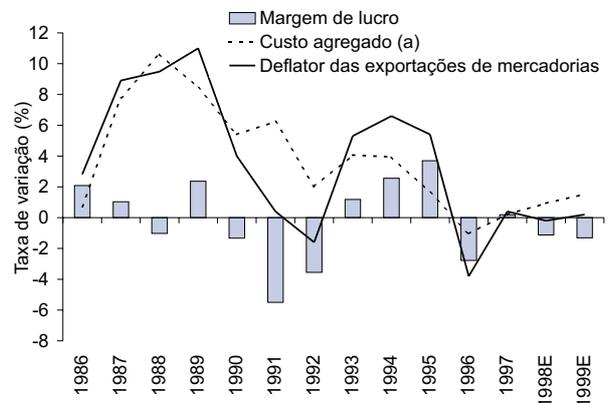
(4) Os valores reportados no quadro 1 são os publicados pela OCDE (*"Economic Outlook"*, Dezembro 1999). Para Portugal, estes valores do quadro 1 diferem ligeiramente dos valores citados no texto e utilizados para construir o gráfico 1, que são estimativas do Banco de Portugal. As diferenças serão devidas, sobretudo, à utilização pelo Banco de Portugal de informação mais recente entretanto disponibilizada e, no caso de 1999, também a diferentes cenários de previsão.

As crises financeiras que afectaram várias economias de mercados emergentes desde o segundo semestre de 1997, primeiro as do sudeste asiático e depois a Rússia e o Brasil, conduzindo em alguns casos a recessões profundas, induziram uma redução da procura externa dirigida às economias da UE, com dimensão variável consoante os países⁽⁵⁾. Porém, o aspecto relevante para a explicação da queda de quotas de exportação da maioria dos países europeus foi a forte desvalorização das moedas da generalidade das economias de mercados emergentes que entraram em crise, que conseguiram por isso significativas melhorias de posição concorrencial (gráficos 2a e 2b). A forte progressão, em 1998, das importações da UE com proveniência de países asiáticos é particularmente ilustrativa do ganho de competitividade das exportações de alguns países dessa área geográfica. As importações da UE provenientes da Tailândia, Malásia, Singapura, Coreia do Sul, Taiwan e Hong Kong cresceram 23.8 por cento, em termos reais, em 1998 (8.1 por cento em 1997)⁽⁶⁾.

Assim, parte do fenómeno de perda de quotas em muitos países europeus, nomeadamente Portugal, deve-se à perda de competitividade das suas exportações face às exportações de certas economias de mercados emergentes, com destaque para algumas do sudeste asiático. O facto de as estruturas por produtos das exportações dos diversos países europeus serem muito diferenciadas ajuda a perceber porque é que as quotas não tiveram um comportamento mais homogéneo na UE. Países mais especializados em exportar matérias-primas e bens de consumo, produtos pouco diferenciados em que é importante a concorrência por via do preço, foram particularmente afectados. Refira-se que cerca de metade do valor das exportações portuguesas corresponde a bens de consumo (por sua vez, metade do qual refere-se a vestuário, calçado e têxteis).

Embora claramente influenciada pelo ganho concorrencial dos países do sudeste asiático que desvalorizaram fortemente as suas moedas, a explicação da recente quebra de quota das exportações portuguesas poderá não se esgotar neste desenvolvimento, havendo um conjunto de outros factores que poderão estar a influenciar o desempenho recente do sector exportador português. Um desses factores, cuja importância é difícil de avaliar em termos empíricos, deverá ser o crescimento muito forte da procura interna numa situação próxima do pleno emprego, que poderá estar a provocar algum desvio para o mercado doméstico de produção que, noutras cir-

Gráfico 3
MARGEM DE LUCRO UNITÁRIA
NO SECTOR EXPORTADOR



Fonte: INE, Direcção-Geral das Relações Económicas Internacionais, Ministério do Trabalho e da Solidariedade e Banco de Portugal.

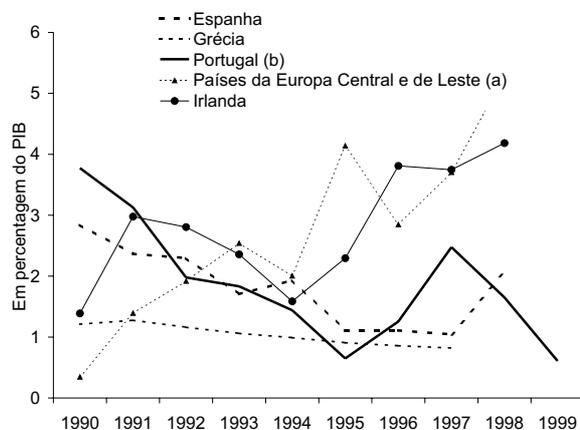
Nota

(a) Custo de trabalho por unidade produzida na indústria transformadora (CTUP) e deflator das importações de bens intermédios, agregados de acordo com o conteúdo em remunerações e em importações das exportações de bens e serviços, da matriz *input-output* de 1994.

(5) Note-se que o ritmo de crescimento das exportações do conjunto de países da UE para países não pertencentes à União Europeia diminuiu significativamente de 15.3 por cento em 1997 para 1.5 por cento em 1998. É de realçar a redução das exportações para os países da Ásia (excluindo os países do próximo e médio Oriente) de 18.3 por cento em 1998 (crescimento de 9.6 em 1997) e o menor crescimento do valor das exportações para os países da América Latina (7.9 por cento em 1998, que compara com 27.0 por cento em 1997). Em linha com os restantes países da UE, o valor das exportações portuguesas para a generalidade dos países asiáticos e para a Rússia apresentou reduções ainda mais pronunciadas do que em 1997. Em particular, os valores exportados diminuíram 13.4 por cento para o Japão, 36.5 por cento para Singapura, 63.4 para a Coreia do Sul e 42.3 por cento para a Rússia.

(6) Esta evolução foi acompanhada por uma redução do deflator das importações desses países de 7.2 por cento em 1998 (aumento de 6.1 por cento em 1997).

Gráfico 4
**INVESTIMENTO DIRECTO
 RECEBIDO DO EXTERIOR**
 Comparação internacional



Fonte: FMI, OCDE e Banco de Portugal.

Notas:

- (a) Hungria, polónia, Roménia, República Checa e Eslováquia (Checoslováquia até 1992).
 (b) A partir de 1996, os fluxos de investimento directo incluem a componente de lucros reinvestidos, não sendo, por conseguinte, exactamente comparáveis com a informação de anos anteriores. Os valores para Portugal referentes ao ano de 1999 foram estimados com base na informação disponível até Outubro de 1999.

capacidade exportadora resultante da entrada em funcionamento de unidades de produção industrial instaladas na sequência de projectos de IDE. Nos últimos dois anos verificou-se alguma retracção nos fluxos de IDE, em contraste com o que tem acontecido em economias como a Irlanda e alguns países da Europa de Leste (gráfico 4), cujas exportações estão a registar significativos ganhos de quota de mercado (quadro 1).

Para além do volume global de IDE na economia portuguesa ser relativamente reduzido quando comparado com os casos da Irlanda e de alguns países da Europa de leste, contrariamente a estes países, ele não tem sido maioritariamente destinado a projectos orientados para a exportação. De facto, nos últimos anos, mesmo tendo em conta que nas Estatísticas da Balança de Pagamentos uma parcela dos investimentos na indústria são classificados como investimento em serviços prestados às empresas⁽⁸⁾, o IDE na economia portuguesa tem sido dirigido, em grande parte, a sectores não transaccionáveis e não a actividades orientadas para exportação ou substituição de importações (quadro 2). Este aspecto assume particular importância porque, no passado, o IDE associado a projectos industriais orientados para a exportação terá contribuído para a melhoria tecnológica e para diversificação do tecido produtivo nacional, com consequências no alargamento da base de exportações⁽⁹⁾ e na redução da concentração das exportações portuguesas nos sectores tradicionais.

(7) Agregados de acordo com o conteúdo em remunerações e em importações das exportações de bens e serviços na matriz "input-output" de 1994.

(8) As operações de IDE em Sociedades Gestoras de Participações Sociais (SGPS) de grupos económicos são classificadas pelas Estatísticas da Balança de Pagamentos em "Outros Serviços Prestados às Empresas", de acordo com a CAE Rev.2, independentemente da actividade controlada por essas SGPS.

(9) Existe evidência empírica de que as empresas com capital estrangeiro estão, em geral, mais vocacionadas para os mercados de exportação do que as empresas domésticas. Veja-se S. Cabral (1996) "Comparative Export Behaviour of Foreign and Domestic Firms in Portugal", Banco de Portugal, WP 8-96.

cunstâncias, seria dirigida para o mercado externo. Outro factor é a diminuição nos últimos anos das margens de lucro unitário das empresas exportadoras (gráfico 3).

O indicador de margens de lucro unitário resulta do confronto entre o preço unitário das exportações de mercadorias com uma medida de custo que considera os custos de trabalho por unidade produzida na indústria transformadora e o preço das importações de bens intermédios⁽⁷⁾. Neste sentido, as reduções da margem de lucro unitário, se persistentes, podem indiciar deterioração das condições de competitividade do sector exportador. Em 1998 e 1999, a redução registada resultou fundamentalmente do aumento dos custos de trabalho por unidade produzida (isto é, dos custos de trabalho corrigidos pelo crescimento da produtividade).

Para além dos referidos factores de competitividade de natureza conjuntural, a evolução recente de quota de mercado das exportações portuguesas poderá reflectir também factores de natureza mais estrutural, relacionados com um aparente esgotamento de projectos de Investimento Directo Estrangeiro (IDE) em Portugal geradores de produção orientada para exportação. Parte significativa do ganho de quota de mercado das exportações portuguesas em meados da década (gráfico 1) esteve associado ao acréscimo de

Quadro 2

INVESTIMENTO DIRECTO DO EXTERIOR EM PORTUGAL

	Saldo em milhões de contos				Peso no total, em percentagem			
	1996	1997	1998	1999 Jan-Out	1996	1997	1998	1999 Jan-Out
Total	210.5	447.0	316.9	86.9	100.0	100.0	100.0	100.0
Por sector de actividade da empresa residente:								
Agricultura, silvicultura, caça e pesca	1.9	0.6	1.0	0.8	0.9	0.1	0.3	0.9
Indústrias extractivas	-1.6	-2.1	-2.1	-1.6	-0.8	-0.5	-0.7	-1.8
Indústrias transformadoras	13.9	14.4	-5.4	15.4	6.6	3.2	-1.7	17.7
Electricidade, gás e água	-12.4	-17.0	53.5	-10.2	-5.9	-3.8	16.9	-11.7
Construção	6.8	3.4	6.2	5.2	3.2	0.8	1.9	6.0
Comércio por grosso e retalho, reparações, alojamento e restauração	64.7	148.1	44.4	21.3	30.7	33.1	14.0	24.5
Transportes, armazenagem e comunicações	13.9	108.2	13.0	31.7	6.6	24.2	4.1	36.5
Actividades financeiras	23.8	103.9	39.2	-153.9	11.3	23.2	12.4	-177.1
Actividades imobiliárias, alugueres e outros serviços prestados às empresas ^(a)	74.9	72.3	146.7	150.5	35.6	16.2	46.3	173.2
Outros	24.7	15.2	20.5	27.7	11.7	3.4	6.5	31.8

Nota:

(a) As operações de investimento directo recebidas por sociedades gestoras de participações sociais (SGPS) de grupos económicos são consideradas em "outros serviços prestados às empresas", de acordo com a CAE' Rev.2.

Em suma, são vários os factores que poderão explicar a perda recente de quota de mercado das exportações portuguesas, alguns dos quais revestem uma natureza conjuntural, outros uma natureza mais estrutural. Entre os primeiros, foram referidos a desvalorização das moedas de várias economias do sudeste asiático, o eventual desvio para o mercado doméstico (em resultado do dinamismo da procura interna) de produção que noutras circunstâncias seria dirigida para exportação e a deterioração nos últimos dois anos do indicador de margem de lucro unitário no sector exportador, consequência do aumento dos custos de trabalho por unidade produzida. No que respeita a factores mais estruturais, foi destacada a aparente menor capacidade de atracção de projectos de investimento directo estrangeiro orientados para a exportação, num contexto em que a União Europeia aprofunda relações económicas com os países do centro e leste europeu, designadamente levantando restrições ao comércio com esses países, e em que se intensifica a liberalização comercial a nível mundial. No curto prazo, os únicos factores influenciáveis são o ritmo de crescimento da procura interna e a rentabilidade das empresas exportadoras. Torna-se, por isso, indispensável promover a consolidação orçamental, que contribua para moderar o crescimento da procura interna, e uma maior contenção no aumento dos custos de trabalho por unidade produzida. Caso contrário, a prazo poder-se-ão verificar constrangimentos ao crescimento da economia portuguesa, com reflexos na taxa de desemprego e no processo de convergência real.

4. MERCADO DE TRABALHO

Os principais indicadores do mercado de trabalho continuaram, em 1999, a evidenciar uma forte sensibilidade às variações cíclicas da actividade económica, tendo-se observado uma nova redução da taxa de desemprego, um crescimento forte do emprego total e por conta de outrem, um aumento da taxa de actividade e uma redução do desemprego de longa duração.

De acordo com o Inquérito ao Emprego do INE, no terceiro trimestre de 1999, a taxa de desemprego voltou a reduzir-se, situando-se em 4.2 por cento (4.7 por cento no período homólogo de 1998). No primeiro semestre, já se tinha verificado uma redução de 0.6 pontos percentuais face ao período homólogo de 1998. No conjunto dos primeiros três trimestres do ano, a taxa de desemprego reduziu-se em 0.5 p.p. face ao período homólogo de 1998, enquanto o emprego total aumentou 1.9 por cento. O comportamento destes indicadores revelou-se ligeiramente mais favorável do que o antecipado com base numa relação de *Okun*⁽²⁰⁾ para a economia portuguesa. A informação actual disponível aponta, assim, para que a taxa de desemprego se venha a situar a um nível ligeiramente inferior ao previsto no BE de Setembro (4.6 por cento) e para um crescimento do emprego total, em termos anuais, que deverá exceder a previsão então divulgada (1.5 por cento)⁽²¹⁾. Uma explicação possível para este último resultado estará relacionada com a composição do crescimento económico no período recente. Os sectores que se apresentaram mais dinâmicos foram os mais intensivos em mão-de-obra — os serviços e, em menor grau, a construção — o que se terá traduzido em maiores ganhos de emprego. Por outro lado, constata-se que nos primeiros três trimestres de 1999, o Índice de Volume de Emprego⁽²²⁾ cresceu em relação ao período homólogo 0.7 por cento, pelo que menos que o indicador de emprego total, medido pelo número de efectivos empregados.

(20) A Lei de *Okun* relaciona a taxa de desemprego com o desvio do PIB relativamente a uma tendência linear.

(21) Estimados a partir da relação de *Okun*.

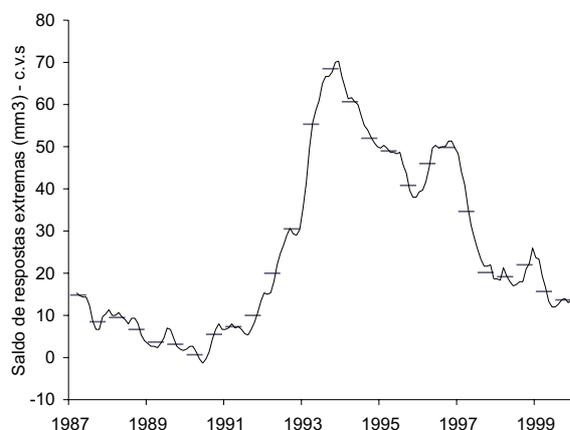
(22) O Índice de Volume de Trabalho é um indicador da evolução do emprego transformado no equivalente em tempo completo traduzido na duração habitual padrão. É determinado tendo em conta o número de efectivos normalizado a esta duração habitual padrão do respectivo sector de actividade.

A situação do mercado de trabalho continuou a ser caracterizada por alguma tensão. De acordo com os Inquéritos de Conjuntura do INE, persistiram algumas dificuldades na contratação de trabalhadores, particularmente importantes em alguns sectores. Refira-se o sector da construção, onde a percentagem de empresas a referir a dificuldade em contratar pessoal qualificado como o obstáculo mais importante à actividade era de 52 por cento no quarto trimestre de 1999, face a 37 por cento no mesmo período do ano anterior. No sector industrial, esta dificuldade era referida como principal obstáculo por cerca de 13 por cento dos empresários no terceiro trimestre de 1999 (14 por cento no período homólogo). No sector do comércio, as dificuldades em contratar pessoal qualificado eram apontadas como um dos principais factores limitativos da actividade por cerca de 8 por cento das empresas no terceiro trimestre, uma percentagem menos significativa mas que registou um aumento face ao mesmo período do ano anterior (6 por cento do total).

O número de desempregados reduziu-se em 8.4 por cento no terceiro trimestre de 1999, face ao mesmo período de 1998 (diminuição de 10.3 por cento no primeiro semestre de 1999). Registou-se uma redução quer dos desempregados à procura de novo emprego (7.3 por cento) quer dos desempregados à procura de novo emprego (13.6 por cento). No terceiro trimestre de 1999, o desemprego de longa duração voltou a diminuir em proporção do desemprego total, situando-se em 37.0 por cento (38.2 por cento na primeira metade de 1999). A informação do Instituto do Emprego e Formação Profissional sugere que a redução do desemprego deverá ter continuado no último trimestre do ano. Neste período, o número de desempregados registados diminuiu 12.0 por cento (redução de 12.1 por cento no terceiro trimestre do ano). Refira-se, ainda, que as expectativas dos consumidores relativamente ao desemprego nos próximos doze meses mantiveram uma trajectória decrescente na segunda metade do ano, de acordo com os Inquéritos de Conjuntura da Comissão Europeia (gráfico 4.1).

O aumento do emprego teve correspondência numa redução da população desempregada, mas também num aumento da taxa de actividade, particularmente acentuado no terceiro trimestre. Considerando apenas os indivíduos com idades com-

Gráfico 4.1
**EXPECTATIVAS DE DESEMPREGO NOS
 PRÓXIMOS DOZE MESES**



Fonte: Comissão Europeia.

preendidas entre os 15 e os 64 anos a taxa de actividade situou-se em 70.6 por cento, aumentando 0.7 p.p. em relação ao período homólogo de 1998. A evolução observada indicia que as condições do mercado de trabalho estarão a induzir a participação de indivíduos que, em circunstâncias normais, se manteriam provavelmente afastados desse mercado.

No terceiro trimestre de 1999, o emprego total aumentou 2.0 por cento, em termos homólogos (1.8 por cento no primeiro semestre), o que excedeu o valor implícito na previsão apresentada no BE de Setembro. Conforme já referido, registou-se

um aumento significativo da participação no mercado de trabalho neste trimestre.

O aumento do emprego total, medido pelo número de indivíduos empregados, é mais intenso do que variação do Índice de Volume de Trabalho⁽²³⁾ que aumentou somente 0.7 por cento, nos primeiros três trimestres de 1999 (quadro 4.1). Esta evolução traduz uma redução da duração média do horário de trabalho, que deverá estar associada à legislação que estabeleceu a redução dos horários de trabalho superiores a 40 horas semanais. Tal como observado nos dois anos anteriores, verificou-se uma diminuição acentuada da proporção de empregados cuja duração habitual do trabalho excede as 41 horas semanais, nos primeiros três trimestres de 1999.

Para o aumento do emprego no terceiro trimestre de 1999 contribuiu, novamente, o crescimento do emprego por conta de outrem, com 3.4 por cento (3.6 por cento no primeiro semestre). Pelo contrário, o emprego por conta própria voltou a reduzir-se, em 1.4 por cento (diminuição de 2.4 por cento no primeiro semestre), o que resultou da diminuição do número de trabalhadores por conta própria sem pessoal ao serviço.

A decomposição da variação do emprego por conta de outrem por tipo de contrato de trabalho mostra que o número de trabalhadores com vínculos contratuais permanentes terá observado um

(23) Ver nota anterior.

Quadro 4.1

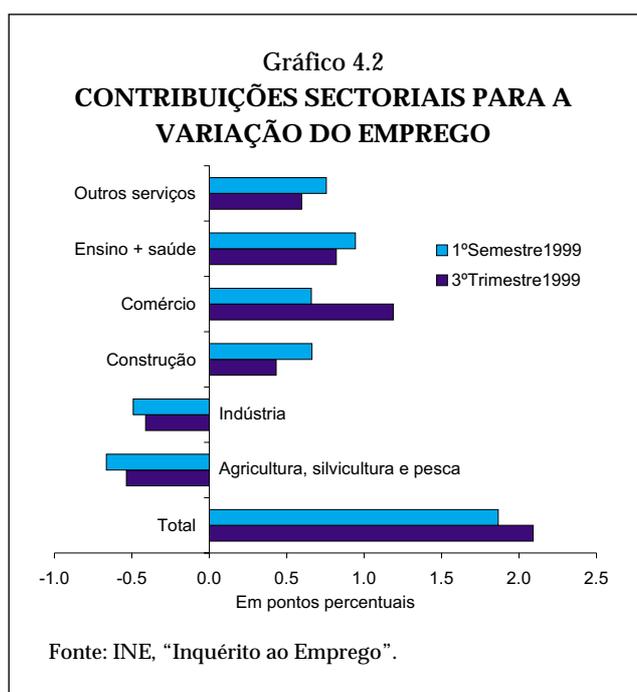
EMPREGO TOTAL POR SECTORES

Taxas de variação homóloga

	Em milhares				Índice de volume de trabalho ^(a)			
	1999				1999			
	1ºT	2ºT	3ºT	Acumulado	1ºT	2ºT	3ºT	Acumulado
Agricultura, silvicultura e pesca	-4.3	-6.4	-4.4	-5.0	-6.1	-10.1	-9.3	-8.5
Indústria, construção, energia e água	1.8	-0.9	0.1	0.3	0.7	-0.3	-0.3	0.0
Serviços	4.4	5.0	5.2	4.8	3.3	3.2	4.1	3.6
Total	2.3	1.3	2.0	1.9	1.2	0.2	0.7	0.7

Nota:

(a) O índice de volume de trabalho é um indicador da evolução do emprego transformado no equivalente em tempo completo traduzido na duração habitual padrão. É determinado tendo em conta o número de efectivos normalizado a esta duração habitual padrão do respectivo sector de actividade.



aumento de 1.4 por cento no terceiro trimestre de 1999 (1.8 por cento no primeiro semestre). No mesmo período, o número de trabalhadores com contratos a termo registou um aumento de 12.1 por cento (10.7 por cento na primeira metade do ano). Os trabalhadores com contratos de prestação de serviços (vulgo recibos verdes) e os trabalhadores com vínculos de natureza sazonal ou ocasional continuaram igualmente com crescimentos significativos, 16.3 e 12.4 por cento por cento, respectivamente (22.9 e 15.8 por cento no primeiro semestre).

A decomposição sectorial do emprego evidencia que se manteve, no terceiro trimestre de 1999, o forte ritmo de criação do emprego nos serviços e na construção (5.1 e 3.9 por cento, respectivamente), a par da queda do emprego na agricultura, silvicultura e pesca e na indústria transformadora (diminuições de 4.1 e 1.6 por cento, respectivamente). Neste período, destaca-se a contribuição dada pelo sector dos serviços para a variação do emprego total, em particular, pelo sector do comércio por grosso e a retalho (gráfico 4.2).

A forte sensibilidade dos salários reais ao nível de desemprego — um factor característico do mercado de trabalho português — justifica que o aumento dos salários nominais efectivamente pagos ao sector privado em 1999 tenha excedido, tal como em 1998, as remunerações salariais implícitas na contratação colectiva. De acordo com as convenções colectivas de trabalho entradas para

depósito em 1999, as remunerações médias implícitas na regulamentação colectiva para o sector privado abrangendo 1236.7 mil trabalhadores (1348.7 mil em 1998), observaram um crescimento nominal de 3.4 por cento o que representa uma aceleração em relação ao ano anterior (3.1 por cento). As estimativas do Banco de Portugal divulgadas no BE de Setembro de 1999 apontam para um crescimento das remunerações por trabalhador no sector privado superior aos salários contratados em cerca de 2 p.p., ou seja, um crescimento de 5.4 por cento (5.1 por cento em 1998).

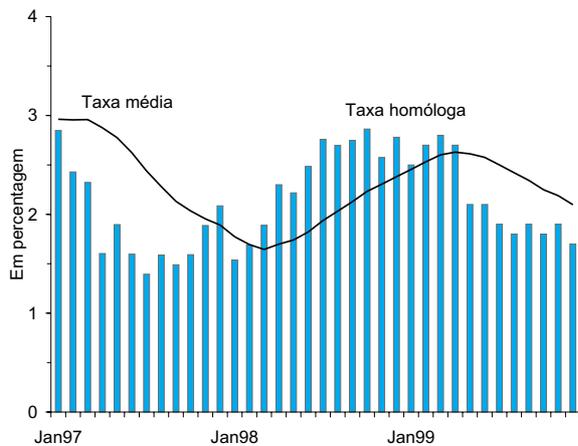
5. INFLAÇÃO

A taxa de inflação em Portugal permaneceu estável no quarto trimestre de 1999, depois de ter registado uma descida acentuada nos dois trimestres anteriores. A diminuição da taxa de inflação em 1999 é essencialmente explicada pela correcção dos aumentos excessivos de preços que se verificaram em 1998 e que estiveram associados a factores de natureza transitória, já que não se verificou uma alteração significativa dos principais determinantes de inflação. Em 1999, as condições económicas internas continuaram a ser caracterizadas por alguma tensão no mercado de trabalho e por um elevado ritmo de crescimento da procura interna, enquanto que o contributo do deflator das importações para a inflação, em termos médios anuais, não deverá ter sido muito diferente do verificado no ano anterior.

Os efeitos da depreciação da taxa de câmbio do escudo associada à sua convergência para as paridades centrais durante o período de transição para o euro, o excessivo aumento dos preços de alguns bens alimentares e os efeitos da Expo-98 sobre os preços de alguns serviços tinham contribuído significativamente para o aumento da inflação em 1998. Desta forma, o esgotamento destes efeitos permitia antever uma redução da taxa de inflação em 1999, a qual veio a ser confirmada no segundo e terceiro trimestres de 1999.

No último trimestre de 1999, a taxa de variação homóloga do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) situou-se em 1.8 por cento, depois dos valores de 2.7, 2.3 e 1.9 por cento observados nos três primeiros trimestres do ano. Atendendo ao perfil de aceleração dos preços ao longo de 1998, a diminuição da taxa de inflação média

Gráfico 5.1
**ÍNDICE HARMONIZADO DE
 PREÇOS NO CONSUMIDOR**



Fonte: Eurostat, INE e Banco de Portugal.

Nota: Os valores do IHPC de 1997 foram corrigidos de acordo com o indicado na caixa do *Relatório Anual* de 1998: "Alterações no IHPC: estimativas de revisão dos valores de inflação para 1998".

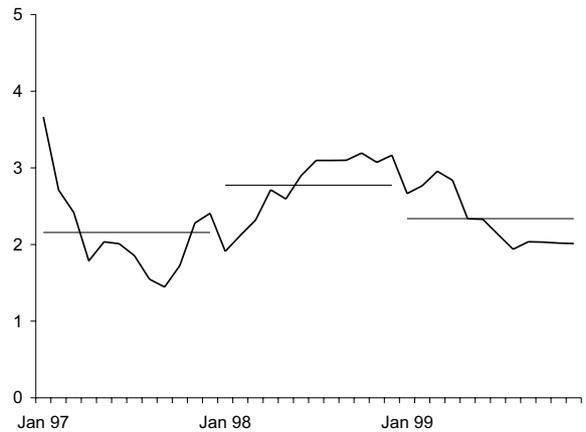
foi menos pronunciada (gráfico 5.1). Com efeito, em 1999, a taxa de inflação média situou-se em 2.2 por cento, o que compara com 2.4⁽²⁴⁾ por cento em 1998.

A evolução da medida de tendência de inflação, média aparada a 10 por cento, confirma que uma parte significativa da redução da inflação em 1999 será explicada pela correcção do comportamento anómalo de alguns preços em 1998 (gráfico 5.2). Com efeito, enquanto que o Índice de Preços no Consumidor (IPC) registou uma desaceleração de 0.5 pontos percentuais (de 2.8 por cento em 1998 para 2.3 por cento em 1999), a média aparada reduziu-se em apenas 0.2 pontos percentuais (de 2.3 para 2.1 por cento)

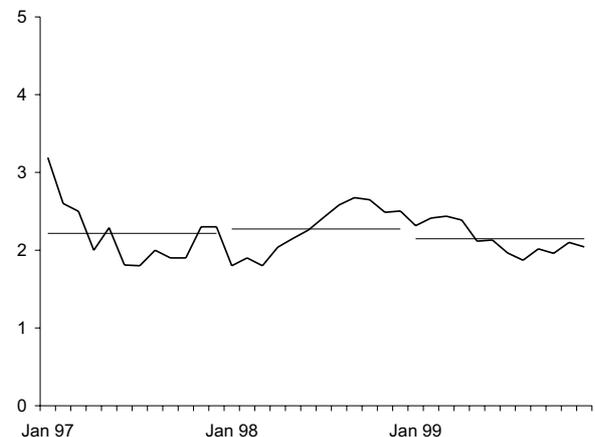
Relativamente aos factores externos que condicionam a evolução dos preços, refira-se que o deflador das importações terá invertido a trajectória marcadamente descendente que tinha registado até ao primeiro trimestre de 1999. De acordo com a informação da Direcção-Geral das Relações Internacionais, os preços em escudos das importações de mercadorias registaram uma variação ho-

(24) Os valores referentes a 1998 estão corrigido de acordo com o indicado na caixa do *Relatório Anual* de 1998: "Alterações no IHPC: estimativa de revisão dos valores de inflação para 1998".

Gráfico 5.2
IPC OBSERVADO



MÉDIA APARADA A 10 POR CENTO



Fonte: INE e Banco de Portugal.

móloga de -4.4 por cento no conjunto do primeiro semestre de 1999, após uma redução de 6.3 por cento no primeiro trimestre de 1999. Esta menor queda terá sido bastante influenciada pela evolução dos preços de importação de combustíveis (de -23.9 por cento no primeiro trimestre para -10 por cento no primeiro semestre) e, em menor escala, dos preços de importação de produtos intermédios (de -10.5 para -8.9 por cento). Considerando o deflador das importações de bens de consumo, o seu crescimento homólogo terá passado de -1.7 por cento no primeiro trimestre para -0.5 no primeiro semestre. Num contexto de apreciação do dólar, de subida do preço do petróleo e de maior crescimento da economia mundial, continua-se a projectar uma aceleração dos preços de importa-

ção para a segunda metade de 1999. Com efeito, em termos médios anuais, espera-se que o deflator das importações registre uma variação próxima de zero em 1999.

No entanto, apesar da evolução intra-anual bastante marcada, o contributo do deflator das importações para o crescimento dos preços no consumidor em 1999 não terá sido muito diferente do verificado em 1998. Por um lado, uma parte significativa dessa aceleração é explicada pela evolução dos preços de importação dos energéticos, cujo impacto directo no IPC tem sido neutralizado, e pelo comportamento dos preços dos bens intermédios, os quais não têm um impacto directo nos preços no consumidor. No mesmo sentido, os efeitos na taxa de inflação de 1999 terão sido atenuados, tanto pelo perfil descendente dos preços de importação observado até ao primeiro trimestre de 1999, como pela existência de defasamentos na transmissão das flutuações dos preços de importação para os preços no consumidor. Neste contexto, os efeitos na inflação decorrentes do comportamento dos preços de importação ao longo de 1999 deverão ocorrer sobretudo em 2000.

No que respeita aos factores internos que condicionam a evolução dos preços, refira-se a persistência de alguma tensão no mercado de trabalho, documentada na secção anterior, a qual se tem traduzido na manutenção de uma elevada taxa de crescimento dos salários. Esta situação não terá permitido uma desaceleração mais acentuada dos preços no sector dos serviços e, por outro lado, terá exercido pressões para a diminuição das margens de lucro ou para a deterioração da competitividade-preço nos sectores mais expostos à concorrência externa. No mesmo sentido, refira-se o forte crescimento da procura final, em particular do consumo privado, embora os seus efeitos se continuem sobretudo a reflectir no agravamento do défice da balança comercial devido ao elevado grau de abertura da economia portuguesa. Refira-se, no entanto, que os efeitos destas condições internas terão sido atenuados pela descida dos preços em alguns serviços que estão num processo de acelerada desregulamentação, com especial destaque para o sector das telecomunicações.

Por componentes do IHPC, o maior contributo para a diminuição da taxa de inflação foi dado pelos preços dos bens, cuja taxa homóloga desceu de 2.6 por cento em Dezembro de 1998 para 1.0 por

cento em Dezembro de 1999 (gráfico 5.3). Esta evolução foi fortemente marcada pelo comportamento dos preços dos bens alimentares, que desaceleraram, no mesmo período, de 4.5 para 0.9 por cento, devido essencialmente à sua componente não processada. Com efeito, o crescimento homólogo dos preços dos bens alimentares não processados diminuiu 6.0 p. p. (de 6.0 para 0.0 por cento) enquanto que para os bens alimentares processados essa redução foi de apenas 1.1 p. p. (de 2.9 para 1.8 por cento).

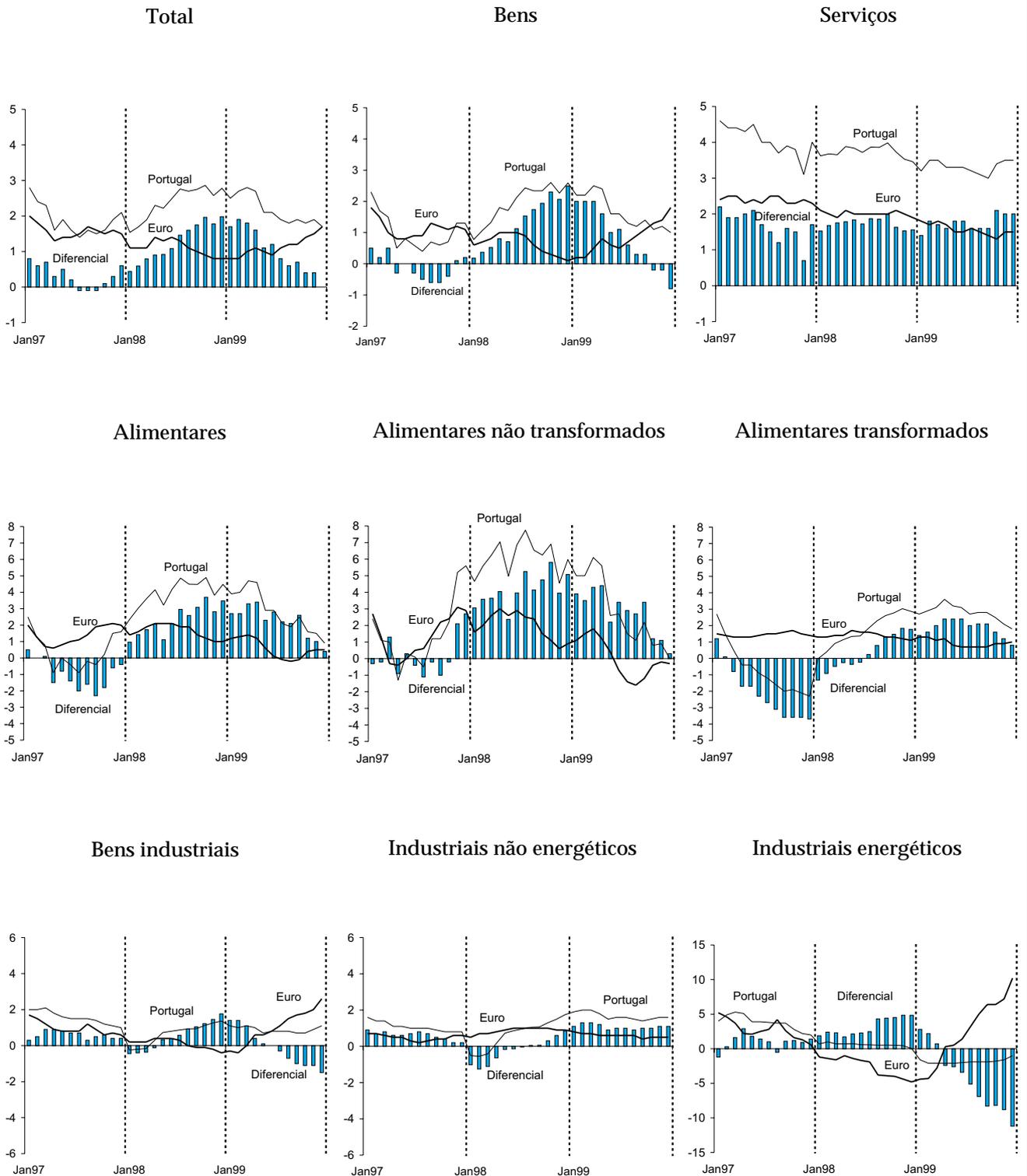
Em relação aos preços dos bens industriais, a sua desaceleração (de 1.4 por cento no final de 1998 para 1.1 por cento em Dezembro de 1999) foi decisivamente influenciada pela evolução dos preços dos bens energéticos, cuja diminuição esteve associada à descida dos preços da electricidade em Janeiro de 1999. O crescimento dos preços dos bens industriais não energéticos, por seu lado, permaneceu relativamente estável em valores compreendidos entre 1.5 e 2.0 por cento.

No que diz respeito aos preços dos serviços, o seu crescimento estabilizou num nível elevado. O crescimento homólogo destes preços situou-se em 3.5 por cento em Dezembro de 1999 (o mesmo valor de Dezembro de 1998). Em termos de perfil intra-anual, refira-se a desaceleração dos preços dos serviços ocorrida durante o Verão, com a respectiva taxa de variação homóloga a atingir um mínimo de 3 por cento em Setembro. Esta descida, no entanto, terá estado relacionada com o excessivo crescimento dos preços dos serviços no período homólogo do ano anterior devido à realização da Expo-98 (máximo de 4 por cento em Setembro de 1998), e, deste modo, assumiu um carácter temporário.

Contrariamente ao verificado em Portugal, a taxa de inflação para o conjunto de países da área do euro registou um aumento na segunda metade de 1999 (ver secção 2 — Enquadramento externo). A taxa de variação homóloga do IHPC passou de 0.8 por cento em Dezembro de 1998 para 1.7 por cento em Dezembro de 1999. Desta forma, o diferencial de inflação entre Portugal e a área do euro diminuiu de 2.0 p. p. em Dezembro de 1998 para 0.0 p. p. no final de 1999.

Para esta diminuição do diferencial de inflação em 2.0 p. p. entre Dezembro de 1998 e Dezembro de 1999, o principal contributo aritmético foi dado pelos bens energéticos, cujo diferencial de cresci-

Gráfico 5.3
ÍNDICE HARMONIZADO DE PREÇOS NO CONSUMIDOR - TOTAL E AGREGADOS
 Taxas de variação homóloga e diferenciais



Fonte: Eurostat, INE e Banco de Portugal.

Nota: Os valores do IHPC de 1997 foram corrigidos de acordo com o indicado na caixa do *Relatório Anual* de 1998: "Alterações no IHPC: estimativas de revisão dos valores de inflação para 1998".

mento de preços passou de 4.8 para -11.2 p. p. (contributo de -1.4 p. p.). Em Portugal, para além da descida das tarifas de electricidade — também verificada noutros países da área do euro — o aumento do preço do petróleo não foi transmitido para os preços no consumidor devido à regulação dos preços dos combustíveis. Em contraste, a subida do preço dos combustíveis terá dado o maior contributo para a aceleração dos preços na área do euro em 1999. Refira-se que, em 1998, se tinha verificado a evolução contrária, com a manutenção do preço dos combustíveis no consumidor, em Portugal, a contribuir para o aumento do diferencial de inflação com a área do euro, num contexto de descida bastante significativa do preço do petróleo nos mercados internacionais.

Um outro contributo importante para a descida do diferencial de inflação foi dado pelos preços dos bens alimentares não processados, os quais tinham registado um excessivo crescimento em Portugal durante 1998. O diferencial de crescimento destes preços passou de 5.1 p. p. em Dezembro de 1998 para 0.3 p. p. em Dezembro de 1999 (contributo de -0.8 p. p.).

No sector dos serviços, o diferencial de inflação permaneceu relativamente estável ao longo de 1999, em níveis compreendidos entre 1.5 e 2 pontos percentuais. A mesma estabilidade foi observada relativamente aos bens industriais não energéticos, onde o diferencial de crescimento de preços se manteve próximo de 1 ponto percentual.

6. BALANÇA DE PAGAMENTOS E POSIÇÃO DE INVESTIMENTO INTERNACIONAL

As necessidades de financiamento da economia portuguesa face ao exterior continuaram a aumentar de forma acentuada em 1999. No período de Janeiro a Outubro de 1999, o défice resultante da soma dos saldos das Balanças Corrente e de Capital aumentou significativamente face ao mesmo período do ano anterior (quadro 6.1). No conjunto do ano, tal como previsto no BE de Setembro, este défice deverá aumentar cerca de 1½ p.p. do PIB face ao registado no ano anterior (4.3 por cento do PIB). O alargamento do diferencial entre investimento e poupança interna voltou a ser determinado, em larga medida, pelo comportamento do sector privado não financeiro, cujas necessidades de financiamento continuaram a aumentar. O défice

agregado das Balanças Corrente e de Capital continuou a ser financiado por entradas de capitais resultantes de aumentos dos passivos externos líquidos das administrações públicas e do sector monetário residente.

No período de Janeiro a Outubro, o aumento do défice da Balança Corrente reflectiu, essencialmente, o comportamento da balança de mercadorias (quadro 6.1). O défice da Balança de Mercadorias⁽²⁵⁾ aumentou 18.5 por cento neste período, uma vez que as importações de mercadorias, apesar de abrandarem face ao ano anterior, continuaram a apresentar um crescimento nominal superior ao das exportações.

O excedente da Balança de Serviços manteve-se praticamente inalterado no período de Janeiro a Outubro de 1999, face ao mesmo período do ano anterior (quadro 6.1). Ao nível das principais componentes, há a realçar a manutenção do excedente de turismo, o aumento do défice de serviços de transporte e a redução do défice de outros serviços fornecidos por empresas. O excedente da rubrica viagens e turismo registou um valor similar ao verificado no mesmo período de 1998. As receitas nominais de turismo cresceram 0.7 por cento, em termos homólogos, até Outubro. Esta evolução corresponde a uma desaceleração face ao elevado crescimento verificado no conjunto do ano anterior (crescimento de 18.4 por cento, resultante da realização da Expo-98) e no primeiro semestre de 1999 (crescimento de 7.3 por cento). As despesas em viagens e turismo efectuadas por residentes no exterior apresentaram uma evolução semelhante (crescimento de 0.3 por cento no período Janeiro-Outubro, que compara com um aumento de 14.9 por cento em 1998 e de 2.1 por cento no primeiro semestre do ano). O défice de serviços de transportes praticamente duplicou face a Janeiro-Outubro de 1998, o que resultou de uma diminuição das exportações deste tipo de serviços no período, principalmente ao nível das passagens aéreas. Por outro lado, as importações de serviços de transportes aumentaram 5.2 por cento no período Janeiro-Outubro de 1999 (aumento de 2.0 por

(25) No apuramento do saldo de mercadorias no período Janeiro-Outubro de 1999, utilizaram-se estimativas provisórias de comércio externo para o mês de Outubro, fornecidas pelo INE. Este saldo será revisto aquando da divulgação dos dados declarados preliminares para o mês de Outubro.

Quadro 6.1

BALANÇA DE PAGAMENTOS – Base Transacções

Em milhões de euros

	1998		1998			1999		
	Janeiro-Dezembro		Janeiro-Outubro			Janeiro-Outubro		
	Saldo	em % PIB	Débito	Crédito	Saldo	Débito	Crédito	Saldo
Balança corrente	-6 462.2	-6.6	39 221.1	34 471.6	-4 749.5	41 105.8	34 625.0	-6 480.7
Mercadorias	-10 975.2	-11.3	28 311.4	19 595.2	-8 716.2	30 149.3	19 817.3	-10 332.0
Serviços	1 417.6	1.5	5 184.1	6 605.3	1 421.2	5 109.8	6 532.4	1 422.5
Transportes	-331.2	-0.3	1 413.4	1 205.4	-208.1	1 487.2	1 077.8	-409.4
Viagens e turismo	2 611.7	2.7	1 793.0	4 115.9	2 322.8	1 799.1	4 144.7	2 345.6
Seguros	-7.7	0.0	71.4	48.4	-23.1	83.4	53.3	-30.1
Direitos de utilização	-224.2	-0.2	223.0	34.0	-189.0	207.3	21.0	-186.2
Outros serviços	-426.5	-0.4	1 473.3	1 132.9	-340.4	1 473.3	1 170.4	-168.5
Operações governamentais	-204.5	-0.2	209.8	68.7	-141.1	193.9	65.0	-128.9
Rendimentos	-526.8	-0.5	4 218.1	3 692.8	-525.3	4 313.9	3 539.7	-774.2
Rendimentos de trabalho	65.2	0.1	74.0	133.2	59.3	94.4	104.4	10.0
Rendimentos de investimento	-592.0	-0.6	4 144.1	3 559.6	-584.5	4 219.5	3 435.3	-784.2
Transferências correntes	3 622.2	3.7	1 507.6	4 578.3	3 070.7	1 532.8	4 735.7	3 202.9
Transferências públicas	763.1	0.8	1 077.6	1 744.8	667.2	1 014.0	1 659.6	645.6
Transferências privadas	2 859.1	2.9	430.0	2 833.5	2 403.5	518.7	3 076.0	2 557.3
Balança de capital	2 289.1	2.4	162.2	1 708.3	1 546.1	171.1	2 146.2	1 975.1
Transferências de capital	2 275.7	2.3	136.9	1 671.2	1 534.2	134.9	2 107.3	1 972.4
Transferências públicas	2 287.5	2.4	16.1	1 553.1	1 537.0	9.2	1 990.4	1 981.2
Transferências privadas	-11.8	0.0	120.8	118.1	-2.7	125.7	117.0	-8.7
Aquisição/cedência de activos não produzidos não financeiros	13.4	0.0	25.2	37.1	11.9	36.2	38.9	2.7
Balança Financeira	5 475.4	5.6	275 331.1	281 014.9	5 683.8	590 761.2	597 617.7	6 856.5
Investimento directo	-1 024.8	-1.1	8 019.6	7 608.8	-410.8	13 293.1	12 242.8	-1 050.3
Investimento de Portugal no exterior	-2 605.4	-2.7	2 039.5	537.2	-1 502.4	4 807.2	3 323.5	-1 483.7
Investimento do exterior em Portugal	1 580.6	1.6	5 980.0	7 071.6	1 091.6	8 485.9	8 919.3	433.4
Investimento de carteira	136.6	0.1	139 434.0	138 940.8	-493.3	144 108.9	149 051.1	4 942.2
Activos	-5 481.6	-5.6	92 019.3	86 897.4	-5 121.8	87 705.4	83 644.0	-4 061.4
Passivos	5 618.2	5.8	47 414.8	52 043.3	4 628.6	56 403.6	65 407.1	9 003.6
Outro investimento	6 741.3	6.9	125 588.7	132 573.3	6 984.6	402 824.6	406 084.6	3 260.0
Activos	-5 270.7	-5.4	79 294.4	73 719.6	-5 574.8	334 182.3	331 577.0	-2 605.3
Passivos	12 012.0	12.3	46 294.3	58 853.7	12 559.4	68 642.3	74 507.6	5 865.3
Derivados financeiros	100.7	0.1	566.3	662.8	96.5	1 047.8	1 088.1	40.3
Activos de reserva	-478.5	-0.5	1 722.4	1 229.2	-493.2	29 486.8	29 151.2	-335.7
Erros e omissões	-1 302.3	-1.3			-2 480.4			-2 350.8
Por memória:								
Balança Corrente + Balança de Capital	-4173.1	-4.3	39383.3	36179.9	-3203.4	41276.8	36771.2	-4505.6

cento no primeiro semestre). Finalmente, refira-se que o défice da rubrica outros serviços fornecidos por empresas, composta principalmente por serviços técnico-profissionais, diminuiu de forma acentuada este ano. Esta redução esteve essencialmente relacionada com o comportamento das importações deste tipo de serviços, que se reduziram 16.3

por cento até Outubro (na primeira metade do ano, a redução tinha sido superior, 23.4 por cento)⁽²⁶⁾.

(26) Note-se que, nos primeiros meses de 1998, as importações deste tipo de serviços apresentaram um forte aumento, associado à preparação da Expo-98.

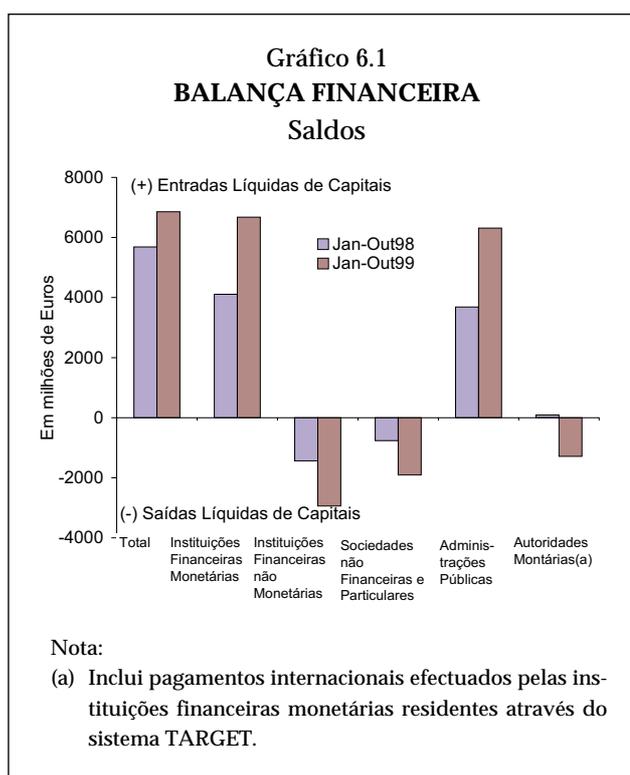
O défice da Balança de Rendimentos, no período de Janeiro a Outubro de 1999, aumentou 47.4 por cento face ao mesmo período do ano anterior (quadro 6.1). Relativamente aos rendimentos de investimento⁽²⁷⁾, evidencia-se o contributo do défice associado a operações de outro investimento (créditos, empréstimos e depósitos) para o aumento do défice total. Tal está associado ao aumento das responsabilidades externas líquidas da economia portuguesa, em especial dos bancos, sob a forma de empréstimos e depósitos. Por sua vez, o saldo de rendimentos de investimento de carteira neste período registou um excedente, que contrasta com um défice ocorrido no mesmo período de 1998.

O excedente de Transferências Correntes cresceu 4.3 por cento, no período Janeiro-Outubro, face ao mesmo período de 1998 (quadro 6.1). As transferências privadas aumentaram 6.4 por cento no período, sendo de realçar o crescimento de 9.0 por cento do saldo de remessas de emigrantes/imigrantes. Por sua vez, as transferências correntes públicas com a União Europeia apresentaram um saldo similar ao verificado em Janeiro-Outubro de 1998.

O saldo da Balança de Capital aumentou 27.7 por cento no período Janeiro-Outubro de 1999, em resultado do maior excedente verificado ao nível das transferências públicas de capital com a União Europeia.

A Balança Financeira apresentou um excedente, nos primeiros dez meses de 1999, superior em 20.6 por cento ao verificado no mesmo período de 1998 (quadro 6.2). Esta entrada de capitais na economia portuguesa voltou a reflectir as operações financeiras com o exterior efectuadas pelas administrações públicas e pelas instituições financeiras monetárias, uma vez que os restantes sectores institucionais residentes estiveram na origem de saídas líquidas de capitais (gráfico 6.1).

(27) A alteração do conceito de Activos de Reserva, decorrente da participação de Portugal na União Económica e Monetária, conduziu a que uma parte da carteira de títulos do Banco de Portugal deixasse de ser considerada como Activos de Reserva para ser considerada como Activos de Investimento de Carteira. Esta reformulação tem também implicações ao nível da decomposição dos rendimentos de investimento, pois os rendimentos destes títulos passaram a ser registados, desde o início de 1999, como rendimentos de Investimento de Carteira, em vez de rendimentos de Outro Investimento.



No período Janeiro-Outubro de 1999, as operações de investimento directo entre Portugal e o exterior apresentaram um défice superior ao do período homólogo (quadro 6.2). Em termos líquidos, o investimento directo de Portugal no exterior apresentou um valor similar ao verificado nos primeiros dez meses de 1998, mas o investimento directo estrangeiro em Portugal diminuiu face a igual período do ano anterior.

As operações de investimento de carteira entre Portugal e o exterior registaram um excedente, nos primeiros dez meses de 1999, que contrasta com o défice verificado no mesmo período de 1998 (quadro 6.2). Ao longo deste ano, verificou-se uma maior procura de títulos nacionais por não residentes, particularmente direccionada para obrigações e outros títulos de dívida de longo prazo. De facto, os não residentes continuaram a investir principalmente em obrigações de dívida pública (cerca de 75 por cento do total investido). Neste período, verificou-se, igualmente, um maior interesse dos não residentes em títulos de dívida emitidos por instituições financeiras monetárias e por sociedades não financeiras. Relativamente ao investimento de carteira de Portugal no exterior, verificou-se um menor investimento em obrigações e outros títulos de dívida de longo prazo. Em particular, as instituições financeiras monetárias, que tradicional-

Quadro 6.2

BALANÇA FINANCEIRA ^(a)

Em milhões de euros

	1998 Janeiro-Outubro			1999 Janeiro-Outubro		
	Variação de passivos	Variação de activos	Variação líquida	Variação de passivos	Variação de activos	Variação líquida
Balança Financeira	17 713.3	-12 029.4	5 683.8	14 254.5	-7 398.0	6 856.5
Investimento Directo	1 091.6	-1 502.4	-410.8	433.4	-1 483.7	-1 050.3
Investimento de Carteira	4 628.6	-5 121.8	-493.3	9 003.6	-4 061.4	4 942.2
Outro Investimento	12 559.4	-5 574.8	6 984.6	5 865.3	-2 605.3	3 260.0
Derivados Financeiros	-566.3	662.8	96.5	-1 047.8	1 087.5	40.3
Activos de Reserva	-	-493.2	-493.2	-	-335.7	-335.7
Por sector institucional residente:						
Administrações Públicas	3 651.0	35.2	3 686.1	6 660.3	-346.8	6 313.5
Investimento de Carteira	3 770.7	-6.7	3 764.0	6 703.9	-340.1	6 363.8
Outro Investimento	-119.8	-0.7	-120.4	-43.5	-6.7	-50.2
Derivados Financeiros	0.0	42.6	42.6	0.0	0.0	0.0
Instituições Financeiras Monetárias	11 144.6	-7 034.7	4 110.0	6 894.2	-218.2	6 676.0
Investimento Directo	98.2	-283.3	-185.2	-696.0	-41.9	-738.0
Investimento de Carteira	21.4	-2 959.9	-2 938.4	1 228.3	-728.5	499.8
Outro Investimento	11 569.7	-4 392.6	7 177.2	7 345.9	-479.8	6 866.2
Derivados Financeiros	-544.7	601.1	56.4	-984.1	1 032.0	47.9
Instituições Financeiras não Monetárias	342.2	-1 781.2	-1 439.0	-123.4	-2 817.5	-2 940.9
Investimento Directo	60.2	-15.7	44.5	-71.6	-40.5	-112.1
Investimento de Carteira	327.9	-1 895.0	-1 567.1	-250.5	-2 834.5	-3 085.0
Outro Investimento	-39.8	122.4	82.6	199.5	57.0	256.5
Derivados Financeiros	-6.0	7.1	1.1	-0.7	0.0	-0.2
Sociedades não Financeiras e Particulares ..	1 906.5	-2 669.6	-763.1	457.3	-2 362.7	-1 905.4
Investimento Directo	933.3	-1 203.4	-270.1	1 201.1	-1 401.3	-200.2
Investimento de Carteira	508.6	-260.2	248.3	1 321.9	-295.4	1 026.5
Outro Investimento	480.3	-1 218.0	-737.8	-2 002.7	-721.5	-2 724.2
Derivados Financeiros	-15.6	12.1	-3.5	-63.0	55.5	-7.5
Autoridades Monetárias	669.0	-579.2	89.8	366.1	-1 652.8	-1 286.8
Investimento de Carteira	-	-	-	-	137.2	137.2
Activos de Reserva	-	-493.2	-493.2	-	-335.7	-335.7
Outro Investimento	669.0	-85.9	583.0	366.1	-1 454.3	-1 088.2

Nota:

(a) Um sinal (+) significa um aumento de passivos externos ou uma diminuição de activos externos, isto é uma entrada de capitais. Um sinal (-) significa uma diminuição de passivos externos ou um aumento de activos externos, isto é uma saída de capitais.

mente aplicavam montantes elevados em obrigações de entidades não residentes, apresentaram um desinvestimento líquido neste segmento. As aplicações líquidas em títulos de participação no capital de entidades não residentes aumentaram no período Janeiro-Outubro, devido, em larga medida, ao maior investimento dos bancos residentes neste tipo de títulos. Este aumento das aplicações em acções por parte de residentes poderá estar relacionado com o melhor comportamento dos principais mercados bolsistas internacionais face ao mercado nacional.

As operações de empréstimos e depósitos, incluídas na rubrica “Outro Investimento”, continuaram a originar, até Outubro, significativas entradas de capitais na economia portuguesa, se bem que muito inferiores às registadas no período homólogo do ano anterior (quadro 6.2). As operações desta natureza efectuadas directamente por instituições financeiras monetárias residentes saldaram-se por uma entrada líquida de capitais em Janeiro-Outubro 1999 próxima da observada em Janeiro-Outubro 1998. Desta forma, as instituições financeiras monetárias continuaram a aumentar os

Quadro 6.3

POSIÇÃO DE INVESTIMENTO INTERNACIONAL - Posições em fim de período

	Em milhões de euros				Em percentagem do PIB		
	1996	1997	1998	Setembro 1999	1996	1997	1998
I. Posição de Investimento Internacional	-5 862.5	-12 546.6	-17 915.8	-24 043.9	-7.0	-14.0	-18.4
Investimento directo^(a)							
Total	-11 093.0	-11 588.3	-10 154.0	-9 273.0	-13.2	-12.9	-10.5
De Portugal no exterior	3 686.2	5 424.7	8 439.3	9 312.4	4.4	6.1	8.7
Do exterior em Portugal	14 779.1	17 013.1	18 593.3	18 585.4	17.7	19.0	19.1
Investimento de Carteira^(b)							
Total	-2 983.7	-14 483.8	-14 320.5	-10 252.8	-3.6	-16.2	-14.7
Activos ^(c)	13 653.0	18 624.3	25 761.0	38 842.6	16.3	20.8	26.5
Passivos	16 636.7	33 108.1	40 081.5	49 095.4	19.9	37.0	41.3
Outro Investimento^{(b) (d)}							
Total	-9 083.8	-5 416.4	-12 205.0	-18 094.3	-10.8	-6.0	-12.6
Activos	32 795.2	47 862.1	51 619.7	55 024.8	39.2	53.4	53.1
Passivos	41 879.0	53 278.5	63 824.7	73 119.2	50.0	59.5	65.7
Derivados Financeiros^(e)	329.1	348.8	248.1	202.6	0.4	0.4	0.3
Activos de Reserva^(b)	16 968.8	18 593.1	18 515.7	13 373.6	20.3	20.8	19.1
<i>Por memória:</i>							
Posição Externa Líquida^(f)	6 397.9	3 219.6	391.3	-11 303.2	7.6	3.6	0.4

Notas:

- (a) Inclui estimativas trimestrais calculadas pelo Banco de Portugal com base na acumulação de fluxos mensais e nos últimos dados anuais obtidos através dos Inquéritos ao Investimento Directo.
- (b) A partir de Janeiro de 1999, apenas são considerados Activos de Reserva os activos das Autoridades Monetárias face a não residentes da área do euro e denominados em moedas de países fora desta área, havendo lugar a uma quebra de série a partir desta data. Os restantes activos das Autoridades Monetárias passaram a ser considerados como activos de Investimento de Carteira ou de Outro Investimento, o que implica que, também, ao nível destas rubricas se verificam quebras de série a partir de Janeiro de 1999.
- (c) Inclui estimativas trimestrais calculadas pelo Banco de Portugal com base na acumulação de fluxos mensais e nos últimos dados anuais obtidos através do Inquérito ao *stock* de títulos estrangeiros na posse de residentes.
- (d) Inclui, em algumas componentes, estimativas trimestrais calculadas pelo Banco de Portugal com base na acumulação de fluxos mensais.
- (e) Valores líquidos.
- (f) Existe um conjunto de disponibilidades e responsabilidades em relação ao exterior que não é considerado na posição externa líquida. Em particular, não se consideram as posições em fim de período resultantes de operações de investimento directo.

seus passivos líquidos face ao exterior ao longo de 1999, para financiar o sector privado não financeiro residente. Esta captação de recursos externos registou, no entanto, alguma recomposição em termos de maturidades. As aplicações em empréstimos e depósitos de curto prazo diminuíram significativamente face ao mesmo período de 1998, apesar de continuarem, ainda, a constituir a maior parte das operações deste tipo efectuadas pelas instituições financeiras monetárias residentes. Adicionalmente, verificou-se, neste período, um aumento acentuado das operações de longo prazo que conduziram a uma entrada de capitais muito

superior à verificada em Janeiro-Outubro de 1998. As operações efectuadas no âmbito do sistema TARGET⁽²⁸⁾ traduziram-se numa saída líquida de capitais no período Janeiro-Outubro, por contraste ao verificado no primeiro semestre de 1999. Finalmente, as operações incluídas na rubrica “Outro Investimento” efectuadas pelas sociedades não financeiras e particulares traduziram-se numa saída

(28) De acordo com indicações do Banco Central Europeu, as operações efectuadas no âmbito do sistema TARGET são registadas na Balança de Pagamentos como variação de Activos das Autoridades Monetárias na rubrica “Outro Investimento”.

líquida de capitais muito superior à verificada no período homólogo de 1998. As suas aplicações líquidas no exterior reduziram-se face a Janeiro-Outubro do ano anterior mas, ao nível dos passivos, registou-se um elevado reembolso líquido de empréstimos de curto e de longo prazo, que contrasta com o recurso a empréstimos externos ocorrido no período homólogo.

O Banco de Portugal procedeu à apresentação de estatísticas de Posição de Investimento Internacional (PII) para a economia portuguesa, pela primeira vez no *Boletim Estatístico* de Dezembro de 1999, em substituição das estatísticas de Posição Externa Líquida⁽²⁹⁾. As estatísticas de PII consistem num balanço do *stock* de todos os activos (disponibilidades) e passivos (responsabilidades) financeiros externos de uma economia, num determinado momento.

De acordo com a informação actualmente disponível e considerando todos os activos e passivos financeiros externos, a economia portuguesa apresentou uma posição devedora líquida, equivalente a 18.4 por cento do PIB no final de 1998 (14.0 por cento do PIB no final de 1997) (quadro 6.3). Utilizando o anterior conceito de posição externa líquida, que não inclui alguns dos activos e passivos externos⁽³⁰⁾, registou-se uma posição credora de 0.4 por cento do PIB no final de 1998 (3.6 por cento do PIB no final de 1997).

Este recurso a financiamento externo da economia portuguesa continuou a aumentar ao longo de 1999, em resultado de um crescimento mais acentuado do investimento do que da poupança interna. No final de Setembro de 1999, a posição devedora líquida, avaliada pela PII, aumentou 34.2 por cento face ao montante registado no final de 1998. Considerando o anterior conceito de posição externa líquida, registou-se igualmente uma posição devedora no fim de Setembro que contrasta com a posição credora no final de 1998. Esta evolução re-

flectiu, essencialmente, o aumento das responsabilidades líquidas sobre o exterior das instituições financeiras monetárias residentes, principalmente sob a forma de aplicações em empréstimos e depósitos. Refira-se, adicionalmente, que o *stock* de títulos detido por não residentes, maioritariamente constituído por obrigações de dívida pública, continuou a aumentar ao longo de 1999.

7. FINANÇAS PÚBLICAS

Comparando com o Orçamento de Estado para 1999, a aprovação do Orçamento Rectificativo, em Dezembro passado, traduziu-se num acréscimo da previsão das receitas fiscais para o conjunto do ano de 377.1 milhões de euros (289.8 no IVA e 87.3 no Imposto Automóvel). Do lado da despesa, fazendo a mesma comparação, os aumentos nas despesas correntes atingem um total de 854.9 milhões de euros, enquanto as despesas de capital apresentam uma redução de 128.7 milhões de euros. Nas despesas correntes é de destacar o acréscimo das transferências correntes para o Serviço Nacional de Saúde (SNS), no montante de 411.0 milhões de euros. Se a execução orçamental vier a confirmar exactamente os valores considerados no Orçamento Rectificativo, tanto da lado da receita como do lado da despesa, o défice do Estado na óptica da contabilidade pública registará um aumento de 349.1 milhões de euros.

Sublinhe-se, em qualquer caso, que o Orçamento Rectificativo se refere apenas ao Estado, não permitindo uma perspectiva global dos desenvolvimentos orçamentais no conjunto das Administrações Públicas. Assim, é possível que, por exemplo, a execução orçamental da Segurança Social e dos Fundos e Serviços Autónomos (excluindo o SNS) seja mais favorável do que o previsto no reporte relativo ao procedimento dos défices excessivos de final de Agosto passado. Por outro lado, pode também acontecer que o aumento da despesa do SNS em termos de caixa (valor relevante na contabilidade pública) já tenha sido considerado nos compromissos de despesa do SNS (valor relevante nas Contas Nacionais) que estão implícitos no referido reporte. Desta forma, o Orçamento Rectificativo pode ou não implicar um agravamento do défice das Administrações Públicas, em Contas Nacionais.

(29) Veja-se Estatísticas de Posição de Investimento Internacional — Nota Introdutória no *Boletim Estatístico* de Dezembro de 1999.

(30) A posição externa líquida não considera um conjunto de disponibilidades e responsabilidades em relação ao exterior. Em particular, não inclui as posições em fim de período resultantes de operações de investimento directo. Adicionalmente, as carteiras de títulos consideradas incluem apenas títulos de dívida de longo prazo e títulos de curto prazo, excluindo, portanto, títulos de participação no capital das empresas. Desta forma, apenas inclui os activos e os passivos em relação ao exterior que vencem juro.

No que respeita à dívida pública, o Orçamento Rectificativo alargou o limite para as regularizações de dívidas do SNS em 688.3 milhões de euros, atingindo agora 1381.7 milhões de euros. Esta alteração traduziu-se, *ceteris paribus*, num acréscimo da dívida pública, no final de 1999, de igual montante. Tendo em conta que a estimativa da dívida pública utilizada na notificação dos défices excessivos de Setembro já era de difícil concretização, parece seguro que as regularizações adicionais de dívidas do SNS determinarão um rácio da dívida superior ao objectivo inicial.

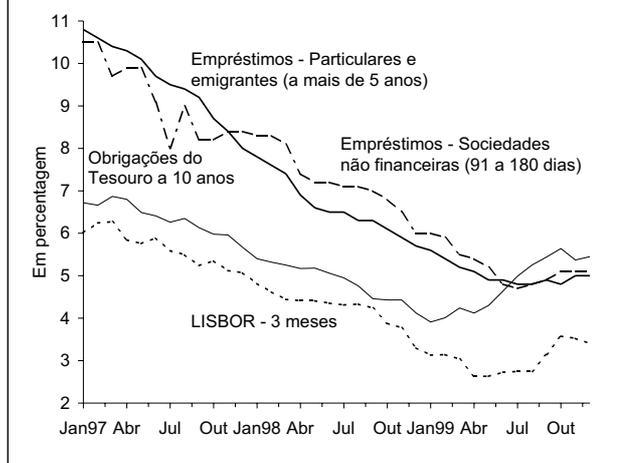
Um dos traços fundamentais da execução orçamental de 1999, tal como nos anos anteriores, é o forte crescimento das receitas fiscais, nomeadamente, dos impostos indirectos. De notar, no entanto, que na parte final do ano se pode observar uma desaceleração da receita de alguns impostos, em particular, do Imposto sobre Produtos Petrolíferos (ISP) e do Imposto Automóvel (IA). O comportamento do ISP decorre, no essencial, da política de fixação de preços dos derivados do petróleo, enquanto a evolução do IA reflecte a redução das vendas de automóveis nos últimos meses do ano. No entanto, o IVA continua a apresentar uma elevada taxa de crescimento (12.5 por cento no período Janeiro-Novembro, relativamente ao período homólogo de 1998).

O financiamento das Administrações Públicas nos primeiros onze meses de 1999 situou-se em 1400.5 milhões de euros, que compara com -396.0 milhões de euros verificado no mesmo período do ano anterior. Esta diferença é essencialmente explicada pela diminuição dos montantes de receitas de privatizações e pelo aumento das regularizações de dívidas pelo Tesouro, em 1999, relativamente a 1998.

8. TAXAS DE JURO E CRÉDITO

As taxas de juro dos mercados monetário e de capitais, durante o ano de 1999, inverteram o movimento de descida que apresentaram em Portugal nos últimos anos. Essa inversão verificou-se inicialmente nas taxas para prazos longos, estendendo-se posteriormente também às taxas para prazos mais curtos. A evolução das taxas de mercado reflectiu-se nas taxas activas e passivas da banca que, a partir do terceiro trimestre do ano, interromperam — e em alguns casos inverteram — a

Gráfico 8.1
TAXAS DE JURO DO MERCADO, DO MERCADO DE CAPITAIS E DO CRÉDITO BANCÁRIO

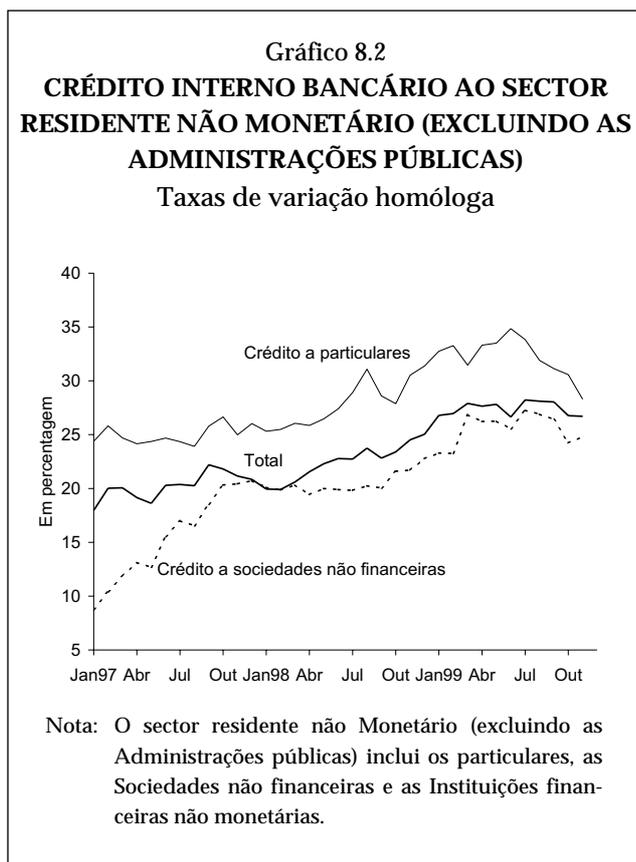


tendência de descida que as caracterizou ao longo dos anos 90. A relativa estabilização verificada no último trimestre do ano ocorreu já num patamar ligeiramente superior ao verificado nos segundo e terceiro trimestres do ano.

A taxa dos novos empréstimos a sociedades não financeiras (de 91 a 180 dias) fixou-se em 5.1 por cento em Dezembro de 1999, o que compara com um mínimo anual de 4.7 por cento, verificado em Julho, e com 6.0 por cento em Dezembro de 1998 (gráfico 8.1). A taxa de juro dos novos empréstimos a particulares a mais de cinco anos fixou-se em 5.0 por cento, nível superior em 0.2 p.p. ao mínimo do ano (mas ainda 0.7 p.p. inferior ao verificado em Dezembro de 1998).

O crédito interno bancário ao sector residente não monetário (excepto SPA) registou um crescimento muito elevado ao longo de 1999, (gráfico 8.2), que atingiu o máximo em Julho (28.2 por cento). Assinale-se, no entanto, que no segundo semestre se verificou uma desaceleração do crédito, quer a sociedades não financeiras, quer, sobretudo, a particulares. Em Dezembro, estes agregados apresentaram variações homólogas de 24.1 e 27.9 por cento, respectivamente (o que compara com máximos anuais de 27.3 e 34.9 por cento).

A subida acentuada do endividamento não implicou nos últimos anos aumentos significativos na taxa de esforço dos particulares (definida como o rácio entre os encargos com o serviço de dívida e o rendimento disponível)⁽³¹⁾. De facto, estima-se que o grau de esforço dos particulares tenha pas-



sado de 20.0 por cento do rendimento disponível em 1996 para 21.5 por cento em 1998. Esta relativa estabilidade foi possível porque as taxas de juro registaram fortes descidas. No entanto, dada a trajectória recente das taxas de juro, é de prever que possa ocorrer um aumento da taxa de esforço. Efectivamente, supondo invariante a estrutura de maturidades do crédito ao sector privado, a taxa de esforço deverá ter aumentado cerca de 2 p.p. em 1999, reflectindo a expansão do *stock* de crédito bancário aos particulares.

9. CONCLUSÃO

Em 1999 verificou-se um abrandamento da actividade económica, generalizado a todas as componentes da procura global — consumo privado, consumo público, investimento, exportações de bens e exportações de serviços. Destaque-se, em particular, a desaceleração da FBCF em equipamento e material de transporte assim como, na

parte final do ano, do consumo de bens duradouros, que constituem as componentes de maior conteúdo importado.

Apesar de, em 1999, se ter verificado um perfil intra-anual pouco marcado do crescimento do produto, registou-se, ao longo do ano, uma alteração qualitativamente importante da sua composição. A procura interna apresentou uma desaceleração no segundo semestre do ano. Em contrapartida, e em consonância com a recuperação da actividade económica na área do euro, registou-se uma recuperação das exportações de mercadorias.

Esta alteração do padrão de crescimento do produto — em que as exportações substituem o consumo privado como o motor da economia — constitui uma evolução desejável da economia portuguesa e é uma condição indispensável para a redução progressiva do défice externo e, consequentemente, do endividamento da economia. Com efeito, dado o crescimento actual (e as perspectivas de evolução futura) da procura externa, torna-se necessário que a procura interna apresente um crescimento mais moderado do que no passado recente, para que se verifique uma diminuição do défice externo.

O período de transição para um novo regime, associado à participação na área do euro, traduziu-se em expectativas mais favoráveis em relação aos rendimentos futuros e, simultaneamente, numa redução significativa da inflação e de uma aproximação das taxas de juro para os níveis mais baixos dos países que, desde 1 de Janeiro de 1999, constituem a área do euro. Estes factores contribuíram para um crescimento muito acentuado do consumo e do investimento, tendo-se registado um ajustamento para níveis mais elevados do que no passado das despesas das famílias, em particular em bens duradouros e em aquisição de habitação, e do investimento das empresas. Na sequência deste período de ajustamento, registar-se-á naturalmente um abrandamento destas componentes da despesa e, em resultado, da procura interna.

A política orçamental deverá constituir um factor adicional de abrandamento da procura interna. De acordo com os objectivos assumidos pelo Governo Português no Programa de Estabilidade e Crescimento, o consumo público deverá apresentar um crescimento menos acentuado em 2000 do que num passado recente, tanto em termos nominais como em termos reais, contribuindo desta for-

(31) Ver BE de Junho de 1999 para pormenores metodológicos e evidência empírica mais detalhada.

ma para o desenvolvimento de um padrão de crescimento mais equilibrado.

Em resultado da previsível desaceleração da procura interna, as possibilidades de crescimento da economia portuguesa, pelo menos num futuro próximo, serão determinadas, de uma forma decisiva, pelo comportamento do sector exportador. Neste contexto, merece uma reflexão particular o comportamento das exportações portuguesas num passado recente. De acordo com informação preliminar (e, por isso, sujeita a revisões) em 1998 e 1999 as exportações portuguesas de mercadorias apresentaram um crescimento em volume que, para o conjunto dos dois anos, se situou abaixo da evolução da procura externa dirigida às exportações portuguesas. Esta evolução contrasta com um ganho quase sistemático de quotas de mercado que se verificou no período de pós-adesão à Comunidade Económica Europeia.

Para a maioria dos países da área do euro existe alguma evidência empírica de perda de competitividade das exportações nos últimos dois anos, resultante em particular de fortes desvalorizações das moedas dos países do sudeste asiático. Desta forma, parte da perda de quotas das exportações portuguesas, de magnitude difícil de quantificar com a informação disponível, ter-se-á ficado a dever a este fenómeno. Contudo, é provável que factores específicos da economia portuguesa, conjunturais ou de natureza mais estrutural, tenham também contribuído para aquele resultado. No que respeita a factores estruturais, refira-se a aparente

perda de capacidade de atracção de projectos de investimento directo estrangeiro destinados à exportação. Entre os factores conjunturais, em resultado do dinamismo da procura interna numa situação próxima do pleno emprego, refira-se o eventual desvio para o mercado doméstico, de produção que, noutras circunstâncias, seria dirigida para exportação. Por outro lado, um segundo factor conjuntural é a deterioração, nos últimos anos, do indicador de margem de lucro unitário no sector exportador.

Neste contexto, torna-se essencial quer a continuação do processo de consolidação orçamental, que ajude a moderar o dinamismo da procura interna, quer uma evolução menos desfavorável dos custos de trabalho por unidade produzida. A moderação salarial aparece, assim, como um elemento fundamental no estabelecimento de um padrão de crescimento económico em que as exportações substituem a procura interna e, em particular, o consumo como a principal força de crescimento. Se não se verificar moderação salarial, a capacidade competitiva das empresas portuguesas será posta em causa e, em resultado, a prazo o crescimento económico e o nível de emprego serão inferiores.

Acabado de redigir com informação disponível até 19 de Janeiro de 2000, excepto para o Índice Harmonizado de Preços no Consumidor para a área do euro.

AVALIAÇÃO DE INDICADORES DE TENDÊNCIA DA INFLAÇÃO*

*Carlos Robalo Marques****Pedro Duarte Neves****Luís Morais Sarmento***

1. INTRODUÇÃO

Este estudo tem como principal objectivo desenvolver um conjunto de propriedades que, através de testes estatísticos apropriados, permitam verificar se um determinado indicador respeita, ou não, um conjunto de condições necessárias para ser considerado uma medida apropriada da tendência de inflação. Na análise da evolução da inflação é importante distinguir entre variações permanentes e variações transitórias no nível de preços. A evolução do Índice de Preços no Consumidor (IPC) é afectada por um conjunto de factores de natureza errática ou transitória e que, por isso, não traduzem alterações fundamentais do comportamento dos determinantes da inflação e, desta forma, da tendência de evolução dos preços. Refira-se, a título ilustrativo, o comportamento extremamente volátil de alguns bens alimentares, em particular os não processados, o caso de bens e serviços em que a variação de preço está concentrada num único período, e não num processo contínuo ao longo do ano, ou mesmo em situações em que se verifica um ajustamento significativo no nível de preços de um determinado bem. Em qualquer uma destas situações torna-se relativamente difícil identificar a tendência geral de evolução dos preços, dado o “ruído” criado por este tipo de perturbações pontuais e temporárias na evolução da inflação.

A condução da política monetária não deverá ser afectada por perturbações de natureza transitória na evolução dos preços. Dado os desfasamentos do mecanismo de transmissão de política monetária, de dimensão variável e incerta, torna-se indispensável a identificação apropriada da tendência geral de preços no presente. Existe, por isso, um conjunto relativamente vasto de indicadores de tendência de inflação que tem sido utilizado pelos Bancos Centrais, com o objectivo de identificar a componente “permanente” da inflação, eliminando as flutuações irregulares dos preços. Refira-se, por exemplo, os estudos recentes de Cecchetti (1997), Coimbra e Neves (1997), Laflèche (1997), Bakhshi e Yates (1999), Álvarez e Matea (1999) e Wynne (1999). Apesar da importância que este tipo de indicadores tem na análise da evolução corrente dos preços, não existe contudo um consenso sobre as suas propriedades desejáveis.

Este estudo está organizado da seguinte forma⁽¹⁾. Na secção 2 apresentam-se os indicadores de tendência de inflação mais utilizados pela generalidade dos Bancos Centrais e, em particular, pelo Banco de Portugal. Na secção 3 são propostos critérios de avaliação destes indicadores. Na secção 4 procede-se à avaliação dos diferentes indicadores de tendência de inflação, recorrendo aos critérios

* 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) Este texto constitui uma versão reduzida de Marques, Neves e Sarmento (1999), “*Evaluating Core Inflation Indicators*”, a publicar na série de *Working Papers* do Banco de Portugal. O leitor poderá encontrar nesse texto uma descrição mais exaustiva dos procedimentos técnicos utilizados.

propostos. Finalmente, na secção 5 são apresentadas as principais conclusões deste estudo.

2. INDICADORES DE TENDÊNCIA DE INFLAÇÃO MAIS UTILIZADOS

Existe um conjunto relativamente vasto de técnicas estatísticas para a obtenção de indicadores de tendência de inflação. Wynne (1999) e Álvarez e Matea (1999) constituem duas sínteses relativamente actualizadas das principais técnicas utilizadas. Em termos gerais, existem duas famílias de procedimentos alternativos. Num primeiro caso, pode-se explorar a distribuição seccional das variações homólogas de preços. Existe um conjunto vasto de indicadores assim obtidos, podendo-se referir em particular a “inflação subjacente” e os estimadores de “influência limitada”, como a média aparada e a mediana ponderada. Um segundo conjunto de indicadores de tendência de inflação é obtido através da exploração das características da evolução temporal do índice de preços. Podem referir-se, a título ilustrativo, técnicas de identificação das componentes tendência, sazonal e errática (através de aplicação de processos relativamente automáticos como o X11-ARIMA ou o TRAMO/SEATS), métodos baseados nos filtros de Hodrick-Prescott e de Kalman - Bryan e Cecchetti (1993) e Cecchetti (1997), constituem um exemplo deste último tipo de aplicação — ou métodos baseados na estimação de VAR's estruturais, na linha do proposto por Quah and Vahey (1995) e aplicado para Portugal por Dias e Pinheiro (1995)⁽²⁾.

Os Bancos Centrais têm utilizado um conjunto relativamente vasto de indicadores de tendência de inflação que se podem classificar como pertencentes à primeira família acima descrita. Esta secção descreve, de uma forma sucinta, os indicadores mais referidos nas análises dos Bancos Centrais.

O indicador porventura mais utilizado é tradicionalmente designado como “inflação subjacente”. Corresponde à variação de preços que se obtém quando se excluem as classes de bens que apresentam um comportamento mais volátil, *i.e.* bens alimentares não processados e produtos ener-

géticos. A maior volatilidade destes bens reflecte factores bem conhecidos: a baixa elasticidade procura-preço da generalidade dos bens alimentares não processados conduz a que alterações das condições da oferta, determinadas muitas vezes por factores climatéricos, se repercutam, de uma forma praticamente integral, em alterações de preço; as grandes oscilações do preço do petróleo nos mercados internacionais, a que se deverá acrescentar também a própria flutuação do dólar e as alterações na tributação dos produtos petrolíferos, explicam a volatilidade dos preços dos produtos energéticos.

Bryan e Cecchetti (1994) propuseram a utilização de estimadores de “influência limitada” — como a média aparada e a mediana ponderada, por oposição à média ponderada — como forma de obter uma medida de localização central da variação de preços. Este tipo de indicadores é obtido após a exclusão das variações de preços extremas, tanto no que se refere às subidas como às descidas. A justificação estatística⁽³⁾ para a utilização deste tipo de medidas resulta da evidência empírica de que as distribuições seccionais de preços são fortemente leptocúrticas (isto é, de abas mais pesadas do que a distribuição normal). Existe ampla evidência estatística desta característica da distribuição seccional das variações homólogas de preços dos bens e serviços considerados no IPC. Veja-se, por exemplo, Bryan e Cecchetti (1996), Coimbra e Neves (1997), Roger (1997) e Bakhshi e Yates (1999), para os casos dos EUA, Portugal, Nova Zelândia e Reino Unido, respectivamente.

Nestas circunstâncias, a média da amostra deixa de possuir as propriedades estatísticas desejáveis essencialmente por ser muito sensível a observações extremas. Em particular, quanto mais leptocúrtica for a distribuição, mais sensível se torna a média da amostra a observações extremas, e, em princípio, maior deverá ser a percentagem de observações excluídas no cálculo da média aparada.

Na sequência da sugestão de Bryan e Cecchetti (1994), alguns Bancos Centrais começaram a publicar estimadores de “influência limitada” como in-

(2) Veja-se Gartner e Wehinger (1998) para uma aplicação desta metodologia para alguns países da União Europeia.

(3) Bryan e Cecchetti (1994) apresentam também um conjunto de argumentos de natureza económica, baseados numa aplicação do modelo de Ball e Mankiw (1995) em que são considerados custos de ajustamento de preços. Veja-se, por exemplo, Bakhshi e Yates (1999).

dicadores de tendência da inflação. Refiram-se, por exemplo, os casos do Banco de Inglaterra, do Banco da Austrália e do Banco de Portugal.

O cálculo do indicador média aparada levanta, contudo, algumas questões, como a percentagem de observações a excluir⁽⁴⁾, se essa percentagem deverá, ou não variar ao longo do tempo, se se deverá excluir a mesma percentagem de variações elevadas e baixas⁽⁵⁾. Por outro lado, o cálculo de médias aparadas poderá conduzir à eliminação de informação relevante sobre a variação dos preços de alguns bens e serviços e que, desta forma, poderia dar alguma indicação sobre a evolução futura dos preços.

Uma abordagem alternativa à atribuição de pesos de zero às categorias a excluir e de um às categorias não excluídas, consiste em atribuir pesos variáveis de acordo com o conteúdo informativo de cada uma das componentes do IPC. Diewert (1995) sugere a atribuição de pesos inversamente proporcionais à volatilidade dos preços. Lafèche (1997) e Wynne (1997) aplicam este conceito à evolução dos preços no Canadá e Estados Unidos da América, respectivamente.

3. PROPRIEDADES DESEJÁVEIS DE UM INDICADOR DE TENDÊNCIA DA INFLAÇÃO

Nesta secção introduzem-se e discutem-se as condições desejáveis para que um dado indicador possa ser considerado como uma medida apropriada de tendência da inflação.

Este assunto tem sido tratado na literatura de forma pouco consistente. Por vezes, as potenciais medidas de tendência da inflação são avaliadas por comparação com uma chamada “medida de referência” da inflação, identificando-se o melhor

indicador como sendo aquele que se encontra mais próximo desta “medida de referência”⁽⁶⁾. Coimbra e Neves (1997), por exemplo, apresentam como “medida de referência” da inflação a mediana de variações homólogas do IPC para um horizonte temporal de 19 meses, enquanto que Bryan, Cecchetti e Wiggins II (1997) apresentam uma média móvel centrada de 36 termos e Bakhshi e Yates (1999) uma média móvel centrada de 37 termos.

Esta forma de abordar o problema da selecção de indicadores apresenta claras limitações. Por um lado, a introdução destas “medidas de referência” não é devidamente justificada e, como tal, nada assegura à partida que estas medidas, em relação às quais os outros indicadores são avaliados, sejam uma boa medida de tendência da inflação. Em resultado, se a medida de referência não for a melhor *proxy* para a desconhecida “tendência da inflação”, esta abordagem não garante que se escolha o melhor dos indicadores, pois o indicador que melhor aproxima a medida de referência não é necessariamente o que melhor aproximaria a verdadeira tendência da inflação.

Roger (1997) sugeriu três propriedades que deveriam ser satisfeitas por uma medida de tendência da inflação. Na sua opinião, uma medida ideal da tendência da inflação deverá ser calculável em tempo real (o que exclui, por exemplo, os filtros simétricos como a média móvel centrada ou o filtro de Hodrick-Prescott), deverá ser robusta e não enviesada (pois, caso contrário, poderá fornecer falsos sinais às autoridades económicas) e verificável (por forma a poder ter maior credibilidade). Mais recentemente, Wynne (1999) sugeriu um conjunto de seis condições que deveriam ser usadas para seleccionar uma medida de tendência da inflação. Assim, segundo este autor, uma medida de tendência da inflação deve (1) ser calculável em tempo real, (2) ser *forward-looking* em algum sentido, (3) ter uma experiência positiva de descrição da evolução da inflação no passado, (4) ser compreensível pelo público, (5) ser definitiva no sentido de não se alterarem valores passados quando surgem novas observações e (6) ter uma base teórica, idealmente situada na teoria monetária.

Estas condições merecem dois comentários. Algumas, sendo obviamente importantes, servem apenas para excluir certas medidas à partida, devendo, portanto, ser vistas como requisitos prévios

(4) Ver por exemplo Bryan, Cecchetti e Wiggins II (1997), Bakhshi e Yates (1999) e Andrade e O'Brien (1999).

(5) Roger (1997) sugeriu a utilização de uma média aparada assimétrica, o que traria algumas vantagens em termos de eficiência e robustez do estimador.

(6) Veja-se, por exemplo, Bryan e Cecchetti (1994), Coimbra e Neves (1997) ou Bryan, Cecchetti e Wiggins II (1997). Em geral considera-se como boa a medida de tendência da inflação que minimiza o erro quadrático médio (EQM) calculado relativamente à “medida de referência”, ou seja, $\sum_{t=1}^T (\pi_t - \hat{\pi}_t)^2 / T$ onde π_t representa a medida de tendência, $\hat{\pi}_t$ a “medida de referência” da inflação e T o número de observações.

mínimos (por exemplo, ser calculável em tempo real e definitiva). Outras, sendo importantes para a caracterização das medidas que satisfazem este requisito prévio, aparecem definidas de uma forma vaga, não sendo sugerida a sua forma de implementação empírica (por exemplo, ser uma medida robusta e não enviesada da inflação). Por esta razão, estas condições revelam-se pouco úteis para a caracterização das propriedades dos indicadores eventualmente seleccionados.

A forma de ultrapassar estas dificuldades consiste em estabelecer, *a priori*, um conjunto de condições que devem ser satisfeitas pela medida de tendência da inflação. Obviamente, na discussão que se segue, pressupõe-se que qualquer candidato a medida de tendência da inflação verifica, como pré-requisitos, a condição de ser calculável em tempo real e ser definitiva.

Admitamos que, num dado qualquer período de tempo t , a taxa de inflação, seja π_t , que se pode decompor na soma de duas componentes: uma componente permanente, designada por tendência de inflação, seja π_t^* , e uma outra, u_t , que representa uma componente temporária da inflação no período t . Assim, e por definição, tem-se que, em cada período de tempo t ,

$$\pi_t = \pi_t^* + u_t \quad (1)$$

Na equação (1) admite-se que as perturbações temporárias na taxa de inflação, u_t , são causadas por acontecimentos tais como alterações das condições climáticas, perturbações na procura ou oferta de certos bens, ajustamentos significativos nos preços de alguns bens por razões diferentes daquelas que determinam a evolução geral dos preços, etc. Por definição, postula-se que qualquer realização de u_t tenha média zero e variância finita, pelo que a não estacionaridade, no sentido da presença de uma raiz unitária, está, por definição, excluída.

A simples inspecção de um gráfico para Portugal com a taxa de inflação, medida como a variação homóloga do IPC, permite concluir que esta não é uma variável com média e/ou variância constante (ver gráficos em anexo). Assim, embora no caso geral o problema das propriedades estatísticas da série temporal da taxa de inflação seja uma questão em aberto, no caso português parece

razoável admitir que a taxa de inflação homóloga se comporta como uma variável não estacionária. Mais concretamente, os testes estatísticos não rejeitam a hipótese de se tratar de uma variável integrada de ordem 1⁽⁷⁾. Por esta razão, no que vai seguir-se admitir-se-á que a taxa de inflação π_t é uma variável integrada de ordem 1, isto é I(1).

Sob a hipótese de que a taxa de inflação é uma variável I(1), resulta da equação (1), dadas as hipóteses sobre u_t , que a inflação tendencial, π_t^* , deve ser também uma variável I(1) e, além disso, estar cointegrada com a inflação observada π_t , tal que $z_t = \pi_t - \beta\pi_t^*$, para algum β , é estacionária. Todavia, dada a hipótese de média zero assumida para u_t , deve ter-se $\beta = 1$, isto é, $z_t = \pi_t - \pi_t^*$ deverá ser uma variável estacionária com média nula. Repare-se que se $z_t = \pi_t - \pi_t^*$ não tiver média nula então isso significa que π_t^* não está a captar todo o movimento de natureza sistemática presente em π_t , ou seja, existe uma diferença de nível com carácter sistemático entre π_t e π_t^* . Algo de semelhante sucederá se $\beta \neq 1$. Também neste caso, π_t^* não incluirá todos os movimentos de carácter permanente presentes em π_t , sendo o saldo líquido um andamento sistemático mais rápido (se $\beta < 1$) ou mais lento ($\beta > 1$) de π_t^* relativamente a π_t . A condição de que $z_t = \pi_t - \pi_t^*$ seja uma variável estacionária de média nula constitui assim a primeira condição necessária para um indicador de tendência da inflação. Esta condição foi inicialmente proposta em Freeman (1998).

Vejamos agora como motivar a necessidade de condições adicionais. Em primeiro lugar, a variável π_t^* deverá funcionar como um *attractor* para π_t no sentido de que, no longo prazo, existe uma tendência para que π_t convirja para π_t^* . De facto, se π_t^* não apresentar esta propriedade então a sua interpretação como medida de tendência da inflação não tem muito interesse, pois, não existindo razão para esperar que π_t convirja para π_t^* , de nada adianta saber se num dado período π_t^* está acima ou abaixo de π_t . Todavia, se π_t^* for um *attractor* de π_t poderemos garantir que se num dado momento de tempo π_t estiver acima (abaixo) de π_t^* então existe razão para esperar que π_t tenda a descer (subir) no sentido de convergir para π_t^* . Repare-se que esta condição, que identificaremos como segunda

(7) Veja-se, por exemplo, Sousa (1996).

condição, inclui como caso particular o requisito da existência de causalidade à Granger pois impõe que π_t^* cause à Granger π_t . Neste sentido π_t^* funcionará como uma indicação avançada da evolução da inflação.

Finalmente interessa garantir que a segunda condição não funcione também no sentido oposto, isto é que π_t^* não seja “atraída” pela inflação e adicionalmente que π_t^* não seja “muito” sensível à presença de comportamentos voláteis de π_t num passado recente. A necessidade da primeira parte desta terceira condição é facilmente compreensível. Se π_t^* é ela própria atraída pela taxa de inflação, então será extremamente complicado anteciper o sinal mais provável da variação da taxa de inflação no futuro, pois o facto de, por exemplo, em determinado período de tempo π_t^* estar acima de π_t não oferece garantias de que será π_t a convergir para π_t^* e não o contrário. A segunda parte desta condição destina-se a garantir que a medida de tendência da inflação é pouco sensível à presença de observações anómalas na taxa de inflação e portanto será necessariamente uma medida mais alisada do que a própria taxa de inflação.

Conjugando a segunda condição com a terceira podemos dizer que se num determinado período a inflação estiver acima do indicador de tendência então, em condições normais, existem razões para esperar que a inflação desça no futuro no sentido de convergir para o indicador de tendência.

Os detalhes técnicos da formulação econométrica e dos testes estatísticos para estas três condições podem ser vistos em Marques, Neves e Sarmiento (1999).

4. ILUSTRAÇÃO EMPÍRICA: IPC EM PORTUGAL NO PERÍODO 1993-1998

Nesta secção analisa-se o comportamento de um conjunto de medidas de tendência de inflação, para o período de Julho de 1993 a Novembro de 1999. A escolha de um período temporal relativamente curto resulta, por um lado, pelo facto de o IPC ter sofrido importantes mudanças de base em anos anteriores (em 1976, 1983 e 1991), o que dificulta o trabalho com uma classificação relativamente consistente das classes do IPC para um período mais longo. Por outro lado, verifi-

cou-se em 1992 uma alteração significativa das taxas do IVA, o que dificultaria a análise deste período.

As medidas consideradas neste estudo são as seguintes:

a) Média aparada (MAP10 e MAP25)

A média aparada das variações homólogas do IPC é obtida a partir da eliminação de uma dada percentagem das maiores e menores variações de preços. O Banco de Portugal tem vindo a publicar de uma forma regular a média aparada a 10 por cento⁽⁸⁾, o que corresponde ao cálculo da média de 80 por cento das variações homólogas centrais do IPC. Coimbra e Neves (1997) recomendaram a utilização deste indicador, em detrimento de indicadores alternativos, em resultado de um conjunto de critérios de avaliação diferentes dos propostos neste estudo.

Trata-se de uma média aparada simétrica, no sentido em que se excluiu a mesma percentagem de observações extremas nas abas superior e inferior da distribuição. Neste estudo analisam-se dois tipos de média aparada: a média aparada a 10 por cento (MAP10) e a média aparada a 25 por cento (MAP25).

b) Inflação subjacente (SUB)

A definição de “inflação subjacente” utilizada pelo Banco de Portugal foi originalmente proposta por Nascimento (1990), tendo entretanto sofrido as alterações de classificação estatística decorrentes da alteração dos bens e serviços considerados no IPC. Em termos gerais, este indicador, designado abreviadamente por SUB, é obtido a partir do IPC excluindo os produtos alimentares não transformados e os produtos energéticos.

c) Primeira componente principal (PCP)

Coimbra e Neves (1997) propuseram a utilização da primeira componente principal (PCP) das variações homólogas do IPC como indicador alter-

(8) O Banco de Portugal publicou pela primeira vez a média aparada no *Boletim Económico* de Março de 1997, no artigo “Inflação – perspectivas para 1997 e 1998”.

nativo de tendência de inflação⁽⁹⁾. A evolução deste indicador tem sido referida, de uma forma relativamente regular, no *Boletim Económico* do Banco de Portugal.

A aplicação da técnica de componentes principais pode ser interpretada como uma forma de captar a tendência geral dos preços. Admite-se, desta forma, que a variação de preço de cada componente do IPC reflectirá não só factores específicos mas também o comportamento geral dos preços.

d) Reponderação do IPC com base na volatilidade (IDP)

Na sequência da sugestão de Diewert (1995) e Wynne (1999), calculou-se uma variação de preços em que, em lugar dos pesos habituais do IPC, se considerou uma medida de volatilidade relativa de cada um dos componentes do IPC em relação à variação média do próprio IPC. A fórmula utilizada foi a seguinte:

$$IDP_t = \frac{\sum_{i=1}^N w_{it} P_{i,t}}{\sum_{i=1}^N w_{it} P_{i,t-12}} \text{ com } w_{it} = \frac{1}{\sum_{j=1}^N \frac{\sigma_{it}}{\sigma_{jt}}}$$

onde

$$\sigma_{it} = \sqrt{\frac{\sum_{j=t-m+1}^t [(\pi_{ij} - \pi_j) - (\overline{\pi_{it} - \pi_t})]^2}{m}} \text{ para } i = 1, 2, \dots, N$$

com

$$(\overline{\pi_{it} - \pi_t}) = \sum_{j=t-m+1}^t \frac{(\pi_{ij} - \pi_j)}{m}$$

sendo π_{it} a taxa de variação homóloga dos preços da componente i no período t e π_t a taxa de variação homóloga do próprio IPC no período t .

Os gráficos em anexo apresentam a evolução destas medidas no período em análise, assim como a diferença em relação à variação homóloga do IPC.

Pelas razões apontadas na secção 2 a análise será efectuada sob o pressuposto de que a taxa de

inflação homóloga é uma variável integrada de ordem 1.

Para análise da primeira condição tomou-se como ponto de partida o resultado do teste de raízes unitárias designado na literatura por teste de Dickey-Fuller aumentado (ADF) aplicado à série $(\pi_t - \pi_t^*)$, onde π_t representa a taxa de inflação homóloga e π_t^* o indicador de tendência da inflação. Para justificar este procedimento recorde-se que a primeira condição estipula a existência de cointegração entre π_t e π_t^* com um coeficiente unitário e uma constante nula. Ou seja, na regressão de cointegração

$$\pi_t = \alpha + \beta \pi_t^* + u_t \tag{2}$$

deve ter-se resíduos estacionários, $\beta = 1$ e $\alpha = 0$. Ora a equação anterior pode escrever-se na forma

$$(\pi_t - \pi_t^*) = \alpha + (\beta - 1)\pi_t^* + u_t \tag{3}$$

e portanto é imediato verificar que a variável $(\pi_t - \pi_t^*)$ será estacionária se e só se u_t for uma variável estacionária e $\beta = 1$. No caso da hipótese de uma raiz unitária ser rejeitada para a série $(\pi_t - \pi_t^*)$ isso significa que π_t e π_t^* estão cointegradas e que $\beta = 1$ em (2). Neste caso pode ainda recorrer-se ao teste ADF para avaliar a hipótese $\alpha = 0$ bastando para tal analisar a constante da regressão.

Para testar a segunda e terceira condições torna-se necessário especificar modelos dinâmicos para π_t e π_t^* ⁽¹⁰⁾.

Na Tabela 1 apresentam-se os resultados da análise realizada para os diversos indicadores. Lembra-se, aqui, o conjunto de condições que está a ser testado:

Condição 1: a diferença entre a inflação observada e o indicador de tendência deverá ser uma variável estacionária de média nula;

Condição 2: o indicador de tendência de inflação deverá funcionar como um *attractor* da taxa de inflação, no sentido em que constitui uma indicação avançada da inflação;

(9) Uma limitação inerente ao cálculo deste indicador reside no facto de, à partida, a técnica das componentes principais dar origem a uma medida sem escala, tornando-se pois necessário encontrar *a posteriori* um nível apropriado para que o indicador seja directamente comparável à inflação.

(10) O leitor interessado nos detalhes técnicos poderá consultar Marques, Neves e Sarmento (1999).

Tabela 1

**AVALIAÇÃO DOS INDICADORES DE
TENDÊNCIA DA INFLAÇÃO**

	Primeira condição		Segunda condição	Terceira condição
	$\beta = 1$	$\alpha = 1$		
MAP10.....	Sim	Não	Sim	Sim
MAP25.....	Sim	Não	Sim	Sim
SUB.....	Sim	Sim	Não	Não
PCP.....	Sim	Sim	Sim	Sim
IDP.....	Sim	Sim	Sim	Sim

Condição 3: a inflação observada não deverá ser um *attractor* do indicador de tendência de inflação.

Como se pode verificar três dos indicadores SUB, PCP e IDP verificam totalmente a primeira condição. Mas as médias aparadas, seja a 10 por cento seja a 25 por cento, embora sejam cointegradas com a taxa de inflação e verifiquem a condição $\beta = 1$, não verificam todavia a condição $\alpha = 0$. Ou seja, estes dois indicadores apresentam um enviesamento com carácter sistemático relativamente à taxa de inflação, como já foi constatado no caso português por Coimbra e Neves (1997) (vejam-se gráficos em anexo).

O enviesamento das médias aparadas tem uma explicação relativamente simples. Com efeito, estudos recentes mostraram que na generalidade dos casos as distribuições das variações homólogas de preços não são simétricas, tendendo a apresentar um grau de assimetria predominantemente positiva no caso português os estudos de Coimbra e Neves (1997) mostraram que a distribuição das variações de preços apresenta períodos relativamente longos de assimetria alternadamente positiva e negativa. O facto de na Tabela 1 se ter obtido $\alpha \neq 0$ será em princípio sinal de que para o período estudado os intervalos de assimetria negativa e positiva não se compensaram exactamente.

No caso dos indicadores SUB e IDP convirá também notar que a condição $\alpha = 0$ não é rejeitada mas apenas no limite, ou seja, existe também evidência de algum enviesamento.

A terceira coluna da Tabela 1 mostra que todos os indicadores com excepção da inflação subjacen-

te verificam a segunda condição. Esta conclusão é relativamente robusta pois não depende do número de desfasamentos usados no modelo estimado ou do facto de o modelo conter ou não constante.

A última coluna da Tabela mostra que a terceira condição é também satisfeita por todos os indicadores com excepção da inflação subjacente, embora neste caso a conclusão quanto à média aparada a 10 por cento não seja muito robusta.

Os resultados dos testes confirmam assim a ideia já existente de que a inflação subjacente não é um bom indicador de tendência da inflação⁽¹¹⁾ porque contrariamente ao que seria desejável este indicador não só não é um indicador avançado, mas funciona *inclusive* como um indicador atrasado da inflação. Com efeito, variações nos preços dos bens excluídos do indicador (bens energéticos e alimentares não transformados) afectam directa e contemporaneamente o IPC, mas só indirectamente e com um certo desfasamento se reflectem na inflação subjacente, fazendo com que esta apareça como um indicador atrasado da inflação.

Em resumo podemos dizer que dos 5 indicadores analisados apenas dois, a primeira componente principal e o IDP satisfazem todas as condições. Todavia, no que diz respeito às médias aparadas deve frisar-se que apenas não verificam parte da primeira condição, o que valida a sua utilização. Contudo, se, estes indicadores forem corrigidos por forma a levar em conta a assimetria da distribuição de preços obter-se-ão provavelmente indicadores a verificar as três propriedades.

5. CONCLUSÕES

Este estudo define um conjunto mínimo de critérios que um indicador de tendência de inflação deverá verificar e, através de procedimentos estatísticos apropriados, testa para um conjunto relativamente amplo de medidas de tendência de inflação a verificação desses critérios. As principais conclusões deste estudo são as seguintes:

- a) a “inflação subjacente” não é um indicador apropriado de tendência de inflação, consti-

(11)Veja-se por exemplo Coimbra e Neves (1997) e Cecchetti (1997).

tuindo uma indicação atrasada da evolução da inflação; este resultado está em linha com o obtido por outros autores, através de procedimentos estatísticos alternativos;

- b) as médias aparadas, tal como calculadas actualmente pelo Banco de Portugal, verificam, no geral, os critérios propostos neste estudo; refira-se, no entanto, que estes indicadores apresentaram, no período amostral, uma variação média de preços inferior à da inflação, o que está também em linha com o obtido por outros autores; este resultado ficará a dever-se ao facto de a distribuição seccional das variações homólogas de preços apresentar períodos relativamente longos de assimetria, alternadamente positiva e negativa, que não se compensaram exactamente;
- c) o indicador “primeira componente principal” verifica todos os critérios propostos neste estudo, validando-se assim a continuação da sua utilização como indicador de tendência de inflação;
- d) o indicador obtido a partir de uma reponderação do IPC com base na volatilidade dos preços das componentes em relação à inflação, e cujas propriedades estatísticas são discutidas pela primeira vez para Portugal neste artigo, verifica também os mesmos critérios; refira-se, contudo, que apresenta algumas indicações de enviesamento em relação à inflação.

Estas conclusões sugerem duas linhas de investigação futura. Em primeiro lugar, justifica-se o desenvolvimento de médias aparadas que levem em linha de conta a assimetria da distribuição seccional de preços. Em segundo lugar, deverá ter lugar uma análise mais cuidadosa do indicador IDP, que considere diferentes formas de obter o peso a atribuir a cada componente do IPC.

REFERÊNCIAS

Andrade, I.C. e R. J. O'Brien (1999), “A Measure of Core Inflation in the UK”, *mimeo*.
 Álvarez, L.J. e M^a. de los Llanos Matea (1999), “Underlying Inflation Measures in Spain”, Banco de Espanha, *Documento de Trabalho* nº 9911.

Bakhsi, H.; Yates, T., 1999, “To trim or not to trim, An application of a trimmed mean inflation estimator to the United Kingdom”, Bank of England, *Working Paper Series* no. 97.
 Ball, L. e N.G. Mankiw (1995), “Relative price changes as aggregate supply shocks”, *Quarterly Journal of Economics*, 110, pp. 161-193.
 Bryan, M.F. e S.G. Cecchetti (1993), “The Consumer Price Index as a Measure of Inflation”, *Economic Review of the Federal Reserve Bank of Cleveland*, 1993:4, pp 15-24.
 Bryan M. F., Cecchetti S. G., 1994, “Measuring core inflation”, in *Monetary Policy*, edited by N. Gregory Mankiw, University of Chicago Press for NBER, 195-215;
 Bryan M. F., Cecchetti S. G., Wiggins II R. L., 1997, “Efficient inflation estimation”, NBER, *Working Paper* no. 6183;
 Cecchetti, S. G. (1997), “Measuring Short-Run Inflation for Central Bankers”, *Review of the Federal Reserve Bank of St. Louis*, Vol. 79, number 3, pp. 143-155.
 Coimbra C., Neves P.D., 1997, “Indicadores de tendência de inflação”, Banco de Portugal, *Boletim Económico*, Março.
 Dias, F. C. e M. R. Pinheiro (1995), “Choques económicos e inflação”, Banco de Portugal, *Boletim Económico*, Dezembro.
 Diewert, W.E. (1995), “On the Stochastic Approach to Index Numbers”, Department of Economics, University of British Columbia, *Discussion Paper* DP59-31.
 Engle R., Granger C.W.J., 1987, “Co-integration and error correction: representation, estimation, and testing”, *Econometrica*, Vol.55, no.2, 251-276;
 Fischer, Andreas M., 1989, “Unit roots and survey data” *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol 51, no. 4.
 Freeman, Donald G., 1998, “Do core inflation measures help forecast inflation?”, *Economics Letters*, Vol. 58.
 Gartner, C. e G.D. Wehinger (1998), “Core Inflation in Selected European Countries”, Oesterreichische Nationalbank, *Working Paper* no. 33.
 Lafèche T., 1997, “Statistical measures of the trend rate of inflation”, *Bank of Canada Review*, Autumn;

Marques, C.R., P.D. Neves e L.M. Sarmiento (1999), "Evaluating Core Inflation Indicators", Banco de Portugal, *mimeo*.

Nascimento, T. (1990), "Indicadores de Inflação", Banco de Portugal, *Boletim Trimestral*, Vol. 12, nº 4, Dezembro.

Quah, D. e S.P. Vahey (1995), "Measuring Core Inflation", *Economic Journal*, Vol. 105, No 432.

Roger, S., 1997, "A robust measure of core inflation in New Zealand, 1949-96"; Reserve Bank of New Zealand;

Sousa, J., 1996, "A money demand function for Portugal", Banco de Portugal, *Working Paper* no. 7-96.

Wynne, M. A. (1997), commentary on "Measuring Short-Run Inflation for Central Bankers", *Review of the Federal Reserve Bank of St. Louis*, Vol. 79, no. 3.

Wynne, M. A., 1999, "Core inflation: a review of some conceptual issues", European Central Bank, *Working Paper* no. 5;

COMPARAÇÃO ENTRE IPC E MEDIDAS DE TENDÊNCIA DE INFLAÇÃO

Gráfico 1A

Taxas homólogas do IPC e da média aparada a 10 por cento (MAP 10)



Gráfico 1B

Diferença entre as taxas homólogas do IPC e média aparada a 10 por cento

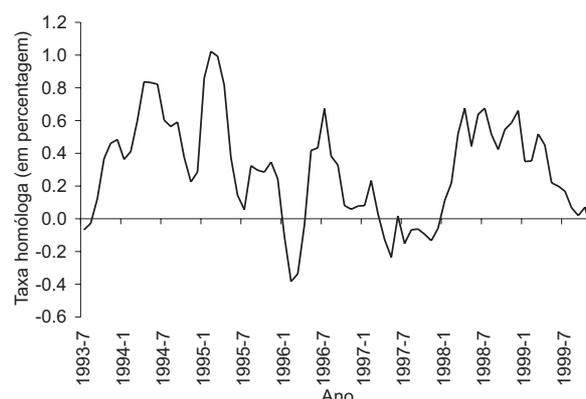


Gráfico 2A

Taxas homólogas do IPC e da média aparada a 25 por cento (MAP25)

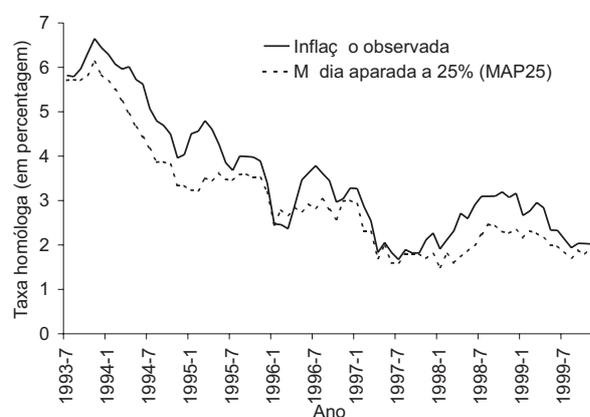


Gráfico 2B

Diferença entre as taxas homólogas do IPC e média aparada a 25 por cento

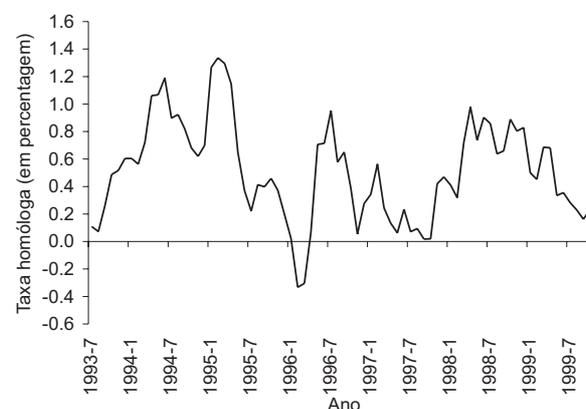


Gráfico 3A
Taxas homólogas do IPC e da primeira componente principal

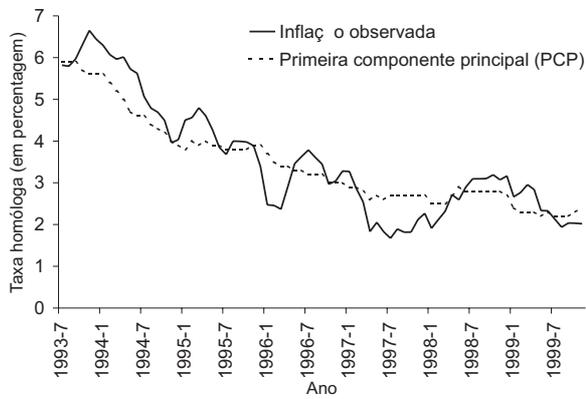


Gráfico 3B
Diferença entre as taxas homólogas do IPC e da primeira componente principal

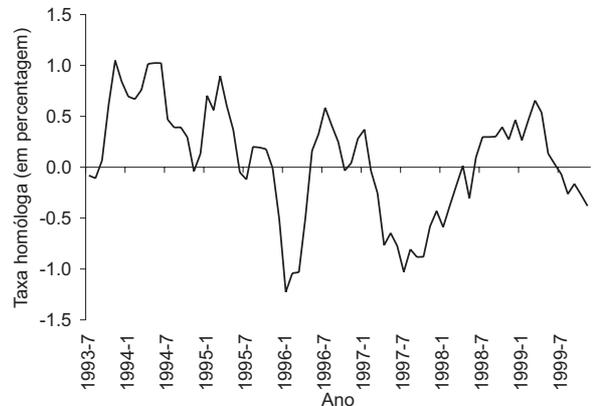


Gráfico 4A
Taxas homólogas do IPC e da inflação subjacente

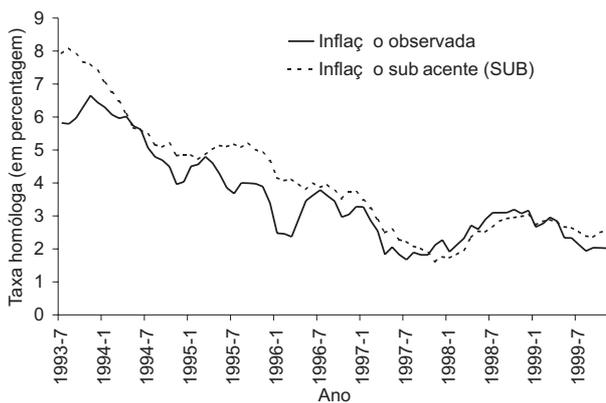


Gráfico 4B
Diferença entre as taxas homólogas do IPC e da inflação subjacente

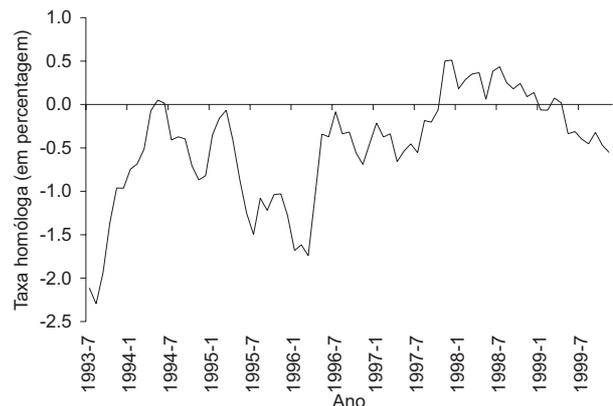


Gráfico 5
Taxas homólogas do IPC e índice reponderado pela volatilidade

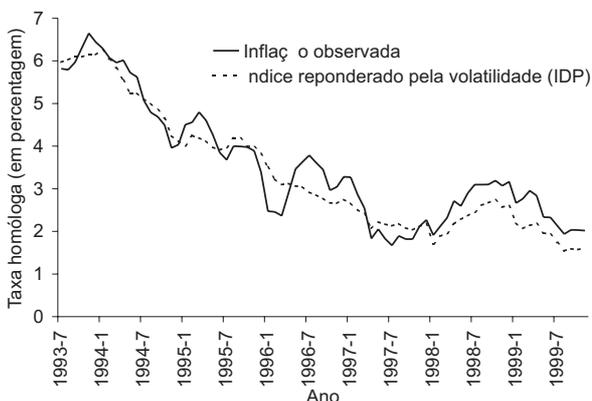
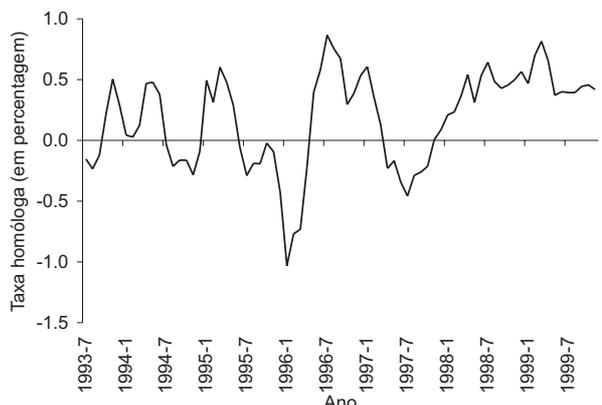


Gráfico 5B
Diferença entre as taxas homólogas do IPC e índice reponderado pela volatilidade



VOLATILIDADE DO EMPREGO, PROTECÇÃO AO EMPREGO E DESEMPREGO *

*Pedro Portugal***

1. INTRODUÇÃO

Neste ensaio, será explorada a riqueza informativa dos dados microeconómicos portugueses para caracterizar o processo de criação e destruição de emprego e para estudar as transições no mercado de trabalho português⁽¹⁾.

Durante muito tempo, a percepção geral do funcionamento dos mercados de trabalho pressupôs uma forte inércia no ajustamento do emprego a choques da procura do produto. A imagem que prevaleceu na investigação económica, baseada em informação empírica agregada, projectava uma evolução gradual e suavizada dos agregados económicos caracterizadores do mercado de trabalho.

Nas duas últimas décadas, porém, a crescente utilização de bases de dados microeconómicas na investigação empírica em Economia do Trabalho — tendo como unidade de observação o trabalhador e/ou a empresa — modificou radicalmente a antiga noção da dinâmica do mercado de trabalho.

Escondida por detrás da aparência de calma relativa evidenciada pelos dados agregados, a investigação recente com dados microeconómicos fez emergir uma realidade de inesperada turbulência e forte dinâmica do funcionamento do mercado de trabalho.

Convém, no entanto, clarificar que a alteração da percepção da intensidade dos fluxos no mercado de trabalho precedeu largamente o debate actual sobre os efeitos laborais do desarmamento alfandegário, da intensificação do comércio internacional e da “globalização”. Mais, a ideia de uma

forte volatilidade do emprego não é associada, nos meios académicos, a uma tendência recente das economias, mas é antes identificada como um traço estrutural do funcionamento dos mercados de trabalho que persiste há longo tempo. É, em qualquer caso, debatível se a volatilidade do emprego (a precaridade ou instabilidade) se terá acentuado recentemente. A evidência empírica disponível para os Estados Unidos da América, no entanto, não confirma a existência de uma tendência sustentada de aumento da volatilidade do emprego (ver Wanner and Neumark, 1999).

Neste contexto assume especial importância a legislação de protecção ao emprego no caso português que — na interpretação que é sugerida neste estudo — influencia decisivamente os custos de ajustamento do trabalho e, por esta via, a natureza do mercado de trabalho. Assim, será dado particular destaque à influência dos custos de despedimento na intensidade dos fluxos de trabalhadores e na determinação da taxa de desemprego de equilíbrio. Apesar de representarem somente menos de 15 por cento do emprego dependente, os trabalhadores com contratos temporários absorvem mais de metade dos ajustamentos do emprego. Por isso, será investigado o papel da regulamentação dos contratos de trabalho na dinâmica de emprego e na progressão salarial dos trabalhadores.

* 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.

(1) O Banco de Portugal agradece ao Instituto Nacional de Estatística a disponibilização dos registos individuais do Inquérito ao Emprego e ao Departamento de Estatística do Ministério do Emprego e Solidariedade a cedência dos dados micro dos Quadros de Pessoal.

2. CRIAÇÃO E DESTRUIÇÃO DE EMPREGO EM PORTUGAL

Uma forma convencional de caracterizar de forma desagregada a dinâmica do emprego é através da medida dos fluxos de postos de trabalho. Tomando a empresa (ou o estabelecimento) como a entidade de referência, a medida da criação de postos de trabalho é obtida a partir da quantificação dos postos de trabalhos gerados devido ao nascimento de novas empresas e do número de postos de trabalho criados pela expansão de empresas existentes. Simetricamente, a medida da destruição de postos de trabalho resulta da contagem dos postos de trabalho perdidos devido ao encerramento das empresas e dos postos de trabalho desaparecidos em virtude da contracção do emprego das empresas em actividade. Assim, quatro situações distintas contribuem para a determinação dos fluxos de postos de trabalho: expansão, contracção, entrada e saída de estabelecimentos.

Em Portugal, os fluxos de postos de trabalho, medidos com periodicidade anual, demonstram uma intensidade comparável à de outras economias da OCDE (OECD, 1996)⁽²⁾. De acordo com a informação recolhida dos registos individuais dos Quadros de Pessoal, no período de 1983 a 1995, destruíram-se na indústria transformadora (no total da economia) em cada ano cerca de 11.8 por

cento (13.7 por cento) dos postos de trabalho existentes. Em contrapartida, na indústria transformadora (no total da economia) foram criados 11.4 por cento (14.9 por cento) de novos empregos (ver quadro 1). Os postos de trabalho destruídos decompõem-se em partes aproximadamente equivalentes entre encerramentos de estabelecimentos (5.5 por cento para a indústria transformadora e 6.4 por cento para o total da economia) e contracção de estabelecimentos (6.3 por cento e 7.3 por cento). Paralelamente, os postos de trabalho criados dividem-se em parte sensivelmente iguais entre novos estabelecimentos (5.3 por cento para a indústria transformadora e 7.8 por cento para o total da economia) e expansão de estabelecimentos existentes (6.1 por cento e 7.1 por cento).

É interessante notar que, em Portugal como noutras economias, o essencial da criação e destruição de emprego ocorre dentro do mesmo sector de actividade ou da mesma região, mesmo quando se consideram sectores e regiões com um nível elevado de desagregação (Carneiro e Portugal, 1998). Dito de outro modo, os fluxos de emprego devem-se esmagadoramente à expansão e contracção de emprego e à criação e encerramento de estabelecimentos dentro do mesmo sector e re-

(2) Os fluxos de emprego são calculados a partir das variações líquidas de emprego que ocorrem num dado estabelecimento entre o mês de Março de um ano e Março do ano seguinte.

Quadro 1

FLUXOS ANUAIS DE POSTOS DE TRABALHO (1983-1994)

	Criação de emprego			Destruição de Emprego			Taxa de rotação do emprego (A+B+C+D)
	Entrada (A)	Expansão (B)	Total (A+B)	Saída (C)	Contracção (D)	Total (C+D)	
Indústria transformadora	0.053	0.061	0.114	0.055	0.063	0.118	0.232
Total da economia	0.078	0.071	0.149	0.064	0.073	0.137	0.286

Fonte: Blanchard e Portugal (1999).

Notas:

(A) Rácio entre o número de postos de trabalho criados devido à entrada de novos estabelecimentos e o volume de emprego total.

(B) Rácio entre o número de postos de trabalho criados devido à expansão dos estabelecimentos existentes e o volume de emprego total.

(C) Rácio entre o número de postos de trabalho destruídos devido ao encerramento de estabelecimentos e o volume de emprego total.

(D) Rácio entre o número de postos de trabalho destruídos devido à contracção dos estabelecimentos existentes e o volume de emprego total.

Quadro 2

FLUXOS DE POSTOS DE TRABALHO, INDÚSTRIA TRANSFORMADORA (1983-1994)

Dimensão média	Entrada (A)	Saída (C)	Expansão (B)	Contração (D)
1 a 19 trabalhadores	0.128	0.105	0.086	0.070
20 a 49.	0.069	0.076	0.076	0.060
50 a 99.	0.047	0.064	0.065	0.058
100 a 249.	0.034	0.050	0.058	0.060
250 a 499.	0.030	0.045	0.046	0.055
500 a 999.	0.016	0.028	0.032	0.050
1000 a 2499.	0.004	0.013	0.036	0.053
2500 a 4999.	0.000	0.032	0.013	0.060
5000 +	0.000	0.000	0.001	0.083

Fonte: Quadros de Pessoal, cálculos do autor.

Notas:

- (A) Rácio entre o número de postos de trabalho criados devido à entrada de novos estabelecimentos e o volume de emprego total.
 (B) Rácio entre o número de postos de trabalho criados devido à expansão dos estabelecimentos existentes e o volume de emprego total.
 (C) Rácio entre o número de postos de trabalho destruídos devido ao encerramento de estabelecimentos e o volume de emprego total.
 (D) Rácio entre o número de postos de trabalho destruídos devido à contração dos estabelecimentos existentes e o volume de emprego total.

gião e não a fenómenos de recomposição sectorial ou deslocalização. Assim, enquanto cerca de 84 por cento (86 por cento) dos fluxos de emprego são intra-sectoriais (intra-regionais), somente 16 por cento (14 por cento) dizem respeito a alterações inter-sectoriais (inter-regionais) (Carneiro e

Portugal, 1998). Também em sintonia com a evidência empírica disponível para outras economias, a rotação de postos de trabalho diminui acentuadamente com a dimensão do estabelecimento (quadro 2).

Quadro 3

FLUXOS TRIMESTRAIS DE POSTOS DE TRABALHO (1983-1994)

	Criação de emprego			Destruição de emprego			Taxa de rotação do emprego (A+B+C+D)
	Entrada (A)	Expansão (B)	Total (A+B)	Saída (C)	Contração (D)	Total (C+D)	
Indústria transformadora	0.012	0.020	0.032	0.010	0.029	0.039	0.071
Total da economia	0.018	0.022	0.040	0.011	0.028	0.039	0.079

Fonte: Blanchard e Portugal (1999).

Notas:

- (A) Rácio entre o número de postos de trabalho criados devido à entrada de novos estabelecimentos e o volume de emprego total.
 (B) Rácio entre o número de postos de trabalho criados devido à expansão dos estabelecimentos existentes e o volume de emprego total.
 (C) Rácio entre o número de postos de trabalho destruídos devido ao encerramento de estabelecimentos e o volume de emprego total.
 (D) Rácio entre o número de postos de trabalho destruídos devido à contração dos estabelecimentos existentes e o volume de emprego total.

Quadro 4

**PERSISTÊNCIA DA CRIAÇÃO
E DESTRUIÇÃO DO EMPREGO
INDÚSTRIA TRANSFORMADORA**

Criação de emprego	Taxa de persistência após:			
	1º trim.	2º trim.	3º trim.	1 ano
	1991	0.763	0.583	0.454
1992	0.757	0.556	0.436	0.347
1993	0.737	0.549	0.451	0.388
1994	0.731	0.590	0.488	0.408
Média	0.747	0.569	0.457	0.375

Destruição de emprego	Taxa de persistência após:			
	1º trim.	2º trim.	3º trim.	1 ano
	1991	0.839	0.726	0.626
1992	0.850	0.737	0.647	0.588
1993	0.875	0.766	0.645	0.579
1994	0.869	0.769	0.659	0.602
Média	0.858	0.749	0.644	0.586

Fonte: Inquérito ao Emprego Estruturado, cálculos do autor.

Nota: A taxa de persistência é um indicador da proporção dos postos de trabalho criados (destruídos) que é mantida nos períodos seguintes.

A importância relativa da mobilidade dos estabelecimentos na repartição dos fluxos de postos de trabalho, no entanto, parece ser um elemento distintivo do mercado de trabalho português que poderá estar associada à influência da legislação de protecção ao emprego no processo de ajustamento da procura de trabalho. Isto é, a razão da forte intensidade dos fluxos de postos de trabalho associados à criação e destruição de estabelecimentos (10.8 por cento — 5.3 mais 5.5 — para a transformadora e 14.2 por cento — 7.8 mais 6.4 — para o total da economia, *vide* quadro 1) em comparação com o fluxo gerado pela contracção e expansão dos estabelecimentos (12.4 por cento e 14.4 por cento) poderá estar nos elevados custos de despe-

dimento impostos pela legislação laboral (Blanchard e Portugal, 1998).

Outro elemento distintivo do mercado de trabalho português é a fraca intensidade dos fluxos trimestrais de emprego, em comparação com os correspondentes fluxos anuais (quadro 3)⁽³⁾. A interpretação natural da fraca magnitude dos fluxos de emprego trimestrais é que as empresas portuguesas não alteram significativamente a procura de trabalho na presença de choques de natureza transitória, ao contrário da resposta a choques percebidos como permanentes. Sendo assim, a observação de uma forte persistência de criação e destruição de emprego (decisões de recrutar ou despedir que não são revertidas em períodos posteriores) (ver quadro 4) é encarada como resultando da dificuldade em reagir a choques temporários que se deverá, também, ao impacto dos elevados custos de ajustamento associados à saída de trabalhadores.

3. FLUXOS DE TRABALHADORES

A noção de fluxo de trabalhadores, estando intrinsecamente associada ao fenómeno de criação e destruição de postos de trabalho pelas empresas, é distinta da noção de fluxos de postos de trabalho. Bastará notar que mais do que um trabalhador poderá, num dado período de tempo, rodar pelo mesmo posto de trabalho. O fluxo de entrada de trabalhadores contempla o total de trabalhadores recrutados, enquanto o fluxo de saídas, simetricamente, engloba todas as formas de separação dos trabalhadores das empresas (despedimentos, reformas, saídas voluntárias, etc.). A intensidade dos fluxos de trabalhadores reflecte, portanto, a sua mobilidade.

O mercado de trabalho português é caracterizado por uma muito fraca mobilidade dos trabalhadores (ver quadro 5). É claro que uma fraca inten-

(3) Note-se que a soma dos fluxos de emprego trimestrais tem forçosamente que exceder os fluxos de emprego anuais dado que, enquanto os fluxos anuais são obtidos a partir da variação líquida de emprego em dois momentos do tempo, separados por um intervalo de um ano de duração, os fluxos trimestrais contabilizam as variações líquidas de emprego que ocorrem num dado trimestre. Dito de outro modo, as variações líquidas de emprego que ocorrem num dado trimestre mas são revertidas em trimestres posteriores não são contabilizadas nos fluxos de emprego anuais.

Quadro 5

**FLUXOS ANUALIZADOS DE POSTOS DE TRABALHO E DE TRABALHADORES⁽¹⁾,
ESTABELECIMENTOS EM ACTIVIDADE⁽²⁾**

	Expansão	Contração	Recru- tamentos	Separações	(C+D)/(A+B)
	(A)	(B)	(C)	(D)	
1991	0.102	0.115	0.177	0.188	1.682
1992	0.099	0.124	0.162	0.186	1.556
1993	0.080	0.131	0.126	0.176	1.434
1994	0.084	0.117	0.128	0.159	1.424
1995	0.083	0.104	0.129	0.148	1.476
Média	0.090	0.118	0.144	0.171	1.517

Fonte: "Inquérito ao Emprego Estruturado", cálculos do autor.

Notas:

(1) Os valores anuais resultam da acumulação dos fluxos trimestrais.

(2) Entradas e saídas de estabelecimentos não estão incluídas.

(A) Rácio entre o número de postos de trabalho criados devido à expansão dos estabelecimentos existentes e o volume de emprego total.

(B) Rácio entre o número de postos de trabalho destruídos devido à contração dos estabelecimentos existentes e o volume de emprego total.

(C) A taxa de recrutamentos é definida pelo rácio entre o número de trabalhadores que num dado ano ingressaram no estabelecimento e volume de emprego total.

(D) A taxa de separações é definida pelo número de trabalhadores que num dado ano abandonaram o estabelecimento e o volume de emprego total.

sidade de criação e destruição de postos de trabalho, por si só, leva a uma fraca mobilidade dos trabalhadores (ou rotação da mão-de-obra). No entanto, mesmo condicionada à criação e destruição de emprego, a rotação de trabalhadores é baixa em Portugal. Para cada posto de trabalho criado ou

destruído rodam somente 1.5 trabalhadores (cerca de 60 por cento do valor obtido para os EUA) (quadro 5).

A fraca mobilidade dos trabalhadores é espelhada num conjunto de indicadores que permitem caracterizar o mercado de trabalho português co-

Quadro 6

TRANSIÇÕES NO MERCADO DE TRABALHO

	Informação do <i>stock</i> de empregados					Transições trimestrais do emprego para:		
	Antiguidade	Antiguidade <12 meses	Antiguidade >240 meses	Número de empregos	Primeiro emprego	Desemprego	Inactividade	Outro emprego
	Em meses	Proporção	Proporção	Média	Proporção	Proporção	Proporção	Proporção
1993	151.7	12.5	23.8	2.6	37.1	0.95	1.14	1.41
1994	149.9	11.6	23.3	2.8	34.0	1.10	1.02	1.19
1995	147.7	11.9	23.5	2.8	31.8	0.80	0.93	1.09
1996	148.2	12.6	24.2	2.8	30.3	0.84	0.94	1.28
Média	149.0	12.1	23.7	2.8	32.7	0.92	0.99	1.20

Fonte: Dados micro do "Inquérito ao Emprego" (INE), população empregada, cálculos do autor.

Nota: As proporções foram obtidas tendo como referência o volume de emprego total.

mo um dos (senão o) menos dinâmico (de maior estabilidade) da OCDE. Quer o número médio de empregos ao longo da vida activa como a antiguidade média no posto de trabalho reflectem uma imagem de imobilidade (ver quadro 6). Igual mensagem é transmitida pela fracção de empregos de longa duração (superiores a 20 anos) e pela taxa de transição do emprego para o desemprego, para a inactividade e para outro emprego (ver quadro 6). Em particular, a taxa de transição do emprego para o desemprego é mais baixa da OCDE.

Estas indicações resultam não só de uma fraca rotação de postos de trabalho, mas também de uma fraca incidência de saídas voluntárias (*quits*) que, no mercado de trabalho português, são desencorajadas pela perspectiva de um a experiência de desemprego demorada. Por sua vez, a via de uma mudança directa de um emprego para outro, sem qualquer episódio de desemprego ou inactividade, não é, em termos relativos, utilizada de forma mais intensiva. Isto é, a fraca taxa de transição emprego-desemprego não é compensada por um mais elevada taxa de transição emprego-emprego.

4. PROTECÇÃO AO EMPREGO E FLUXOS DE TRABALHADORES

A compreensão dos fluxos de emprego e de trabalhadores em Portugal é indissociável do enquadramento jurídico dos contratos de trabalho. A legislação portuguesa, que dá consagração constitucional ao princípio da estabilidade do emprego (artigo 53º da Constituição Portuguesa), impõe restrições significativas aos despedimentos dos trabalhadores. Estas restrições traduzem-se tanto na regulamentação das indemnizações por despedimento e das formas de contrato de trabalho como, talvez mais importante do ponto de vista económico, na imposição de um complexo e demorado conjunto de procedimentos e mecanismos

(4) Do ponto de vista da teoria económica, os custos de despedimento relevantes, isto é, os custos que condicionam de facto as decisões de procurar trabalho por parte dos empregadores, são aqueles que não são susceptíveis de serem tornados ineficazes através do redesenho de um novo contrato adequadamente concebido (Lazear, 1990). Por exemplo, no caso das indemnizações, o trabalhador pode oferecer, *ab initio*, ao empregador uma compensação monetária (*bond*) em contrapartida pelo direito à indemnização.

Quadro 7

ORDENAÇÃO DOS PAÍSES DE ACORDO COM O GRAU DE PROTECÇÃO AO EMPREGO

País	Índice de protecção ao emprego
Portugal	3.7
Turquia	3.5
Grécia	3.5
Itália	3.4
Espanha	3.1
França	2.8
Alemanha	2.6
Noruega	2.6
Suécia	2.6
Coreia do Sul	2.5
Bélgica	2.5
Áustria	2.3
Japão	2.3
Holanda	2.2
República Checa	2.1
Finlândia	2.1
Polónia	2.0
Hungria	1.7
Dinamarca	1.5
Suíça	1.5
Austrália	1.2
Irlanda	1.1
Canadá	1.1
Nova Zelândia	0.9
Reino Unido	0.9
Estados Unidos	0.7

Fonte: OCDE, 1999.

a que tem de obedecer o processo de despedimento⁽⁴⁾.

Na presença de custos de despedimento não-reversíveis (por exemplo, custos administrativos, custos de execução do plano social, custos devidos à ruptura produtiva provocada pelo anúncio do despedimento colectivo) a teoria económica produz previsões claras sobre o efeito da protecção ao emprego nos fluxos de emprego: quanto mais elevados forem os custos de despedimento tanto menores serão os fluxos de saída do emprego (menores serão os despedimentos). Existindo, *ex-ante*, uma probabilidade não-nula de a empresa sofrer um choque negativo da procura do produto, o au-

mento dos custos de despedimento faz aumentar o limiar mínimo de produtividade necessário para criar um novo posto de trabalho (ou, sob outro ângulo, a *condição de livre entrada* faz diminuir o salário máximo a que o empregador está disposto a remunerar o trabalhador).

Por outro lado, a protecção ao emprego reforça a capacidade negocial dos trabalhadores que ficam em condições de exigir um nível de salário superior. Assim, os custos de despedimento numa fase inicial, levarão a um desfasamento entre o salário oferecido pelo empregador (*feasible wage*) e o salário pretendido pelo trabalhador (*bargaining wage*). Para restabelecer o equilíbrio no mercado de trabalho a penalização do desemprego tenderá a aumentar pela via da redução das ofertas de emprego o que levará a um aumento da duração do desemprego.

A legislação sobre protecção ao emprego em Portugal é, de acordo com diferentes fontes e metodologias, considerada a mais restritiva da OCDE. O indicador mais utilizado é produzido pela OCDE e baseia-se na comparação sistemática da legislação de protecção ao emprego dos seus países membros (ver quadro 7)⁽⁵⁾. Este indicador, no entanto, não é isento de crítica. Para além das dificuldades sempre presentes em qualquer exercício de direito comparado, uma medida quantificada do grau de rigidez da legislação laboral acarretará inevitavelmente alguma subjectividade e, em particular, não poderá contemplar o nível de eficácia (de cumprimento) das normas legais. Não existe, contudo, qualquer base sólida para diferenciar os países de acordo com o grau de cumprimento dos respectivos enquadramentos legais.

A caracterização dos fluxos de trabalhadores permite identificar o mercado de trabalho português como um caso paradigmático da influência da protecção ao emprego sobre a dinâmica do mercado de trabalho. Esta indicação tem correspondência directa, como se ilustrou atrás, tanto nos indicadores de mobilidade da mão-de-obra (duração média do emprego, número médio de

empregos, intensidade dos fluxos de mão-de-obra entre emprego, desemprego e inactividade) como na elevada duração média do desemprego.

5. SEGURANÇA DO EMPREGO E DESEMPREGO

Os elevados níveis e a forte persistência do desemprego na Europa, em contraste com os Estados Unidos da América, desencadearam na última década um debate intenso sobre o papel das instituições dos mercados de trabalho na evolução do desemprego (Nickell, 1997). Em particular, foram desenvolvidos estudos sobre a influência do sistema de segurança de desemprego, do enquadramento legal das contratos de trabalho, dos mecanismos de negociação salarial, do sistema de formação de recursos humanos e das políticas activas de emprego na taxa de desemprego⁽⁶⁾.

Em particular, a análise dos efeitos da protecção ao emprego (condicionamento dos despedimentos, regulamentação dos contratos de trabalho, etc.) sobre os níveis de desemprego tem gerado uma controvérsia acentuada⁽⁷⁾.

No plano teórico, custos de despedimento mais elevados tendem a gerar fluxos de entrada no desemprego mais baixos e durações médias do desemprego mais longas. Uma vez que afectam os fluxos e a duração do desemprego em direcções opostas, o efeito esperado dos custos de despedimento sobre a taxa de desemprego é ambíguo. No plano empírico, nomeadamente nos estudos efectuados com base em comparações internacionais, a correlação entre os indicadores do grau de rigidez da legislação de protecção ao emprego e a taxa de desemprego é muito fraca, senão nula. Pelo contrário, é claramente identificável uma forte correlação amostral entre, por um lado, o grau de protecção ao emprego e a duração média do desemprego e, por outro lado, o grau de protecção ao emprego e a intensidade dos fluxos de entrada no desemprego (Blanchard e Portugal, 1999).

(5) Este indicador baseia-se num índice ponderado que agrega o grau de restrições legais da legislação referente às indemnizações por despedimento, despedimentos colectivos, despedimentos individuais, trabalho temporário e à notificação de despedimento. Outros indicadores, baseados em inquéritos aos empregadores, conduzem a ordenações (ou *rankings*) semelhantes.

(6) Mais recentemente, têm vindo a ser apresentados trabalhos sobre a interacção entre as diferentes instituições do mercado de trabalho na acomodação de choques económicos (Bertola e Rogerson, 1997; Blanchard e Wolfers, 1999).

(7) Esta controvérsia é especialmente visível no debate político, já que nos meios académicos as principais conclusões são relativamente consensuais.

A comparação do caso português com outras economias é especialmente revelador. Assim, quando se estabelece a comparação entre Portugal e os EUA (um país que é consensualmente classificado como o que menos restrições impõe aos despedimentos), verifica-se que ambos os países observaram taxas de desemprego idênticas ao longo dos últimos 15 anos. No entanto, a duração média do desemprego é mais de três vezes superior em Portugal em comparação com os EUA, o que é compensado com fluxos de entrada no desemprego mais de três vezes inferiores. Esta indicação sugere que a protecção ao emprego altera a natureza do mercado de trabalho tornando as economias mais esclerosadas e gerando, potencialmente, significativas perdas de produtividade e de bem estar.

A este propósito, a comparação do mercado de trabalho português com o espanhol é também particularmente sugestiva. Apesar de apresentarem uma arquitectura legal de protecção ao emprego muito semelhante⁽⁸⁾, a economia espanhola apresenta níveis de desemprego mais de três vezes superiores aos portugueses (Bover, Garcia-Perea e Portugal, 1999). Esta indicação sugere que a explicação para a evolução paradoxal dos mercados de trabalho espanhol e português não radica na protecção ao emprego, antes deverá ter como referência outras instituições. Uma possível influência poderá ser o sistema de subsídios de desemprego, quase inexistente em Portugal até 1985 (Blanchard e Jimeno, 1995). No entanto, a actual configuração do sistema de subsídios de desemprego português não difere substancialmente da do espanhol⁽⁹⁾. Uma explicação que parece mais plausível é avançada em Bover, Garcia-Perea e Portugal (1999) que baseiam a sua explicação na diferença do poder negocial dos sindicatos entre os dois países. Para o efeito, estes autores caracterizam as formas de representação sindical nos dois países e colectam um conjunto de informação empírica sobre as manifes-

tações indirectas do poder sindical (dispersão salarial, greves, diferenciais salariais entre *insiders* e *outsiders*, flexibilidade real dos salários, etc.) que indiciam um forte poder negocial dos sindicatos espanhóis em relação aos sindicatos portugueses. Em particular, as regras de representação sindical fazem com que em Espanha os sindicatos espelhem sobretudo os interesses dos trabalhadores com emprego (*insiders*), enquanto em Portugal a representação parece ser mais diversificada e descentralizada, contribuindo para uma maior flexibilidade dos salários.

Deve-se por fim sublinhar que os verdadeiros custos económicos associados à protecção ao emprego não se traduzem no aumento dos níveis de desemprego, mas sim nas perdas potenciais de produção e de bem estar que, nos ensaios de calibragem de Blanchard e Portugal (1999) assumem magnitudes muito significativas.

6. FLEXIBILIDADE DO EMPREGO E CONTRATOS A TERMO

Nalguns países europeus caracterizados por legislações de trabalho especialmente rígidas foram introduzidas ao longo das últimas décadas mecanismos de flexibilização dos contratos laborais com o propósito de facilitar os ajustamentos no mercado de trabalho e diminuir o desemprego. O caso mais paradigmático é o da introdução da figura do contrato de trabalho a termo. A explosão de contratos a prazo no recrutamento dos trabalhadores nem sempre produziu, no entanto, os efeitos desejados (Bentolila e Dolado, 1994). Nalguns casos, o recurso crescente aos contratos a prazo parece ter acentuado a segmentação do mercado de trabalho entre *insiders* e *outsiders*, agravando o desemprego (Blanchard e Summers, 1986; Lindbeck e Snower, 1988). Acresce ainda que a utilização massiva de contratos temporários (Alba-Ramirez, 1998), desencadeando uma forte rotação dos trabalhadores pelos postos de trabalho, cria condições menos favoráveis ao investimento em capital humano específico, afectando a produtividade e os salários.

(8) Os diferentes indicadores de protecção ao emprego indicam consistentemente Portugal, Espanha e Itália como as economias com maior índice de protecção.

(9) É, em todo o caso, possível argumentar que o impacto do sistema de subsídio de desemprego se manifesta somente na presença de choques económicos muito fortes na procura de trabalho, situação que não se terá verificado em Portugal desde a generalização do sistema de subsídios de desemprego

Gráfico 1
INCIDÊNCIA DE CONTRATOS
TEMPORÁRIOS

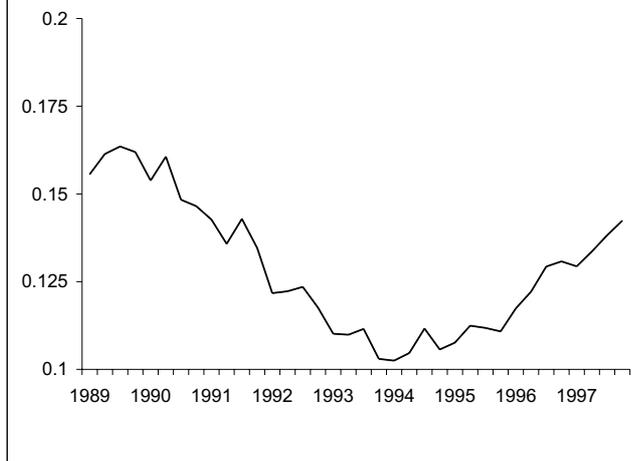
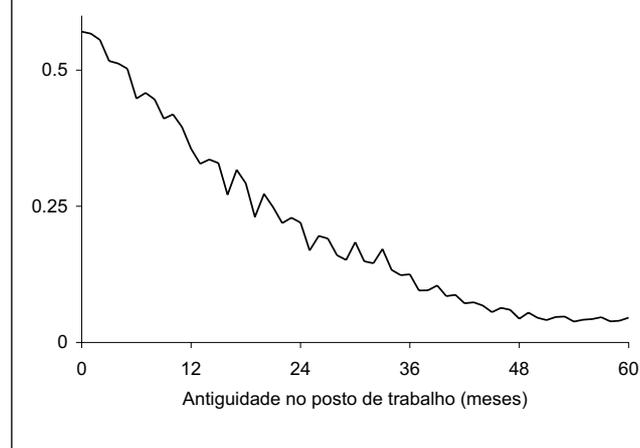


Gráfico 2
INCIDÊNCIA DE CONTRATOS A TERMO DE
ACORDO COM A ANTIGUIDADE NO
POSTO DE TRABALHO



6.1 Qual é a importância dos contratos a prazo

Em Portugal, os contratos a termo foram introduzidos na segunda metade da década de setenta na tentativa de aliviar as dificuldades de ajustamento do emprego associadas a um enquadramento excessivamente rígido de protecção ao emprego. Em 1989, com a flexibilização dos despedimentos foram impostas restrições adicionais à utilização de contratos a prazo. No actual enquadramento legal, o peso dos contratos a prazo no total do emprego dependente é relativamente limitado (ver gráfico 1). No entanto, os contratos a termo representam cerca de 60 por cento do total de recrutamentos e 50 por cento do total das separações (ver gráfico 2) (Varejão, 1998). Isto é, em Portugal,

os contratos a prazo desempenham um papel decisivo no processo de ajustamento do emprego.

De facto, enquanto um trabalhador a prazo enfrenta uma probabilidade de, no espaço de um trimestre, transitar para a situação de desemprego (inactividade) de 4.7 por cento (3.05 por cento), um trabalhador com um contrato permanente tem uma probabilidade de ficar desempregado (inactivo) de 0.6 por cento (0.8 por cento) (ver quadros 8 e 9 e gráfico 3). No entanto, a probabilidade de um contratado a prazo passar a um contrato permanente (5.45 por cento, *vide* quadro 8) é superior ao risco de desemprego (gráfico 4).

Parece ainda claro que a utilização desta figura contratual tem um comportamento marcadamente ajustado com o ciclo económico. Tendo os contra-

Quadro 8

TAXAS TRIMESTRAIS DE TRANSIÇÃO DE UM CONTRATO A TERMO

	Transição para:					Empregos (número de)	Antiguidade (em meses)
	Desemprego	Inactividade	Auto-emprego	Outro emprego	Contrato permanente		
1992	3.41	3.62	0.45		5.03		16.77
1993	5.29	3.83	0.91		7.20		19.64
1994	6.31	3.01	0.67	3.74	5.98	3.67	19.18
1995	4.53	2.45	0.66	3.45	4.81	3.66	17.17
1996	4.43	2.85	0.45	4.02	4.59	3.51	15.37
1997	3.92	2.72	0.34	4.14	4.99	3.38	16.51
Média.	4.70	3.05	0.58	3.84	5.45	3.56	17.05

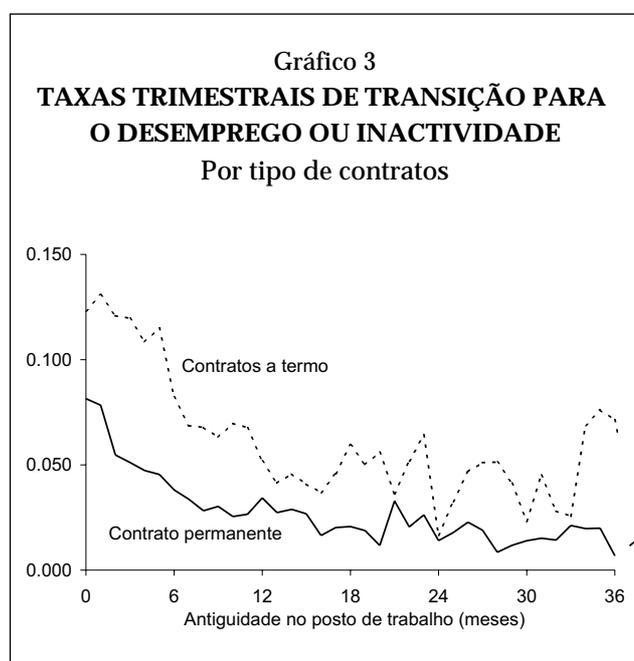
Fonte: Dados micro do "Inquérito ao Emprego" (INE), cálculos do autor.

Quadro 9

TAXAS TRIMESTRAIS DE TRANSIÇÃO DE UM CONTRATO PERMANENTE

	Transição para:				Empregos (número de)	Antiguidade (em meses)	
	Desemprego	Inactividade	Auto-emprego	Outro emprego			
1992.....	0.44	0.78	0.21		0.24	129.43	
1993.....	0.68	1.10	0.29		0.30	138.83	
1994.....	0.78	0.85	0.18	0.87	0.24	2.70	141.43
1995.....	0.59	0.70	0.20	0.83	0.29	2.70	141.30
1996.....	0.61	0.72	0.22	1.01	0.34	2.69	143.50
1997.....	0.51	0.74	0.17	1.01	0.41	2.69	143.23
Média.....	0.61	0.82	0.21	0.93	0.30	2.69	142.36

Fonte: Dados micro do “Inquérito ao Emprego” (INE), cálculos do autor.



tos a prazo custos de ajustamento inferiores aos contratos permanentes é natural que sejam utilizados com maior intensidade na fase ascendente do ciclo económico e que sejam os contratados a prazo os primeiros a ser despedidos quando a actividade económica desacelera (Varejão e Portugal, 1999).

6.2 Porque é que as empresas utilizam contratos temporários

As empresas utilizam contratos a prazo por várias razões. As actividades económicas sujeitas a maior variabilidade da procura, seja por razões sazonais (como o turismo) ou pela natureza do pro-

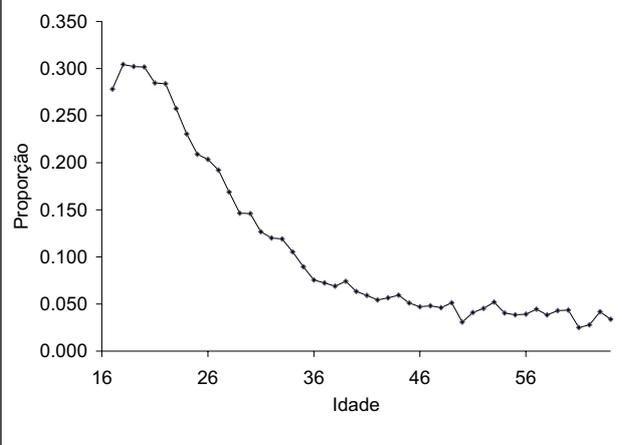
duto (como a construção civil), tenderão a recorrer a contratos a prazo com maior intensidade. Assim os contratos temporários servem como “amortecedor” dos choques da procura do produto. Por outro lado, os contratos a prazo servem frequentemente de mecanismo de selecção dos trabalhadores, levando, em caso de adequação dos atributos do trabalhador às características do posto de trabalho, à passagem para um contrato permanente. Neste caso, a utilização dos contratos temporários funciona principalmente como uma “porta de entrada” no mercado de trabalho.

Quadro 10

CARACTERIZAÇÃO DOS TRABALHADORES POR TIPO DE CONTRATO

Variável	Tipo de contrato	
	Permanente	A termo
Idade (em anos)	38.6	29.8
Escolaridade (em anos)	7.1	7.5
Homem (proporção)	55.1	49.3
Número de empregos	2.7	3.5
Antiguidade no emprego (em meses)	143.2	20.8
Horário incompleto (proporção)	3.6	7.4
Casado (proporção)	72.7	47.6

Fonte: Dados micro do Inquérito ao Emprego do INE, cálculos do autor.

**Gráfico 5
INCIDÊNCIA DOS CONTRATOS A TERMO POR IDADE**


Quadro 11

EQUAÇÃO DE REGRESSÃO DO LOGARITMO DO SALÁRIO MENSAL LÍQUIDO^(a)

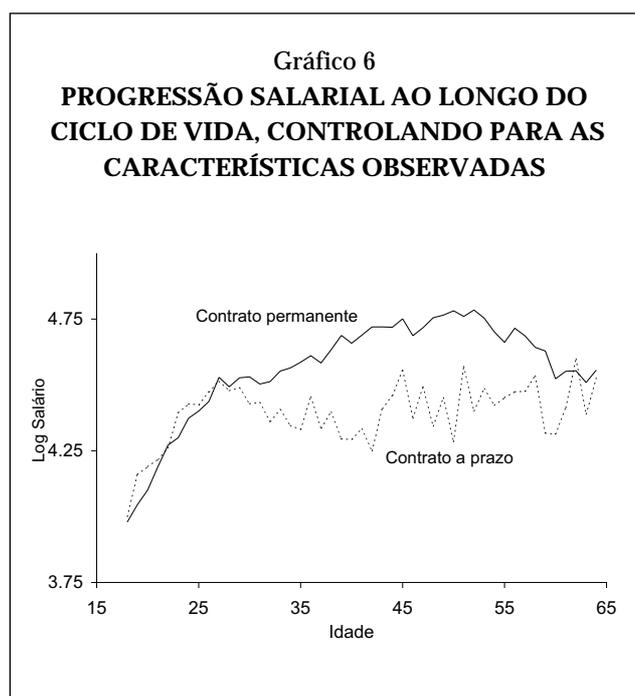
Variáveis ^(b)	Total	Contratos permanentes	Contratos a termo
Experiência no mercado de trabalho.	0.0267 (0.0006) ^(c)	0.0273 (0.0007)	0.018 (0.0013)
Experiência ²	-0.0004 (0.00001)	-0.0004 (0.00001)	-0.0003 (0.00003)
Escolaridade básica (1º ciclo)	0.0958 (0.0095)	0.1101 (0.0102)	0.0003 (0.0256)
Escolaridade básica (2º e 3º ciclos)	0.3052 (0.0100)	0.3249 (0.0108)	0.1239 (0.0267)
Secundário	0.5932 (0.0113)	0.6352 (0.0122)	0.2952 (0.0290)
Superior	1.1119 (0.0114)	1.1456 (0.0122)	0.816 (0.0303)
Formação profissional	0.1178 (0.0079)	0.1306 (0.0087)	0.043 (0.0183)
Antiguidade no posto de trabalho	0.0127 (0.0007)	0.0121 (0.0008)	0.0234 (0.0049)
Antiguidade ²	-0.0001 (0.00002)	-0.0001 (0.00002)	-0.0007 (0.00038)
Homem	0.2264 (0.0042)	0.2313 (0.0046)	0.1996 (0.0105)
Contrato a prazo	-0.0309 (0.0063)		
Constante	3.5068 (0.0154)	3.4342 (0.0169)	3.8926 (0.0348)
Sigma	0.3205	0.3196	0.3067
N	31573	24300	4273
Log-Verosimilhança	-58131.5	-49042.7	-8873.6

Notas:

(a) Foi utilizado um método de estimação que tem em conta a natureza agrupada da informação sobre os salários.

(b) A equação de regressão inclui também 6 variáveis *dummy* sectoriais.

(c) Desvios padrão assintóticos.



6.3 Quem são os trabalhadores a termo

A utilização de contratos temporários para além de afectar a estabilidade do emprego pode influenciar o processo de acumulação de capital humano específico ao posto de trabalho. Se o recurso a este vínculo contratual servir sobretudo o propósito de selecção e teste dos trabalhadores então garante uma melhor afectação de recursos, sem influenciar de forma permanente as capacidades produtivas dos indivíduos. Pelo contrário, a persistência ao longo do ciclo de vida na situação de contratação temporária tenderá gerar um deficiente investimento em formação específica e, portanto, a alimentar situações de segmentação do mercado de trabalho.

A caracterização dos trabalhadores dependentes por tipo de contrato parece sugerir que em Portugal são sobretudo os jovens, no início da carreira profissional, que alimentam o *stock* de trabalhadores com vínculos temporários (quadro 10, gráfico 5). Atendendo às características observadas dos indivíduos, a situação laboral dos contratados a termo não penaliza de forma muito significativa o seu rendimento salarial (a perda é estimada em 3 por cento, relativamente aos trabalhadores com contrato permanente) (quadro 11). No entanto, se a situação de vínculo temporário persistir de forma crónica para além dos trinta anos, os resulta-

dos de estimação da equação de salários com parâmetros variáveis por idade indica que as perdas salariais tenderão a ser muito elevadas (gráfico 6). Isto é, a franja de trabalhadores adultos que se mantém em permanente rotação entre trabalhos temporários obterá uma remuneração sensivelmente inferior à dos trabalhadores com vínculo permanente. Esta situação reflecte com toda a verosimilhança a ausência de remuneração ao investimento em formação específica.

7. CONCLUSÕES

A legislação sobre protecção ao emprego em Portugal é considerada a mais restritiva da OCDE. Esta percepção é baseada em comparações internacionais que estão sujeitas, necessariamente, a várias limitações e ambiguidades. Todavia, a indicação de forte protecção legal ao emprego é consistente com os factos estilizados sobre o mercado de trabalho português desenvolvidos neste estudo. Assim, a legislação de protecção ao emprego parece influenciar decisivamente o ajustamento do emprego, reduzindo a intensidade dos fluxos de criação e destruição de emprego e diminuindo a rotação da mão-de-obra. Em particular, a identificação dos fluxos trimestrais de postos de trabalho, evitando problemas de agregação temporal, permitiu revelar a importância dos custos de ajustamento do trabalho na dinâmica de emprego.

A interpretação natural da fraca magnitude dos fluxos de emprego trimestrais é que as empresas portuguesas não alteram significativamente a procura de trabalho na presença de choques de natureza transitória, ao contrário da resposta a choques percebidos como permanentes. Em paralelo, a legislação de protecção ao emprego parece influenciar a mobilidade dos estabelecimentos, gerando fortes taxas de entrada e saída de estabelecimentos. É possível que em situações de necessidade de contracção da força de trabalho as empresas optem, face aos custos de ajustamento, pela cessação de actividade e não pela redução parcial do emprego.

Custos de despedimento mais elevados tendem a gerar fluxos de entrada no desemprego mais baixos e durações médias do desemprego mais longas. Uma vez que afectam os fluxos e a duração do desemprego em direcções opostas, o efeito dos custos de despedimento sobre a taxa de desempre-

go é ambíguo. A este propósito, a comparação do mercado de trabalho português com o espanhol e o americano é particularmente reveladora. Apesar de Portugal e Espanha apresentarem uma arquitectura legal de protecção ao emprego muito semelhante, a economia espanhola apresenta níveis de desemprego mais de três vezes superiores aos portugueses. Por sua vez, quando se estabelece a comparação entre Portugal e os EUA, os dois casos polares na ordenação dos países da OCDE de acordo com rigidez da legislação de protecção ao emprego, verifica-se que ambos os países observaram taxas de desemprego idênticas ao longo dos últimos 15 anos. Não é, assim, de esperar que os custos de despedimento influenciem o nível de desemprego. Os custos económicos da protecção ao emprego devem antes ser medidos pelas perdas de produtividade e de bem-estar geradas pelos bloqueios às separações dos trabalhadores.

Apesar de representarem menos de 15 por cento do emprego dependente, os trabalhadores com contratos temporários absorvem mais de metade dos ajustamentos do emprego. Em Portugal, os contratos a termo são preferencialmente utilizados com o propósito de seleccionar e testar os trabalhadores em início de carreira profissional de forma a garantir uma boa adequação entre a características dos postos de trabalho e a qualificações do trabalhador. Esta forma de utilização dos contratos a prazo não parece penalizar de forma muito significativa o rendimento salarial dos trabalhadores. Existe, contudo, evidência empírica de que uma franja de trabalhadores permanece numa situação crónica de contratação temporária. Neste caso, o desincentivo ao investimento em formação específica gerado pela limitada duração dos empregos parece gerar perdas de rendimento salarial muito significativas e poderá alimentar situações de indesejável segmentação do mercado de trabalho.

REFERÊNCIAS

Alba-Ramírez, A. (1998) "How Temporary is Temporary Employment in Spain?" *Journal of Labor Research*, 19, 4.

- Bentolila, S. e Dolado, J. (1994) "Labour Flexibility and Wages: Lessons from Spain," *Economic Policy* 18.
- Bertola e Rogerson, (1997) "Institution and Labour Reallocation," *European Economic Review* 41, 1147-1161.
- Blanchard e Jimeno, (1995) "Structural Unemployment: Spain versus Portugal", *American Economic Review* 85, 212-218.
- Blanchard e Portugal, (1999) "What Hides Behind an Unemployment Rate: Comparing Portuguese an U.S. Unemployment," *NBER Working Paper*.
- Blanchard O., and Summers, L. (1986) "Hysteresis and the European Problem", *NBER Macroeconomics Annual, MIT Press Cambridge*, .
- Blanchard e Wolfers, (1999) "Shocks and Institutions in the Rise of European Unemployment: The Aggregate Evidence," *Economic Journal* (no prelo).
- Bover, Garcia-Perea e Portugal, (1999) "A Comparative Study of the Portuguese and Spanish Labour Markets," *mimeo*.
- Carneiro, A. e Portugal, P. (1998) "Criação, Destruição e Reafecção de Emprego na Indústria Transformadora Portuguesa," *mimeo*
- Lazear, E. (1990) "Job Security Provisions and Employment," *Quarterly Journal of Economics* 699-726.
- Lindbeck, A. e Snower, D. (1988) *The Insider-Outsider Theory of Employment and Unemployment*, MIT Press, Cambridge, Mass.
- Neumark, D., Polsky D. e Hansen, D. (1999) "Has Job Stability Declined Yet? New Evidence from the 1990s," *Journal of Labor Economics*, 17, S29-S64.
- Nickel, (1997) "Unemployment and Labor Market Rigidities: Europe versus North America," *Journal of Economic Perspectives* 11, 55-74.
- OCDE, (1996) "Job Creation and Loss: Analysis, Policy, and Data Development"
- OCDE, (1999) "Employment Outlook."
- Varejão, J. (1998) "Job Turnover and employment Status in Portugal," *mimeo*.
- Varejão, J. e Portugal, P. (1999) "Why do Firms Use Temporary Contracts?," *mimeo*.

Janeiro*

7 de Janeiro (Regulamento da CMVM nº 25/98, DR nº 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 nº 92/6, de 07-01-1993.

7 de Janeiro (Portaria nº 8/99, DR nº 5/99, 1ª Série B)

Fixa, na sequência do disposto no Dec.-Lei nº 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 nº 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 nº 11/99, DR nº 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 nº 1/99, DR nº 12/99, 1ª Série B)

Determina quais as operações compreendidas no nº 1 do artº 5º do Dec.-Lei nº 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.

15 de Janeiro (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.

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

Fevereiro

10 de Fevereiro (Portaria nº 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.

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

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.

18 de Fevereiro (Instrução nº 2/99, DR nº 41/99, 2ª Série)

Altera a redacção dos artºs. 12, 16, 21, 22 e 23 e introduz outras modificações na Instrução nº 2-A/98 (2ª Série) de 22-12, relativamente às regras de emissão de obrigações do Tesouro.

20 de Fevereiro (Regulamento da CMVM nº 3/99, DR nº 43/99, 2ª Série, 4º Supl.)

Dá nova redacção ao nº 5 do Regulamento nº 94/4, de 20-06, que regula o mercado especial de operações por grosso.

Março

2 de Março (Decreto-Lei nº 58/99, DR nº 51/99, 1ª Série A)

Regula a constituição e o funcionamento dos fundos de capital de risco. Revoga os Dec.-Leis nºs.187/91, de 17-05 e 214/92 de 13-10.

8 de Março (Carta Circular do Banco de Portugal nº 16/DOC)

Informa as instituições de crédito e as sociedades financeiras de que as regras para efectuarem operações nos mercados primário e secundário de bilhetes do Tesouro, através do Sistema da Transferências Electrónicas de Mercado (SITEME), constam da Instrução nº 6/99.

10 de Março (Regulamento da CMVM nº 4/99, DR nº58/99, 2ª Série)

Altera a redacção dos parágrafos 2.3.2 - Princípios Contabilísticos - Critérios Valorimétricos - Carteira de Títulos -, dos Regulamentos nºs 95/14 e 96/16, aditando-lhes um novo parágrafo, o qual entrará em vigor em 1-1-2000.

12 de Março (Regulamento do Instituto de Seguros de Portugal nº 8/99, DR nº 60/99, 2ª 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 a Norma nº 3/98-R, de 18-02, não repristinando o nº 61 da Norma nº 298/91 de 13-11.

12 de Março (Regulamento do Instituto de Seguros de Portugal nº 9/99, DR nº 60/99, 2ª Série)

Estabelece um conjunto de regras relativas ao cálculo e constituição da margem de solvência e do fundo de garantia das empresas de seguros. Revoga a Norma nº 2/98-R de 18-02.

16 de Março (Dec.-Lei nº 75/99, DR nº 63/99, 1ª Série A)

Valorização do ouro do Banco de Portugal. Procede ao alinhamento do critério de valorização do ouro com o definido para o Sistema Europeu de Bancos Centrais e compatibiliza a nomenclatura e o significado da actual "Reserva de reavaliação do ouro" com os que são adoptados no Plano de Contas do Banco de Portugal. Revoga o Dec.-Lei nº 229-H/88, de 04-07 e faz reportar os seus efeitos a 1-1-99.

30 de Março (Aviso do Banco de Portugal nº 3/99, DR nº 75/99, 1ª Série B)

Procede à flexibilização da disciplina da constituição de provisões para risco-país, permitindo ao Banco de Portugal adaptá-la a situações novas através da emissão de instruções. Dá nova redacção ao nº 1 do nº 12º do Aviso nº 3/95, de 30-06.

31 de Março (Dec.-Lei nº 102/99, DR nº 76/99, 1ª Série A)

Altera o regime jurídico do crédito agrícola mútuo e das cooperativas de crédito agrícola. Dá nova redacção aos arts. 28, 44, 50, 53, 66, 68, 74 e 80, e adita os arts. 81 e 82, ao Dec.-Lei nº 24/91, de 11-01, alterado pelos Dec.-Leis nºs. 230/95 de 12-09 e 320/97 de 25-11.

22 de Março (Carta Circular do Banco de Portugal nº 9/DSB)

Envia cópia da Instrução nº 8/99, a publicar no BNPB nº 4, de 15-04-99, sobre os procedimentos a adoptar pelas instituições de crédito e sociedades financeiras, relativamente aos seus clientes, nas conversões entre o escudo e outras moedas da área do euro.

Abril

1 de Abril (Jornal Oficial das Comunidades Europeias nº 94, Série C)

Taxa de juro aplicada pelo Banco Central Europeu às suas operações de reporte a partir de 1-4-99: 3.00 %; taxas de câmbio do euro.

1 de Abril (Portaria nº 227/99, DR nº 77, 1ª Série B)

Determina, nos termos do nº 3 do artigo 1 do Dec.-Lei nº 88/94, de 2-4, que os valores mobiliários representativos de dívida pública emitidos ao abrigo da Resolução do Conselho de Ministros nº 9-A/99, de 23-2, sejam acrescentados à lista publicada através da Portaria nº 377-A/94, de 15-6.

16 de Abril (Regulamento da CMVM nº 5/99, DR nº 89, 2ª Série)

Estabelece as normas gerais respeitantes à fixação das taxas devidas pela entidade emitente à Associação da Bolsa de Valores de Lisboa (ABVL), em contrapartida dos serviços que lhe são prestados por esta relativos à admissão e readmissão à negociação de valores mobiliários, bem como à sua manutenção nos mercados de bolsa a contado. Revoga o disposto nos nºs. 7 a 9 do regulamento nº 91/12 e no nº 9 do Regulamento nº 91/14 da CMVM.

Rectificado pelo Regulamento nº 11/99, de 19-04, in DR, 2ª Série, nº 113, de 15-05-99).

28 de Abril (Carta Circular do Banco de Portugal nº 24/DOC)

Informa de que o Banco de Portugal irá proceder no próximo dia 10-5 à redenominação dos Títulos de Depósito ainda em circulação, e explica o método a utilizar na referida operação.

28 de Abril (Portaria nº 293/99, DR nº 99, Série B)

Procede, nos termos do nº 2 do artigo 27 do Dec.-Lei nº 415/91, de 25-10, à adaptação ao euro das regras relativas à aplicação dos fundos de pensões. Revoga as Portarias nos. 1152-E/94, de 27-12, 195/97, de 21-3 e 46/98, de 30-1.

30 de Abril (Portaria nº 299/99, DR nº 101, Série B)

Procede, nos termos do nº 1 do artigo 90 e do artigo 187 do Dec.-Lei nº 94-B/98, de 17-4, à adaptação ao euro das regras relativas aos activos representativos das provisões técnicas das empresas de seguros. Revoga as Portarias nos. 1152-D/94, de 27-12, 194/97, de 21-3 e 48/98, de 4-2.

30 de Abril (Carta Circular do Banco de Portugal nº 26/DOC)

Comunica que a taxa de remuneração dos Títulos de Depósito da Série B é fixada em 2.35%, para vigorar no trimestre iniciado em 4-5-99.

Maiο

5 de Maio (Aviso nº 4/99, DR nº 104, 1ª Série)

Fixa as contribuições para o Fundo de Garantia do Crédito Agrícola Mútuo; estabelece um regime transitório relativamente às contribuições da Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo e das caixas de crédito agrícola mútuo, determinando a sua reapreciação no ano 2002.

12 de Maio (Carta Circular do Banco de Portugal nº 28/DOC)

Informa de que irá ser divulgada a centralização de responsabilidades, rectificadas, relativa a Janeiro de 1999, anulando a que foi emitida em 22 de Abril último.

16 de Maio (Decisão do Banco Central Europeu, de 1 de Dez 1998, (1999/331/CE))

Decisão relativa à participação percentual dos bancos centrais nacionais na tabela de repartição para a subscrição do capital do Banco Central Europeu (BCE/1998/13). A presente decisão substitui a Decisão do BCE de 9-6-98 (BCE/1998/1). A actual Decisão produz efeitos retroactivos a partir de 1-6-98. A Comissão Executiva do BCE está, pela presente decisão, autorizada a tomar todas as medidas necessárias para efectuar os ajustamentos dos montantes já liquidados pelos BCN nos termos da decisão do BCE de 9-6-98, que adopta as medidas necessárias à realização do capital do BCE (BCE/1998/2).

20 de Maio (Decreto-Lei nº 172/99, DR nº 117, 1ª Série I, A)

Estabelece o regime jurídico dos *warrants* autónomos emitidos, negociados ou comercializados em Portugal. Adita um art. 157-A ao Código do Mercado de Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei nº 142-A/91, de 10-4, e dá nova redacção ao art. 3 do Código do Registo Comercial, aprovado pelo Dec.-Lei nº 403/86, de 3-12.

Agosto

20 Agosto (Decreto-Lei n.º 329/99, DR n.º 194, 1.ª Série A)

Regula o processo de cunhagem, armazenagem, segurança, pagamento e lançamento em circulação das moedas metálicas correntes de euro, destinadas a substituir o escudo a partir do início de 2002.

31 de Agosto (Despacho n.º 17704, DR n.º 212, 2.ª Série)

Determina, nos termos do n.º 1 do art. 10 do Dec.-Lei n.º 349/98, de 11-11, que poderão efectuar operações incluídas nos regimes de crédito bonificado à habitação todas as instituições de crédito habilitadas a conceder empréstimos à habitação no regime geral em Portugal, desde que estejam preparadas para assegurar a prestação de informações necessárias ao sistema de gestão, controlo e fiscalização do crédito bonificado, de acordo com o citado diploma e respectiva regulamentação, bem como com as normas divulgadas pela Direcção-Geral do Tesouro.

Setembro

15 de Setembro (Dec.-Lei n.º 357/99, DR n.º 216, 1.ª Série A)

Cria os planos poupança-educação (PPE), constituídos por certificados nominativos de um fundo de poupança-educação (FPE), ou certificados nominativos de um fundo de poupança-reforma/educação (FPR/E) constituído para o efeito ou resultante da transformação do FPR já existente, com o objectivo de fazer face às despesas com educação em curso do ensino profissional ou do ensino superior do participante e dos membros do seu agregado familiar, e beneficiando, com as necessárias adaptações, do regime fiscal previsto no art. 21 do Estatuto dos Benefícios Fiscais, aprovado pelo Dec.-Lei n.º 215/89, de 1-7.

16 de Setembro (Regulamento da CMVM n.º 15/99, DR n.º 228, 2.ª Série)

Estabelece um conjunto de regras segundo as quais as entidades de fundos de investimento mobiliário devem elaborar um prospecto simplificado para cada fundo de investimento mobiliário, por forma a incluir a informação essencial que permita ao investidor tomar uma decisão de investimento esclarecida, prestada através de uma linguagem acessível e sintética.

21 de Setembro (Carta Circular n.º 20/99/DSBDR)

Recomenda que, durante a fase pré-contratual, os clientes das instituições de crédito e sociedades financeiras, sejam informados, por escrito, do impacto, no serviço efectivo da dívida correspondente ao empréstimo em causa, de uma subida da taxa de juro de 1 ponto percentual na data em que esta assuma a característica de "variável".

Outubro

13 de Outubro (Dec.-Lei n.º 394/99, DR n.º 239, 1.ª Série A)

Aprova o regime jurídico que reestrutura e reorganiza as entidades gestoras de mercados de valores mobiliários regulamentados e não regulamentados e as entidades que prestam serviços relacionados com a gestão desses mercados. Revoga os arts. 190, 192, 194 a 263 e 481 a 498 do Código do Mercados de Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei n.º 142-A/91, de 10-04, com a transformação das actuais associações em sociedades, mantendo-se em vigor, no caso de tal não se verificar, os n.ºs. 3 e 4 do art. 194 e os arts. 250, 494 e 495 do mesmo diploma.

(Diplomas conexos) Portaria n.º 1182/99 (2.ª Série), de 22-10-99, no DR. 2.ª Série, n.º 257, de 04-11-99. Portaria n.º 1183/99 (2.ª Série), de 22-10-99, no DR. 2.ª Série, n.º 257, de 04-11-99.

22 de Outubro (Portaria n.º 1183/99, DR n.º 257, 2.ª Série)

Cria o Mercado Especial de Dívida Pública (MEDIP), o qual constitui um mercado regulamentado vocacionado para a realização de operações por grosso de valores mobiliários escriturais representativos de Dívida Pública do Estado. A gestão deste mercado cabe a uma sociedade anónima, a constituir nos termos do Dec.-Lei n.º 394/99, de 13 de Outubro e da regulamentação da CMVM.

27 de Outubro (Carta Circular do Banco de Portugal nº 347/DMR)

Comunica, na sequência da decisão de passar a ligar a taxa de remuneração dos Títulos de Depósito Série B à taxa de remuneração das reservas mínimas do Sistema Europeu de Bancos Centrais, que a taxa de remuneração dos Títulos de Depósito Série B será de 2.5%, para o período trimestral de contagem de juros que se inicia em 04-11-99.

Novembro

5 de Novembro (Dec.-Lei nº 453/99, DR nº 258, 1ª Série A)

Estabelece o regime das cessões de créditos para efeito de titularização (titularização de créditos), e regula a constituição e funcionamento dos fundos de titularização de créditos, das sociedades de titularização de créditos e das sociedades gestoras daqueles fundos. Consideram-se realizadas para efeitos de titularização as cessões de créditos em que a entidade cessionária seja um fundo de titularização de créditos ou uma sociedade de titularização de créditos.

9 de Novembro (Dec.-Lei nº 475/99, DR nº 261, 1ª Série A)

Regula a constituição e o funcionamento dos fundos de pensões. Revoga o Dec.-Lei nº 415/91, de 25 de Outubro, mantendo-se, no entanto em vigor, quer as disposições relativas às aplicações de fundos de pensões, quer as disposições das normas já emitidas pelo Instituto de Seguros de Portugal.

Dezembro

29 de Dezembro (Aviso nº 6/99, DR nº 4, 1ª Série B, 6 de Janeiro de 2000)

Estabelece as condições a que devem obedecer as caixas agrícolas que pretendam alargar o seu objecto a alguma ou algumas das actividades previstas nas diversas alíneas do nº 1 do artigo 36-A do regime jurídico do crédito agrícola mútuo e das cooperativas de crédito agrícola, aprovado pelo Dec.-Lei nº 24/91, de 11-1, com a redacção que lhe foi dada pelo Dec.-Lei nº 230/95, de 12-9.

29 de Dezembro (Aviso nº 7/99, DR nº 4, 1ª Série B, 6 de Janeiro de 2000)

Altera o nº 3 do Aviso nº 1/93, de 8-6, relativamente ao modo de cálculo do rácio de solvabilidade das instituições de crédito.

Janeiro

11 de Janeiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 2/DMRCF/CR)

Informa de que se encontra disponível na página do Banco de Portugal na INTERNET, a lista dos activos elegíveis propostos pelo Banco de Portugal e aceites pelo Banco Central Europeu.

27 de Janeiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 4/DMR)

Comunica, na sequência da Carta-Circular nº 347/DMR, de 27-10-99, que a taxa de remuneração dos Títulos de Depósito Série B será de 3%, para o período trimestral de contagem de juros que se inicia em 4-2-2000.

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
- 2/99** THE OPTIMAL MIX OF TAXES ON MONEY, CONSUMPTION AND INCOME
— Fiorella De Fiore, Pedro Teles
- 3/99** OPTIMAL EXECUTIVE COMPENSATION: BONUS, GOLDEN PARACHUTES, STOCK OWNERSHIP AND STOCK OPTIONS
— Chongwoo Choe
- 4/99** SIMULATED LIKELIHOOD ESTIMATION OF NON-LINEAR DIFFUSION PROCESSES THROUGH NON-PARAMETRIC PROCEDURE WITH AN APPLICATION TO THE PORTUGUESE INTEREST RATE
— João Nicolau
- 5/99** IBERIAN FINANCIAL INTEGRATION
— Bernardino Adão
- 6/99** CLOSURE AND DIVESTITURE BY FOREIGN ENTRANTS: THE IMPACT OF ENTRY AND POST-ENTRY STRATEGIES
— José Mata, Pedro Portugal

- 1/00** **UNEMPLOYMENT DURATION: COMPETING AND DEFECTIVE RISKS**
— John T. Addison, Pedro Portugal
- 2/00** **THE ESTIMATION OF RISK PREMIUM IMPLICIT IN OIL PRICES**
— Jorge Barros Luís