



*Banco de Portugal*

EUROSISTEMA

Boletim Económico  
Inverno | 2005

Disponível em  
[www.bportugal.pt](http://www.bportugal.pt)  
Publicações

*Banco de Portugal*

**Departamento de Estudos Económicos**

Av. Almirante Reis, 71– 6.º andar  
1150-012 Lisboa

**Distribuição**

Departamento de Serviços de Apoio  
Av. Almirante Reis, 71– 2.º andar  
1150-012 Lisboa

**Impressão e acabamento**

ELO – Publicidade, Artes Gráficas

**Tiragem**

1500 exemplares

Depósito Legal n.º 86639/95

ISSN 0872-9794

# Banco de Portugal

## Boletim Económico

Inverno | 2005

### *Nota de apresentação do Governador*

- **A retoma moderada da economia** ..... 7

### *Textos de política e situação económica*

- **Perspectivas para a economia portuguesa: 2006-2007** .. 13

### *Artigos*

- **Competitividade das exportações portuguesas: uma avaliação dos pesos da taxa de câmbio efectiva** ..... 37
- **Um resumo da literatura de determinação da taxa de câmbio real de equilíbrio aplicações ao caso da taxa de câmbio do euro** ..... 49
- **A economia chinesa e a sua integração na economia mundial** ..... 67
- **Séries longas mensais para a economia portuguesa** ... 83

### *Cronologia das principais medidas financeiras*

- **Janeiro 2005 a Novembro 2005** ..... I

### *Working papers*

- **1998 a 2005** ..... i

## *Estudos Económicos*

Volume 11

Número 4

## Nota de apresentação do Governador

## A RETOMA MODERADA DA ECONOMIA

*Vitor Constâncio*

1. Como habitualmente nesta altura do ano, o Boletim Económico inclui as projecções para a economia portuguesa referentes aos próximos dois anos. Preparadas no contexto do exercício de projecções do Eurosistema que decorreu em Outubro e Novembro, procedeu-se, no entanto, a actualizações de algumas hipóteses e à incorporação de informação mais recente sobre a evolução económica.

O crescimento económico para que apontam as previsões está centrado em 0,3 por cento em 2005, 0,8 por cento em 2006 e 1 por cento em 2007. São valores que significam uma recuperação muito moderada da economia, mas que reflectem a influência de choques económicos significativos, alguns de natureza mais temporária e outros de efeito mais estrutural. Por exemplo, o aumento extraordinário do preço do petróleo nos últimos dois anos afectou-nos mais do que a outros países e implica uma redução de 0,6 pontos percentuais no crescimento em 2005 e 2006. Se pudéssemos excluir os efeitos destes choques bem como o impacto de curto prazo das medidas de ajustamento orçamental, chegaríamos a taxas de crescimento de cerca de 1,25 por cento em 2005 e 2 por cento em 2006. A coincidência da fase mais exigente da indispensável consolidação orçamental e da quase duplicação dos preços do petróleo contribuiu para este período de fraca conjuntura no actual ciclo económico. No entanto, aquela exclusão não é inteiramente justificada, uma vez que o novo nível atingido pelo preço do petróleo, admitindo que se mantém, não produz um efeito meramente temporário e continuará a produzir consequências negativas durante mais tempo e, por outro lado, as exigências da consolidação orçamental continuarão também a existir, apesar dos efeitos

positivos que terá no médio prazo e dos efeitos de confiança que poderá ter desde já sobre os agentes económicos. A par destes efeitos mais duradouros, a economia portuguesa defronta outros problemas estruturais difíceis de vencer, como os que resultam da concorrência de novos países agora integrados no mercado europeu e mundial. A economia terá que reagir para se adaptar a esses novos dados da concorrência, mas prever alterações de comportamento e estrutura a médio prazo não constitui um exercício fácil de realizar. Mesmo a previsão para 2007 encontra-se, naturalmente, rodeada de maior grau de incerteza e é de presumir que a partir dessa altura possam dissipar-se alguns efeitos negativos mais recentes, permitindo que a economia possa crescer mais normalmente.

2. A desaceleração da economia portuguesa em 2005 resultou de uma diminuição acentuada do contributo da procura interna para o crescimento do PIB decorrente em especial da quebra do investimento (-3,1 por cento) e do abrandamento do consumo público. Apesar do contributo líquido do comércio externo (exportações menos importações) ter aumentado muito ligeiramente, assinala-se a forte quebra do crescimento das exportações, de 5,4 por cento em 2004 para 1,8 por cento no ano passado. Nos próximos dois anos a moderada recuperação prevista assenta na manutenção do crescimento da procura interna (em 0,6 por cento ao ano) e num crescente contributo do comércio externo. O andamento da procura interna reflecte os desequilíbrios acumulados na economia e o grau de endividamento dos agentes económicos que contribuiu para um crescimento mais sustentável das despesas privadas. Assinala-se, no entanto, que o consumo privado deverá aumentar mais de 1

por cento por ano e o Rendimento Disponível das famílias portuguesas aumentará também em termos reais no período destas previsões. Por seu turno, as exportações deverão acelerar em resultado de alguma recuperação das exportações do sector automóvel, o que se reflectirá em perdas de quota nos mercados externos sucessivamente menores ao longo dos próximos anos.

Dois factores poderiam conduzir a uma acentuação da retoma na parte final do período das previsões: um crescimento internacional mais forte e uma recuperação mais rápida do investimento privado do que aquela que está implícita nas actuais projecções. Deve, porém, reconhecer-se com realismo que a maioria dos riscos associados às actuais projecções apontam ainda na direcção contrária. A grande incerteza da situação económica internacional não pode deixar de afectar a avaliação dos riscos associados a qualquer previsão económica. Na verdade, a retoma internacional pode vir a revelar-se menos dinâmica do que o previsto se os grandes desequilíbrios existentes na economia mundial afectarem negativamente o crescimento. Por outro lado, há que recordar que as projecções preparadas pelo Eurosistema assentam na hipótese técnica de taxas de juro e de câmbio constantes, o que introduz um grau de risco adicional das projecções.

3. No que se refere à inflação, as actuais previsões apontam para uma progressão da taxa de aumento médio dos preços de 2,1 por cento em 2005, 2,5 por cento em 2006, reduzindo-se para 2,3 por cento em 2007. O aumento da taxa de inflação projectado para 2006, especialmente na parte inicial do ano, está muito influenciado pelo crescimento dos preços dos bens energéticos na segunda metade de 2005, evolução que se deverá alterar ao longo de 2006. Um outro factor que faz subir a taxa de inflação do primeiro semestre de 2006 é o aumento dos impostos indirectos (em particular o aumento da taxa normal do IVA de 19 para 21 por cento em Julho de 2005), cujo impacto apenas se dissipará durante a segunda metade do ano. A taxa de variação homóloga do índice de preços deverá apresentar um máximo no primeiro trimestre de 2006, podendo atingir cerca de 3 por cento, diminuindo progressivamente daí em diante até

atingir valores de cerca de 2,2 por cento na parte final de 2006.

No que respeita às contas com o exterior, as necessidades de financiamento externo da economia portuguesa, depois da significativa redução verificada até 2003, registaram desde então um significativo aumento, passando de 3,7 por cento do PIB para 5,9 por cento em 2004 e para um valor estimado de 8,2 por cento em 2005. De acordo com as actuais previsões, o desequilíbrio externo da economia portuguesa poderá atingir 8,5 e 8,8 por cento nos próximos dois anos. Esta evolução reflecte em grande parte os efeitos dos enormes aumentos do preço do petróleo registados desde 2003. Excluindo os bens energéticos, o défice da balança de transacções correntes teria tido uma trajectória descendente durante todo o período. O impacto sobre os termos de troca da evolução desfavorável da componente energética ter-se-á traduzido, por si só, numa deterioração da balança de bens e serviços em cerca de 1 por cento do PIB em 2005, projectando-se impactos de -0.7 e -0.2 por cento do PIB em 2006 e 2007, respectivamente.

4. Para além dos desequilíbrios e dos choques temporários que marcaram a conjuntura económica, esta tem sido também afectada por problemas estruturais de competitividade que claramente indicam que o problema de fundo que defrontamos é o de conseguir aumentar a taxa de crescimento potencial da economia. Alcançar esse objectivo no contexto da crescente concorrência que enfrentamos por efeito da globalização e do alargamento da União Europeia constitui um desafio muito exigente. As debilidades estruturais de que sofremos, os deficientes níveis educacionais, a insuficiente transformação das estruturas produtivas, a escassez da iniciativa empresarial, entre outros, tornam difícil responder a esse desafio. Carecemos também de uma reforma de mentalidades: temos que abandonar uma atitude defensiva, corporativa, estatizante, que torna a sociedade imóvel e precisamos de uma cultura de abertura internacional, de inovação e de risco, que as gerações mais jovens se mostram dispostas a protagonizar. É necessário manter uma visão de um futuro viável e mais próspero ao mesmo tempo que se fazem reformas difíceis. São, assim, as instituições portuguesas que estão postas à prova num

momento em que se tornou inevitável enfrentar os problemas do país. As grandes orientações a seguir encontram-se suficientemente identificadas:

A primeira é a de assegurar a estabilidade macroeconómica, ou seja, resolver em definitivo o problema orçamental e assegurar a sustentabilidade da segurança social. A correcção dos erros do Orçamento inicial de 2005 e o realismo do Orçamento aprovado para este ano fornecem uma indicação positiva sobre a possibilidade de se cumprir aquele objectivo. Será, porém, necessário manter um grande rigor na difícil execução orçamental deste ano.

A segunda respeita à necessidade de adoptar uma política social mais selectiva, com objectivos de redistribuição e especial apoio a desempregados, com particular reforço das políticas activas de emprego e de requalificação profissional.

A terceira refere-se a investir nas pessoas, ou seja, intensificar o esforço em educação e formação.

Finalmente, a quarta orientação recomenda a concentração de recursos e incentivos na promoção da inovação tecnológica. Na verdade, só com um significativo aumento do conteúdo tecnológico das nossas produções e a expansão dos

sectores de bens e serviços internacionalmente transaccionáveis conseguiremos superar com êxito as actuais dificuldades.

Em suma, manter um rigoroso realismo financeiro, apoiar e investir nas pessoas e criar novas vantagens comparativas para as empresas constituem as tarefas do momento. A fase actual de débil crescimento da despesa interna tem o efeito de conter a expansão do endividamento e de pressionar as empresas para se reestruturarem, aumentando a produtividade e reorientando os destinos das suas produções em maior escala para os mercados externos. A possibilidade de a economia retomar um caminho de crescimento económico significativo depende essencialmente da capacidade das empresas reagirem apropriadamente aos desafios da concorrência no quadro liberalizado em que nos movemos.

Não estamos perante uma crise permanente da nossa economia, mas esta tem de se adaptar às novas condições da concorrência internacional. Determinação e rigor nas políticas públicas e dinamismo das empresas são essenciais para mais rapidamente superarmos a actual fase de insuficiente desempenho económico.

Lisboa 4 de Janeiro de 2006

Textos de política e situação económica

## PERSPECTIVAS PARA A ECONOMIA PORTUGUESA: 2006-2007

## 1. INTRODUÇÃO

As projecções para a economia portuguesa apresentadas neste artigo correspondem a uma actualização das previsões elaboradas pelo Banco de Portugal no âmbito do exercício do Eurosistema de Dezembro de 2005<sup>(1)</sup>. O cenário macroeconómico para 2005 apresenta algumas diferenças em relação ao publicado no *Boletim Económico* do Outono, que reflectem a incorporação de informação mais recente, de que se destacam os dados do comércio internacional relativos ao terceiro trimestre de 2005 divulgados no início de Dezembro. No entanto, a inclusão desta informação traduziu-se apenas numa alteração da composição da despesa, mantendo-se inalterada a taxa de crescimento da actividade económica estimada para 2005. Assim,

após um crescimento de 0.3 por cento em 2005, o cenário central da actual projecção contempla uma recuperação moderada da actividade económica ao longo do horizonte, prevendo-se um crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) de 0.8 por cento em 2006 e de 1.0 por cento em 2007 (Quadro 1).

(1) O exercício de projecção do Eurosistema de Dezembro de 2005 tomou em consideração a informação que se encontrava disponível até meados de Novembro. A projecção agora divulgada incorpora informação disponível até meados de Dezembro, assim como os efeitos directos sobre a economia portuguesa decorrentes da actualização das hipóteses técnicas relativas à evolução do preço do petróleo, das taxas de juro e das taxas de câmbio. Para mais detalhes sobre as projecções para a área do euro, ver *Boletim Mensal do BCE*, Dezembro de 2005.

Quadro 1

## PROJEÇÕES DO BANCO DE PORTUGAL

Taxa de variação, em percentagem

	2004	Projecção actual			Por memória:		
					BE Out. 2005	BE Verão 2005	
		2005	2006	2007	2005	2005	2006
Consumo privado .....	2.3	1.8	1.2	1.1	1.9	2.0	1.3
Consumo público .....	2.6	1.1	0.7	0.4	1.1	1.1	0.3
Formação Bruta de Capital Fixo .....	0.2	-3.1	-1.1	-0.8	-2.8	-1.5	0.9
Procura interna .....	2.1	0.6	0.6	0.6	0.7	0.9	1.1
Exportações .....	5.4	1.8	4.0	5.2	0.7	2.7	6.8
Procura global .....	2.8	0.8	1.3	1.6	0.7	1.3	2.4
Importações .....	6.8	2.4	2.8	3.2	1.7	3.3	5.1
PIB .....	1.3	0.3	0.8	1.0	0.3	0.5	1.2
Balança corrente + balança de capital (% PIB) .....	-5.9	-8.2	-8.5	-8.8	-8.3	-7.0	-7.6
Índice Harmonizado de Preços no Consumidor .....	2.5	2.1	2.5	2.3	2.2	2.3	3.0

Nota: Para cada variável apresenta-se a projecção correspondente ao cenário central (entendido como o valor mais provável dessa variável condicional ao conjunto de hipóteses consideradas). Conforme desenvolvido na Secção 4 deste artigo, as distribuições de probabilidade atribuídas aos valores possíveis da variável poderão ser assimétricas, pelo que a probabilidade de se observar um valor abaixo do cenário central pode ser diferente da probabilidade de se observar um valor acima do cenário central.

Num contexto de baixo crescimento do produto tendencial, o perfil de recuperação moderada da actividade económica está associado a um conjunto de desequilíbrios que se têm vindo a acumular na economia portuguesa, e que deverão condicionar a evolução da procura interna. Assim, as despesas de consumo privado e de aquisição de habitação estão limitadas pelo elevado nível de endividamento das famílias, enquanto o crescimento da despesa das administrações públicas está restringido pela necessidade inadiável de correcção do desequilíbrio orçamental, consubstanciada no Programa de Estabilidade e Crescimento (PEC). Estas restrições, num contexto de crescimento das exportações abaixo da procura externa, decorrente do aumento da concorrência internacional e da manutenção de uma evolução desfavorável dos custos unitários de trabalho face aos principais parceiros comerciais, deverão traduzir-se na manutenção de um crescimento inferior ao projectado para o conjunto da área do euro ao longo do horizonte da actual projecção, tomando como referência o ponto médio do intervalo de projecção do exercício do Eurosistema.

A recuperação da actividade económica baseia-se numa trajetória de aceleração das exportações, na medida em que se projecta que a procura interna registe em 2006 e 2007 um ritmo de crescimento semelhante ao estimado para 2005. Esta estabilização pressupõe, no entanto, uma evolução diferenciada das suas principais componentes, de que se destacam: (i) a desaceleração do consumo privado para níveis mais consentâneos com a evolução da actividade económica; (ii) a evolução menos negativa da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) devido, essencialmente, ao investimento empresarial, uma vez que à semelhança do ocorrido nos últimos anos é projectada uma estagnação do investimento em habitação, enquanto que para o investimento público (excluindo o efeito das vendas de património) se considera uma quase estabilização em 2006 e uma queda em 2007 (em termos reais), em linha com o perfil das transferências da União Europeia (UE) no âmbito dos Quadros Comunitários de Apoio. Apesar do fraco ritmo de crescimento da procura interna, o cenário central da projecção contempla a manutenção do desequilíbrio externo em torno do nível estimado para 2005, com as necessidades de financiamento externo da economia portuguesa a situarem-se em

valores compreendidos entre 8.2 e 8.8 por cento do PIB.

O actual cenário corresponde a uma revisão em baixa relativamente às projecções para o crescimento do PIB divulgadas no *Boletim Económico do Verão* (ver Gráfico 1), o que, no essencial, se deve à materialização de alguns riscos descendentes então identificados.

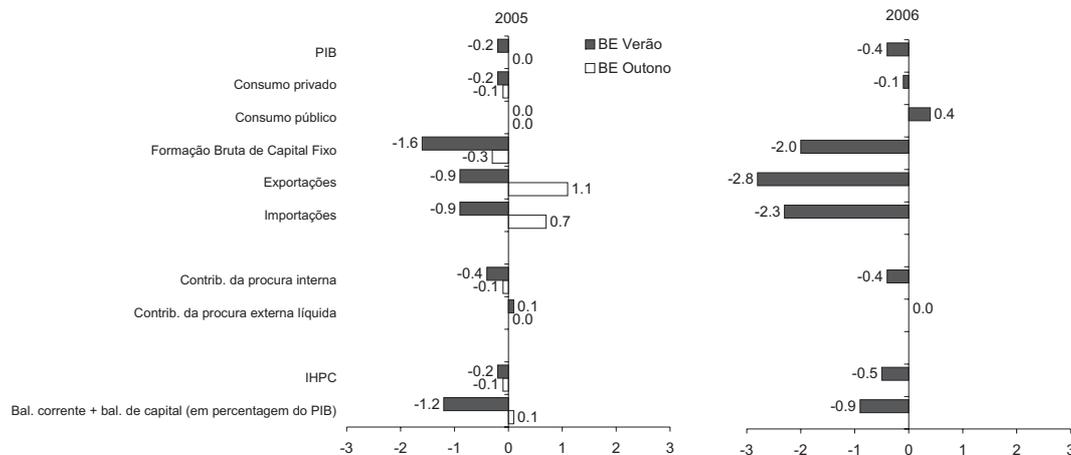
Em primeiro lugar, num contexto de deterioração da confiança dos agentes económicos na segunda metade de 2005 e de alguma correcção do crescimento especialmente elevado das despesas de consumo de bens duradouros no segundo trimestre, estima-se que a procura interna tenha registado um perfil de desaceleração ao longo de 2005. Esta evolução terá sido compensada por um aumento do contributo da procura externa líquida, de modo que o actual cenário contempla um perfil relativamente estável para o crescimento do PIB entre o primeiro e segundo semestres de 2005, em vez da aceleração subjacente às projecções anteriores<sup>(2)</sup>. Esta revisão do perfil intra-anual para o ano de 2005 contribui para a revisão em baixa do crescimento do PIB projectado para 2006, pelos efeitos dinâmicos resultantes de um crescimento inferior ao anteriormente projectado na fase final de 2005.

Em segundo lugar, as exportações registaram um crescimento inferior ao projectado no *Boletim Económico do Verão*<sup>(3)</sup>, o que deverá estar relacionado com um maior impacto da concorrência internacional nos mercados de destino das exportações portuguesas do que anteriormente previsto. Estes efeitos, que terão sido particularmente fortes em 2005, deverão continuar a manifestar-se ao longo do horizonte de projecção, em conjunto com perspectivas menos favoráveis para as exportações do sector automóvel e poderão implicar perdas adicionais de quotas de mercado das exportações portuguesas. Adicionalmente, verificou-se uma revisão em baixa da procura externa relevante para a economia portuguesa em 2006, resultante de um menor ritmo de crescimento previsto para os principais mercados de destino. Estes factores implicam que a actual projecção considere um

(2) Ver "Caixa: Perfil intra-anual da economia portuguesa em 2005".

(3) Refira-se que, apesar desta revisão em baixa, o crescimento das exportações agora estimado para 2005 é superior ao contemplado no *Boletim Económico do Outono*, reflectindo a evolução mais dinâmica das exportações observada no terceiro trimestre de 2005, o mesmo se verificando em relação às importações.

Gráfico 1  
DIFERENÇA EM RELAÇÃO AO CENÁRIO CENTRAL DA PROJEÇÃO DE VERÃO E OUTONO  
Em pontos percentuais



crescimento das exportações significativamente mais moderado do que o apresentado no *Boletim Económico* do Verão.

Por último, a significativa subida do preço do petróleo registada desde a data de fecho da informação subjacente ao *Boletim Económico* do Verão, que de acordo com as expectativas implícitas nos mercados de futuros se traduzirá em preços mais elevados ao longo do horizonte de projecção do que o então considerado, contribuiu também para um enquadramento externo mais desfavorável para a economia portuguesa. A subida dos preços do petróleo tem tido um impacto particularmente importante na economia portuguesa (-0.6 pontos percentuais em 2005 e 2006 e cerca de -0.5 pontos percentuais em 2007)<sup>(4)</sup>.

Em relação à inflação, o cenário central da actual projecção aponta para um aumento da taxa de variação média anual do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) de 2.1 por cento em 2005 para 2.5 por cento em 2006, seguido de uma redução para 2.3 por cento em 2007. O aumento temporário da taxa de inflação projectado para 2006 está intimamente relacionado com o perfil de aceleração dos preços verificado ao longo de 2005, de 1.8 por cento no primeiro semestre para 2.5 por cento em Novembro, o qual esteve, essencialmente, associado, por um lado, com o aumento da taxa normal do IVA de 19 para 21 por

cento em Julho e, por outro, com o perfil ascendente observado nos preços dos bens energéticos. O desvanecer do impacto do aumento do IVA no crescimento dos preços no consumidor em termos homólogos, bem como a estabilização dos preços do petróleo e o crescimento limitado dos preços de importação dos bens não energéticos deverão favorecer a desaceleração dos preços a partir da segunda metade de 2006. Esta projecção assenta igualmente num crescimento dos salários a um ritmo inferior ao verificado nos anos mais recentes, embora ainda superior ao esperado para o conjunto da área do euro.

A actual projecção para a inflação representa uma revisão em baixa relativamente ao *Boletim Económico* do Verão, apesar da materialização dos riscos associados a uma subida do preço do petróleo e de uma depreciação da taxa de câmbio do euro. Esta revisão em baixa reflecte fundamentalmente o efeito dinâmico decorrente de um crescimento dos preços inferior ao esperado no segundo semestre de 2005. Por um lado, registou-se um menor crescimento dos preços de importação de bens não energéticos, num contexto de crescente integração no comércio internacional de países com custos de produção reduzidos e, por outro lado, materializou-se o risco identificado no *Boletim Económico* do Verão relativo ao impacto da subida do IVA. Nessas projecções, havia sido referido que parte da subida do IVA poderia ser absorvida através de reduções das margens de lucro que não foram consideradas no cenário central, situação que

(4) Ver "Caixa: O impacto da recente subida do preço do petróleo na evolução da actividade económica em Portugal".

a evolução recente dos preços parece confirmar e que terá determinado um impacto do aumento da taxa normal do IVA inferior ao esperado.

### 2. HIPÓTESES SUBJACENTES ÀS PROJECCÕES

A actual projecção assenta num conjunto de hipóteses técnicas relacionadas com a evolução das taxas de juro, das taxas de câmbio e dos preços das matérias-primas. Estas hipóteses técnicas foram construídas com base na informação disponível até meados de Dezembro, assumindo-se, como habitualmente, a manutenção das taxas de juro de curto prazo e das taxas de câmbio do euro nos níveis então prevalentes, enquanto que para as taxas de juro de longo prazo e para os preços das matérias-primas se admite uma evolução em linha com as expectativas implícitas nos mercados de futuros.

A evolução da procura externa dirigida a Portugal assumida no corrente exercício baseia-se nas projecções elaboradas pelos respectivos bancos centrais nacionais no âmbito do exercício de projecção do Eurosistema de Dezembro de 2005, bem como num conjunto de hipóteses comuns assumidas nesse exercício para o crescimento das economias não pertencentes à área do euro. Finalmente, além destes pressupostos, considerou-se ainda um conjunto de hipóteses específicas para a economia portuguesa, de onde se destacam as relativas à evolução das finanças públicas e dos preços condicionados por procedimentos de natureza administrativa.

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

O cenário central da actual projecção admite que as taxas de juro do mercado monetário para operações a três meses permanecerão inalteradas, aos níveis registados em meados de Dezembro, até ao final do horizonte de projecção. Esta hipótese, que incorpora já a subida de taxas de juro de referência decidida pelo BCE no início de Dezembro, implica alguma subida em termos médios anuais das taxas de juro de curto prazo em 2006 e 2007, relativamente aos níveis historicamente baixos registados nos últimos anos.

No que diz respeito à taxa de juro de longo prazo, admite-se uma evolução em linha com as expectativas implícitas nos mercados de futuros, as

quais contemplam um ligeiro aumento destas taxas em 2006 e 2007, após a redução verificada em 2005.

O pressuposto técnico inerente à evolução das taxas de câmbio do euro, que também corresponde à manutenção desta ao longo do horizonte de projecção aos níveis registados em meados de Dezembro, traduz-se numa depreciação do euro em termos médios anuais em 2006. Esta evolução, tanto em termos nominais efectivos como face ao dólar, é uma consequência do perfil de depreciação do euro observado ao longo de 2005.

#### 2.2. Preços internacionais

As hipóteses técnicas relativas à evolução dos preços internacionais de matérias-primas reflectem as expectativas implícitas nos respectivos mercados de futuros. Estas hipóteses traduzem-se num aumento do preço médio anual do barril de petróleo de cerca de 55 dólares em 2005 para valores relativamente estáveis, próximos de 60 dólares, em 2006 e 2007. Deste modo, o aumento do preço do petróleo em 2006, em termos médios anuais, reflecte sobretudo o perfil de subida registado ao longo de 2005. Em relação aos preços em dólares das matérias-primas não energéticas, as hipóteses admitidas apontam para uma taxa de crescimento de 3.8 e de 5.2 por cento em 2006 e 2007, respectivamente (5.8 por cento em 2005).

O exercício do Eurosistema de Dezembro de 2005 estima que a variação média anual do IHPC da área do euro se situe entre 2.1 e 2.3 por cento em 2005, projectando para 2006 e 2007 intervalos de 1.6 a 2.6 e de 1.4 a 2.6 por cento, respectivamente. Estas projecções reflectem, entre outros factores, a relativa estabilidade dos preços do petróleo no horizonte de previsão, em linha com as hipóteses técnicas do exercício (o que implica uma redução progressiva, em termos homólogos, do contributo da componente energética do IHPC)<sup>(5)</sup>. Espera-se igualmente um crescimento salarial moderado, a par de um ligeiro aumento da produtividade. Finalmente, os intervalos de projecção têm ainda por base a expectativa de que as pressões inflacionistas associadas à evolução dos preços de

(5) Estas projecções pressupõem um aumento do IVA de 16 para 19 por cento em 2007 na Alemanha.

importação das matérias-primas excluindo bens energéticos permanecerão reduzidas.

### 2.3. Actividade económica no exterior e procura externa

As hipóteses relativas à evolução da procura externa dirigida a Portugal foram elaboradas com base no exercício de projecção do Eurosistema de Dezembro de 2005, não tendo sido sujeitas a posterior actualização. Estas projecções têm subjacente um conjunto de hipóteses relativas ao crescimento do PIB e das importações dos países não pertencentes à área do euro, que serve de base às projecções dos bancos centrais nacionais para os países da área do euro, sendo posteriormente assegurada a consistência dos fluxos de comércio de bens e serviços entre as economias dos estados-membros da área do euro.

No que diz respeito ao enquadramento externo da área do euro, este deverá permanecer favorável ao longo do horizonte, projectando-se que o ritmo de crescimento económico se situe em 4.8 por cento em 2006 e 4.5 por cento em 2007, o que compara com uma estimativa de 4.9 por cento em 2005. Nos Estados Unidos, a economia deverá manter um ritmo de crescimento robusto, não obstante alguma moderação em relação às taxas de crescimento observadas em 2004. Nos países asiáticos excluindo o Japão, a actividade económica deverá manter um ritmo de crescimento acima da média global, apresentando apenas uma ligeira desaceleração em relação ao passado recente. Para os países que aderiram à UE em 1 de Maio de 2004 é esperada a manutenção de fortes taxas de crescimento da actividade.

Relativamente ao conjunto da área do euro, estima-se que o crescimento do PIB se situe no intervalo de 1.2 a 1.6 por cento em 2005, projectando-se para os dois anos seguintes um crescimento económico entre 1.4 e 2.4 por cento. Estas projecções estão muito condicionadas pelo crescimento das exportações, que reflectem a manutenção de uma procura externa forte ao longo do horizonte de projecção, a par de uma recuperação ligeira da procura interna, que contempla uma aceleração da FBCF, em resultado do enquadramento favorável para a evolução do investimento empresarial. O crescimento das importações deverá acelerar de um intervalo de 3.4 a 6.0 por cento em 2005 para

um intervalo entre 4.2 e 7.6 por cento em 2006, apresentando um ritmo de crescimento mais moderado em 2007, entre 3.5 e 6.9 por cento.

Neste contexto, projecta-se que a procura externa relevante para Portugal apresente taxas de variação próximas de 6 por cento (5.9 por cento em 2006 e 5.6 por cento em 2007, o que compara com um crescimento de 5.4 por cento em 2005). A aceleração da procura externa projectada para 2006 reflecte sobretudo um crescimento mais forte das importações de bens e serviços por parte dos países da área do euro.

### 2.4. Hipóteses específicas para Portugal

A actual projecção assenta também num conjunto de hipóteses específicas para a economia portuguesa, sendo de destacar as referentes à evolução das variáveis de finanças públicas e dos preços condicionados por procedimentos de natureza administrativa.

A projecção para a evolução do consumo público em termos reais em 2006 e 2007 assume, no essencial, um comportamento das suas componentes idêntico ao estimado para 2005.

Em relação ao investimento público excluindo as receitas provenientes da venda de património, a actual projecção considera uma quase estabilização em termos reais em 2006 e uma diminuição em 2007. Com efeito, em 2006, a previsível redução das transferências da UE, registadas numa óptica de especialização do exercício, deverá ser compensada pela recuperação do investimento público não co-financiado pela UE. Em 2007, apesar da continuação deste último efeito, a forte diminuição das transferências da UE, em linha com o comportamento em geral observado no primeiro ano de execução de um novo Quadro Comunitário de Apoio, implicará um decréscimo do investimento público em termos reais.

No que diz respeito à tributação indirecta, a actual projecção considera, para além do efeito da subida da taxa normal do IVA de 19 para 21 por cento, os aumentos do Imposto sobre o Tabaco (IT) e do Imposto sobre os Produtos Petrolíferos (ISP) em 2006 e 2007, em linha com o incluído no Orçamento do Estado para 2006 e com as medidas enunciadas no PEC. No que diz respeito à evolução dos restantes preços condicionados por procedimentos de natureza administrativa, a actual pro-

jecção assume que estes evoluirão, em termos globais, de uma forma próxima à verificada em anos anteriores.

### 3. A ECONOMIA PORTUGUESA: 2006-2007

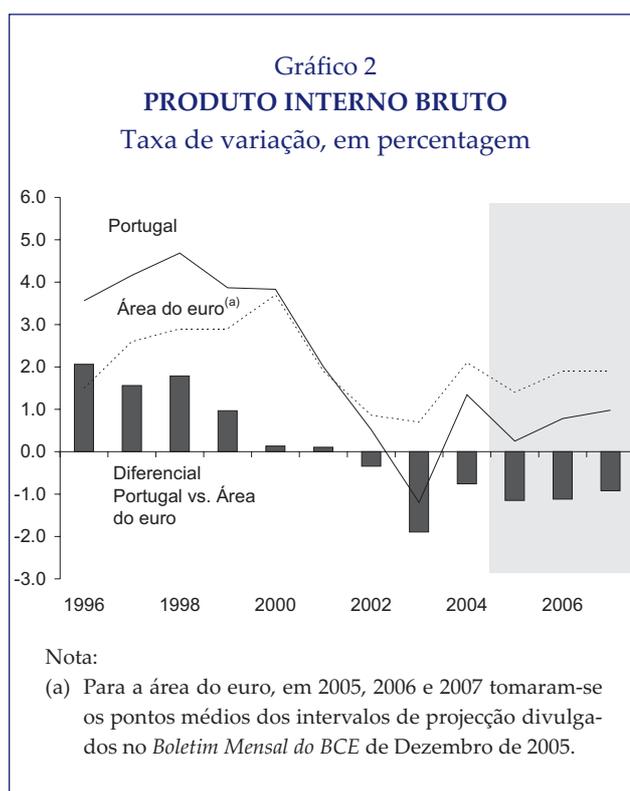
#### 3.1. Actividade económica

O cenário central da actual projecção aponta para um abrandamento do crescimento do produto para 0.3 por cento em 2005 (1.3 por cento em 2004), seguido de uma recuperação tímida da actividade económica, que se deverá traduzir num crescimento do PIB de 0.8 e 1.0 por cento em 2006 e 2007, respectivamente.

A actual projecção aponta assim para a manutenção de um diferencial de crescimento negativo da economia portuguesa em relação à área do euro, a exemplo do que tem ocorrido desde 2002 (ver Gráfico 2). Tomando como referência os pontos médios dos intervalos de projecção publicados pelo BCE no início de Dezembro, a actual projecção aponta para um diferencial de crescimento desfavorável a Portugal em cerca de 1 ponto percentual por ano no período 2005-2007. Esta evolução tem sido determinada por um crescimento reduzido da produtividade, pelos desequilíbrios que se acumularam na economia portuguesa e pela consequente perda de competitividade da produção nacional nos mercados interno e externo.

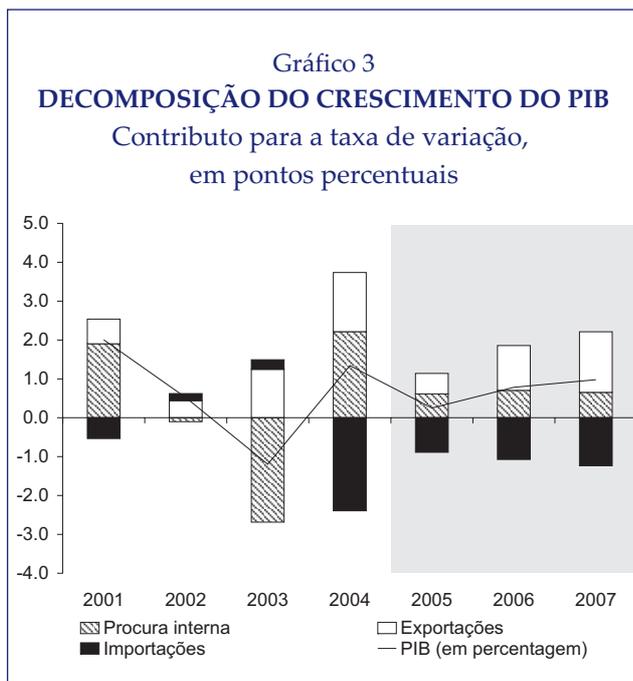
O abrandamento da economia portuguesa em 2005 reflectiu uma redução acentuada do contributo da procura interna para o crescimento do PIB, que mais que compensou o ligeiro aumento do contributo do comércio externo. A redução do contributo da procura interna resultou de uma queda muito acentuada da FBCF e da desaceleração do consumo público e, em menor grau, do consumo privado, que ainda assim mantém um ritmo de crescimento relativamente forte em termos médios anuais, embora com um perfil de clara desaceleração ao longo do ano. O contributo do comércio externo aumentou muito ligeiramente, apesar da evolução decepcionante das exportações, traduzindo uma reversão do crescimento expressivo das importações registado em 2004.

Ao longo do horizonte de projecção, a tímida recuperação agora projectada assenta na manuten-



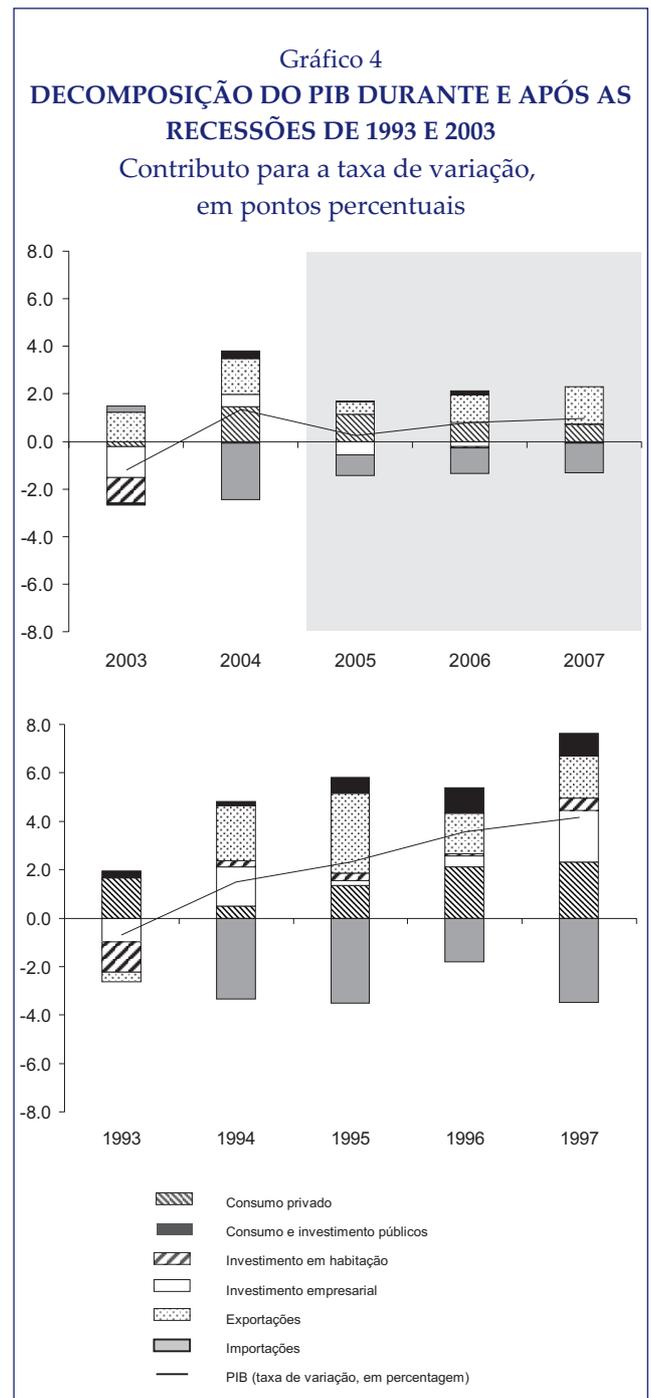
ção do contributo da procura interna para o crescimento do produto e num progressivo aumento do contributo do comércio externo, decorrente de uma recuperação do ritmo de crescimento das exportações, que deverá superar o crescimento das importações (ver Gráfico 3). A manutenção do contributo da procura interna reflecte uma desaceleração acentuada do ritmo de crescimento do consumo privado e de quedas progressivamente menores da FBCF, o que, atendendo ao maior conteúdo importado da FBCF por comparação com o consumo privado, implica alguma aceleração das importações. Por seu turno, as exportações deverão acelerar, reflectindo em particular alguma recuperação das exportações do sector automóvel, o que se traduzirá em perdas de quota nos mercados externos sucessivamente menores.

Como tem sido salientado em edições anteriores do *Boletim Económico*, o perfil da actual recuperação económica é moderado e irregular, em comparação com o registado após a recessão de 1993 (ver Gráfico 4), colocando em evidência o impacto dos desequilíbrios macroeconómicos sobre as perspectivas de crescimento da economia portuguesa. Em primeiro lugar, antevê-se um papel muito diferente da procura interna nestes dois períodos. Enquanto que na sequência da recessão de 1993 a procura interna desempenhou um papel



determinante na recuperação da actividade económica, no actual período de recuperação não se verificou, nem é previsível que se possa vir a verificar, um contributo da mesma magnitude. Este menor contributo reflecte: (i) a situação do sector público, relacionada com a existência de um défice excessivo e com a necessidade inadiável de consolidação orçamental; (ii) o nível de endividamento das famílias portuguesas, que não só limita a possibilidade de recurso ao crédito para financiamento de despesas adicionais de consumo, como induz uma maior incerteza em relação ao serviço da dívida futuro; (iii) a percepção por parte dos agentes económicos de que a recuperação poderá ser mais lenta e irregular que a observada em anteriores ciclos económicos, o que tenderá a restringir as despesas de consumo — em especial pelas expectativas em relação à evolução do mercado de trabalho —, não criando condições favoráveis para um aumento do investimento e do emprego.

Em segundo lugar, projecta-se que o papel das exportações no relançamento da economia também seja muito diferente em relação ao período de recuperação após a recessão de 1993. Enquanto as exportações contribuíram de forma expressiva para o crescimento do PIB no período 1994-1997 (ver Gráfico 4), a evolução desfavorável da competitividade revelada das exportações portuguesas coloca o contributo acumulado das exportações para o crescimento anual do PIB no período 2004-2007 em cerca de metade do então verificado.



Esta evolução é apenas parcialmente explicada por um crescimento da procura externa ligeiramente inferior e por uma evolução mais desfavorável dos habituais indicadores de competitividade-preço.

### 3.2. Consumo privado, rendimento disponível e poupança das famílias

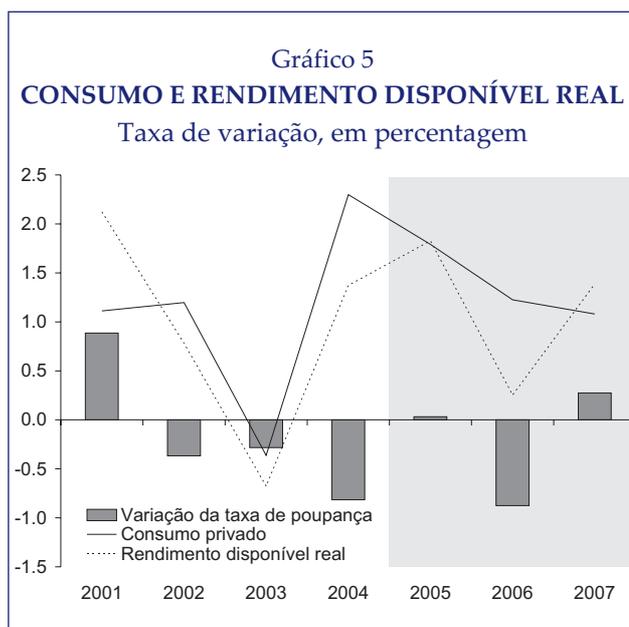
O consumo privado apresentou um crescimento significativo em 2004 e 2005 (2.3 e 1.8 por cento, respectivamente), registando taxas de crescimento anuais superiores às da actividade económica.

Esta evolução interrompeu o processo de ajustamento da despesa das famílias que se havia verificado entre 2000 e 2003, tendo sido estimulado não só pelos valores historicamente baixos das taxas de juro, como por novas formas contratuais que envolvem designadamente o alargamento do prazo de amortização da dívida. Desta forma, a crescente concorrência no sector bancário permitiu aliviar as restrições de liquidez das famílias, não obstante o seu elevado nível de endividamento, e canalizar o acréscimo de liquidez para o financiamento de despesas de consumo adicionais. Adicionalmente, o baixo nível das taxas de juro determinou rendimentos reais reduzidos dos activos financeiros, criando um estímulo adicional ao consumo privado.

O cenário central da actual projecção aponta para um crescimento moderado do consumo privado ao longo do horizonte de projecção, com taxas de crescimento médias anuais ligeiramente superiores a 1 por cento quer em 2006 quer em 2007 (ver Quadro 1 e Gráfico 5). De acordo com a informação disponível, em particular o indicador coincidente do consumo privado do Banco de Portugal e o indicador de confiança dos consumidores da Comissão Europeia, esta moderação do consumo privado já se terá iniciado na segunda metade de 2005<sup>(6)</sup>. Para a moderação do crescimento do consumo privado ao longo do horizonte de projecção deverão contribuir, não só um menor crescimento do rendimento disponível das famílias, como também os efeitos decorrentes da crescente incerteza associada à evolução das condições do mercado de trabalho, em particular da taxa de desemprego.

A actual projecção contempla um perfil instável para as taxas de crescimento médias anuais do rendimento disponível real das famílias devido, sobretudo, ao impacto das medidas de política orçamental em 2006. O rendimento disponível real deverá registar um crescimento de apenas 0.3 por cento em 2006, seguido de 1.3 por cento em 2007, regressando a um crescimento mais próximo do estimado para 2005 (1.8 por cento). O crescimento projectado para 2006 reflecte o impacto de um conjunto de medidas de política orçamental, nomeadamente: (i) o fim dos benefícios fiscais incluído no Orçamento do Estado para 2005, a criação de um novo escalão no IRS para rendimentos ele-

(6) Ver "Caixa: Perfil intra-anual da economia portuguesa em 2005".



vados e o aumento da tributação das pensões considerados no Orçamento do Estado para 2006, que se deverão traduzir num maior crescimento dos impostos directos sobre as famílias em 2006; (ii) o impacto do aumento dos impostos indirectos<sup>(7)</sup> sobre os preços no consumidor; e (iii) o congelamento das progressões automáticas nas carreiras da função pública até ao final de 2006, que se reflecte num menor crescimento das remunerações do sector público neste ano.

Face à evolução projectada para o rendimento disponível e não obstante o elevado nível de endividamento, a actual projecção para o consumo privado admite que as famílias alisarão significativamente o seu perfil de consumo, num contexto de manutenção de taxas de juro historicamente baixas. Desta forma, a evolução da poupança reflectirá o perfil de desaceleração do rendimento disponível real, projectando-se uma redução, ainda que temporária, da taxa de poupança em 2006 para 9.0 por cento (9.9 por cento em 2005) seguida de uma ligeira recuperação em 2007 para 9.3 por cento do rendimento disponível.

Tomando como referência os pontos médios dos intervalos de projecção publicados pelo BCE no início de Dezembro, o crescimento previsto

(7) O aumento da taxa normal do IVA de 19 para 21 por cento em Julho de 2005, assim como o aumento do ISP terão um impacto significativo no deflator do consumo privado e por essa via determinarão uma redução do rendimento disponível real das famílias. O ISP aumentou em Julho de 2005 e esperam-se novos aumentos no início de 2006 e de 2007.

para o consumo privado em Portugal foi, em média, superior ao da área do euro no período 2004-2005 (ver Gráfico 6), apesar do menor ritmo de crescimento da economia portuguesa. Pese embora a drástica redução das restrições de liquidez decorrente da participação de Portugal na união monetária e o processo de crescente integração financeira da economia portuguesa, que permitiu às famílias aumentar o seu nível de endividamento, não é expectável que a forte expansão do consumo assuma um carácter sustentável no médio prazo.

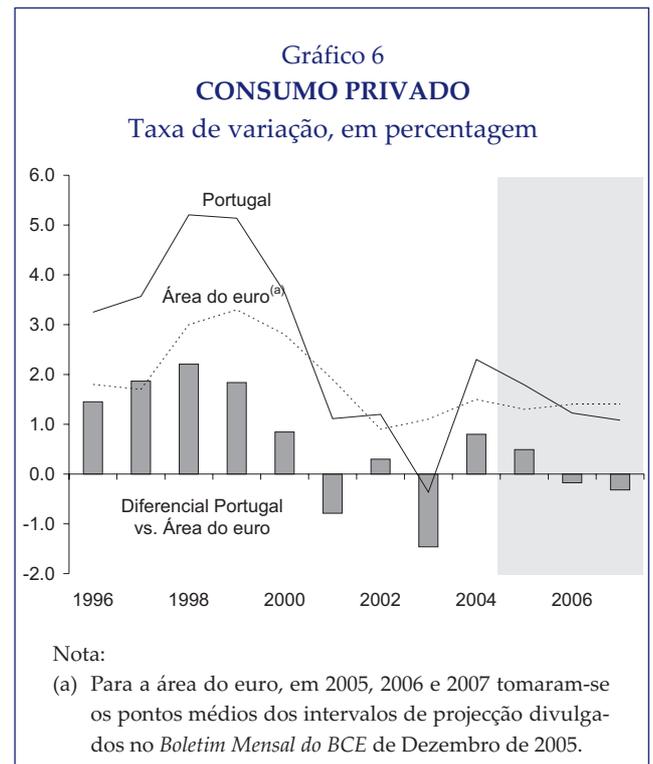
A desaceleração do consumo projectada para 2006 e 2007 no cenário central da actual projecção, já indiciada pela evolução do consumo na segunda metade de 2005, configura uma trajetória mais compatível com a evolução da actividade económica em Portugal e, deste modo, mais sustentável a prazo. Esta evolução traduzir-se-á numa taxa de crescimento do consumo privado inferior à projectada para a área do euro em 2006 e 2007.

### 3.3. Formação bruta de capital fixo

O cenário central da actual projecção aponta para uma queda da FBCF ao longo de todo o horizonte, a qual, deste modo, não contribuirá de forma significativa para a recuperação da actividade como sucedeu após a recessão de 1993.

Após as fortes reduções registadas em 2002 e 2003 e um crescimento marginal no ano de 2004 (0.2 por cento), estima-se que este agregado da despesa tenha apresentado uma quebra de -3.1 por cento em 2005. Este comportamento é generalizado a todos os sectores institucionais, com excepção do investimento em habitação por parte das famílias para o qual se estima um crescimento virtualmente nulo. O Gráfico 7 apresenta os contributos para a taxa de variação anual do investimento por sector institucional. O cenário central da actual projecção aponta para novas reduções da FBCF quer em 2006 quer em 2007, ainda que a ritmos sucessivamente menores (taxas de variação anuais de -1.1 e -0.8 por cento respectivamente).

A evolução do investimento público (excluindo o efeito das vendas de património), para o qual se considera uma quase estabilização em 2006 e uma queda em 2007, é fortemente condicionada pela evolução esperada de transferências de capitais da UE no âmbito do Quadro Comunitário de Apoio. Adicionalmente, a necessidade de correcção do



desequilíbrio das contas públicas não deverá permitir um crescimento muito significativo do investimento público não co-financiado.

O investimento em habitação, por seu turno, deverá contrair-se ligeiramente em 2006 (-1.1 por cento) e registar uma variação ligeiramente positiva em 2007 (0.5 por cento) após a estagnação registada em 2005. A evolução deste agregado nos anos mais próximos deverá continuar a ser condicionada pelo elevado grau de endividamento das famílias e pelo nível de recursos necessários para satisfazer o serviço da dívida que daí decorre, tal como pela evolução da economia portuguesa e, em especial, dos seus efeitos ao nível do emprego.

Por último, a projecção para o investimento empresarial reflecte, por um lado, os efeitos dinâmicos decorrentes do comportamento registado nos primeiros três trimestres de 2005, por outro, a sua relação histórica com o PIB do sector privado (efeito acelerador), num contexto de estabilidade das taxas de juro. Assim, após uma queda estimada de 3.2 por cento em 2005, projectam-se quedas sucessivamente menores desta variável em 2006 e em 2007. Não obstante a manutenção de condições de financiamento favoráveis, a evolução do investimento empresarial deverá estar muito condicionada pelas expectativas face à evolução da procura. De facto, a actual projecção aponta para um cresci-

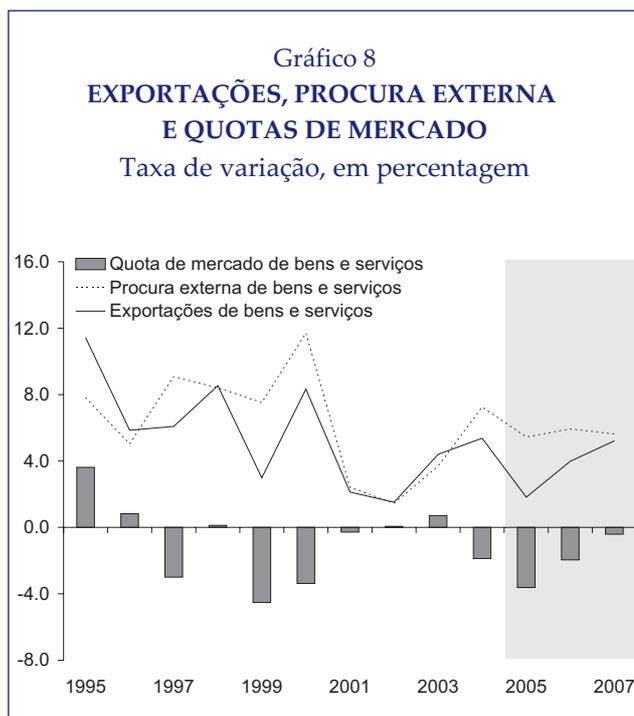


mento incipiente da procura interna ao longo do horizonte de projecção, enquanto que, a nível externo, existem factores de incerteza associados à crescente concorrência nos mercados internacionais com competidores directos que apresentam baixos custos de produção.

### 3.4. Comércio externo

Ao longo do horizonte de projecção, as exportações deverão apresentar um crescimento inferior ao das importações dos mercados de destino, o que se traduzirá numa continuada perda de quotas de mercado (ver Gráfico 8). Esta evolução reflecte, em larga medida, uma evolução desfavorável da competitividade das exportações portuguesas num contexto internacional de concorrência acrescida.

Após um crescimento de 5.4 por cento em 2004, estima-se que as exportações tenham desacelerado para 1.8 por cento em 2005, reflectindo a continuação do abrandamento que já se havia iniciado no segundo semestre de 2004. Esta evolução representou uma perda de quota de mercado de aproximadamente 3.6 por cento em 2005, após uma diminuição de cerca de 2 por cento em 2004. De referir que, no caso das exportações de turismo, essa desaceleração terá sido muito influenciada pelo elevado crescimento verificado aquando da reali-



zação do Campeonato da Europa de Futebol no final do segundo trimestre de 2004.

O cenário central da actual projecção incorpora uma aceleração das exportações portuguesas para 4.0 por cento em 2006 e 5.2 por cento em 2007. Esta evolução contempla perdas adicionais de quota nos mercados de destino das exportações portuguesas em ambos os anos, embora mais moderadas do que as registadas em 2005.

A acentuada perda de quota de mercado das exportações portuguesas em 2005 deverá reflectir um conjunto de factores, cujos efeitos tenderão a não se desvanecer rapidamente ao longo do horizonte de projecção, determinando perdas de quota adicionais. Entre esses factores, destaca-se: (i) uma evolução desfavorável dos indicadores de competitividade das exportações portuguesas, em particular no que diz respeito à evolução dos custos unitários do trabalho face aos países da área do euro; (ii) uma crescente integração no comércio internacional de países com reduzidos custos unitários do trabalho, cujas exportações concorrem directamente com as exportações portuguesas em sectores com reduzido conteúdo tecnológico e de capital humano, como é o caso dos têxteis, vestuário e calçado; (iii) a dificuldade de atracção de novo investimento do exterior e de maior rentabilização do investimento directo estrangeiro já realizado no passado, a favor de outras zonas geográficas com menores custos salariais, maior

dotação de capital humano e uma localização geográfica e/ou um sistema fiscal mais favorável para as empresas.

No passado recente, a evolução das margens de lucro unitárias no sector exportador tem estado negativamente correlacionada com a evolução das quotas de mercado (ver Gráficos 9 e 10). Em particular, a manutenção de quotas de mercado registada em 2001-2003 deverá ter estado associada a uma compressão significativa das margens de lucro do sector exportador. A evolução mais recente das margens de lucro aponta para que esses efeitos tenham sido temporários, não sendo crível que se venham a repetir de forma expressiva ao longo do horizonte de projecção.

As importações deverão evoluir ao longo do horizonte de projecção em linha com a sua relação histórica com a procura global ponderada pelos conteúdos importados das suas várias componentes, após terem registado um crescimento elevado em 2004. O cenário central da actual projecção aponta para um crescimento das importações de cerca de 2.4 por cento em 2005, 2.8 por cento em 2006 e 3.2 por cento em 2007. Este perfil de aceleração ao longo do horizonte de projecção reflecte não só uma recuperação moderada da actividade económica, como também a composição do crescimento. Assim, um crescimento da actividade assente na recuperação das exportações e do investimento empresarial, e numa progressiva desaceleração do consumo privado, determina uma procura global com maior conteúdo importado e, conseqüentemente, uma aceleração das importações ligeiramente mais forte que a projectada para a procura global.

À semelhança do verificado no passado, este crescimento das importações é superior ao da procura global ponderada pelos conteúdos importados, originando a manutenção de perdas de quota da produção nacional no mercado interno (ver Gráfico 11). Esta evolução corresponde a uma progressiva perda de competitividade da produção nacional no mercado interno, determinada por um crescimento dos indicadores de custo da produção nacional sistematicamente mais elevado que o do deflator das importações<sup>(8)</sup>.

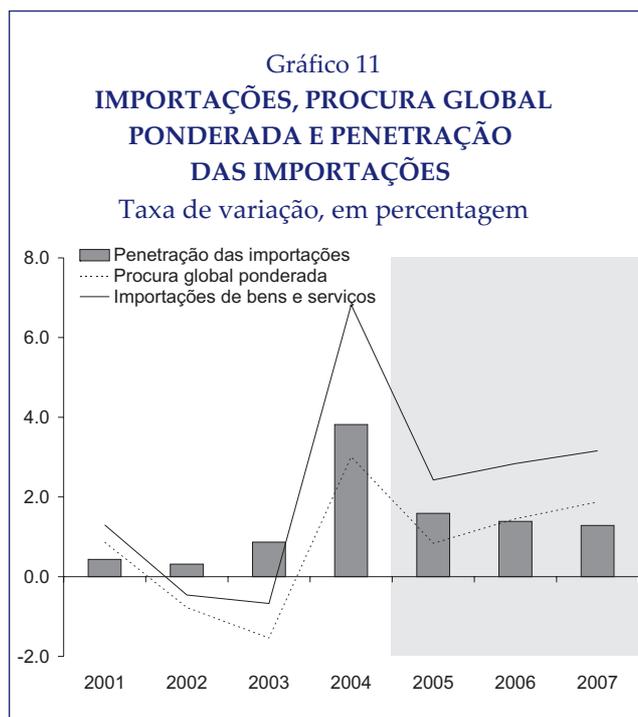
### 3.5. Balanças corrente e de capital

Depois da significativa redução verificada até



2003, as necessidades de financiamento externo da economia portuguesa (medidas pelo défice das balanças corrente e de capital em percentagem do PIB) registaram desde então um significativo au-

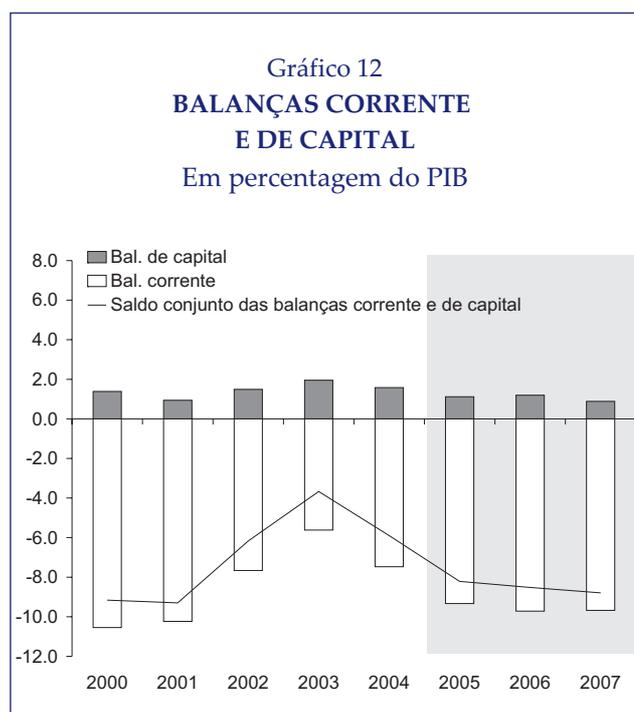
(8) A conclusão mantém-se quer estes custos sejam medidos pelo deflator do PIB quer se utilizem os custos unitários do trabalho.



mento, passando de 3.7 por cento do PIB em 2003 para 5.9 por cento em 2004 e para um valor estimado de 8.2 por cento em 2005. De acordo com o actual cenário central, o desequilíbrio externo da economia portuguesa não deverá registar uma diminuição ao longo do horizonte de projecção, mantendo-se em valores entre 8.2 e 8.8 por cento do PIB (ver Gráfico 12).

Esta evolução reflecte os efeitos do aumento do preço do petróleo registado desde 2003, os quais não se esbaterão ao longo do horizonte dada a hipótese técnica de manutenção do preço do petróleo em níveis elevados, de acordo com a trajectória implícita nos mercados de futuros. Desta forma, uma trajectória de ajustamento do desequilíbrio externo no horizonte da actual projecção implicaria uma evolução ainda mais moderada da procura interna, num contexto de baixo crescimento e dada a evolução esperada do preço do petróleo.

Estima-se que a balança de bens e serviços tenha registado um défice de 8.8 por cento do PIB em 2005, o que representa um agravamento em relação aos dois anos anteriores (6.6 e 7.7 por cento em 2003 e 2004, respectivamente). O actual cenário central contempla um ligeiro agravamento do défice da balança comercial em 2006, para 9.1 por cento, seguido de uma ligeira melhoria em 2007, para 8.7 por cento. Esta evolução reflecte, essencialmente, um comportamento desfavorável dos termos de troca determinado pelo aumento do preço

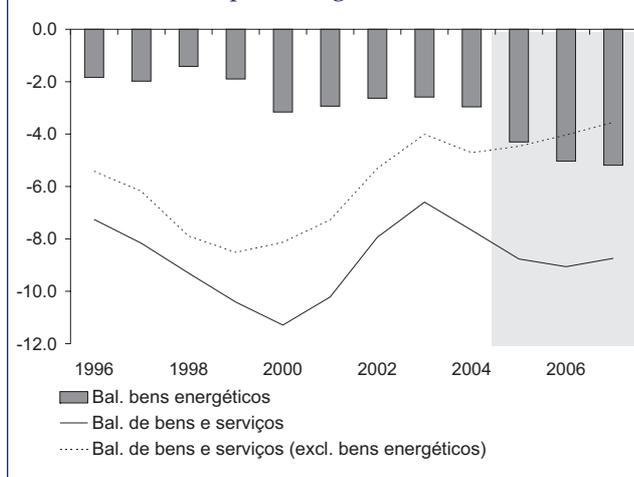


do petróleo registado desde 2003. O impacto sobre os termos de troca da evolução desfavorável da componente energética ter-se-á traduzido, por si só, numa deterioração da balança de bens e serviços em cerca de 1 por cento do PIB em 2005, projectando-se impactos de -0.7 e -0.2 por cento do PIB em 2006 e 2007, respectivamente.

Se excluirmos as exportações e as importações de bens energéticos, a balança de bens e serviços registou uma deterioração significativamente menor desde 2003, projectando-se uma progressiva melhoria ao longo do horizonte de projecção (ver Gráfico 13). Esta evolução reflecte, por um lado, um comportamento favorável dos termos de troca excluindo bens energéticos devido ao impacto da crescente integração no comércio internacional de países que produzem a custos muito reduzidos, o que tende a favorecer a manutenção de uma evolução moderada dos preços de importação de bens industriais não energéticos. Por outro lado, a actual projecção contempla uma progressiva recuperação das exportações, ao mesmo tempo que o crescimento das importações continuará a ser condicionado pela evolução moderada da procura interna.

O défice da balança corrente, que se agravou de 7.5 em 2004 para 9.3 por cento em 2005, deverá voltar a deteriorar-se para 9.7 por cento em 2006, mantendo-se inalterado em 2007. Esta evolução reflecte para além da evolução do saldo da balança

Gráfico 13  
BALANÇA DE BENS E SERVIÇOS  
E BALANÇA ENERGÉTICA  
Em percentagem do PIB



de bens e serviços, a deterioração da balança de rendimentos, para a qual se projecta uma progressiva deterioração, de 1.8 por cento em 2004, para 2.3 por cento em 2005 e 2.7 por cento no final do horizonte de projecção. Esta projecção é determinada pela deterioração da posição externa líquida da economia portuguesa, resultante da acumulação de sucessivos défices das balanças corrente e de capital, a qual implica um aumento das saídas de rendimentos com vista a remunerar os detentores não residentes de activos nacionais.

A evolução das transferências de capital é predominantemente determinada pela evolução das transferências públicas. Após uma redução de 1.6 para 1.2 por cento do PIB entre 2004 e 2005, a actual projecção inclui uma nova redução das transferências de capital públicas — para 0.9 por cento em 2007 — reflectindo o perfil das transferências no âmbito dos Quadros Comunitários de Apoio.

O aumento das necessidades líquidas de financiamento da economia portuguesa traduz um aumento das necessidades de financiamento do sector privado, que mais do que compensa a redução das necessidades de financiamento projectadas para o sector público. Esta evolução da situação financeira do sector privado compreende uma redução da capacidade de financiamento das famílias e um aumento das necessidades de financiamento das empresas, decorrente de uma queda da pou-

pança superior à redução do investimento projectado para ambos os sectores institucionais.

### 3.6. Emprego

Em 2005, a evolução do mercado de trabalho em Portugal caracterizou-se por um significativo aumento da taxa de desemprego em linha com a evolução da actividade económica. Contrariamente à anterior fase recessiva da economia portuguesa, este aumento da taxa de desemprego não resultou tanto da perda líquida de emprego — o qual terá registado apenas uma redução marginal em 2005, resultante da diminuição do emprego por conta própria — mas sim de um aumento da população activa, tendo sido acompanhado por uma expressiva subida do desemprego de longa duração.

O cenário central da actual projecção inclui um crescimento reduzido do emprego, em termos agregados, quer para 2006 quer para 2007. Esta projecção baseia-se numa relação média histórica entre a actividade económica e o emprego no sector privado e ainda na evidência de uma NAIRU<sup>(9)</sup> estável para economia portuguesa, o que, no passado, se traduziu no facto dos aumentos da taxa de desemprego nas fases baixas do ciclo económico terem assumido uma natureza temporária.

### 3.7. Inflação

O cenário central da actual projecção aponta para um aumento da taxa de variação média anual do IHPC de 2.1 por cento em 2005 para 2.5 por cento em 2006, reduzindo-se para 2.3 por cento em 2007. Tomando como referência o ponto médio dos intervalos de projecção para a inflação na área do euro do exercício de projecção do Eurosystema de Dezembro de 2005, a actual projecção implica um aumento do diferencial de inflação face à área do euro de cerca de -0.1 p.p. em 2005 para 0.5 p.p. em 2006 (ver Gráfico 14)<sup>(10)</sup>. Este diferencial deverá tornar a reduzir-se em 2007, ano em que a taxa de variação média anual do IHPC no conjunto da área do euro está condicionada pelo impacto

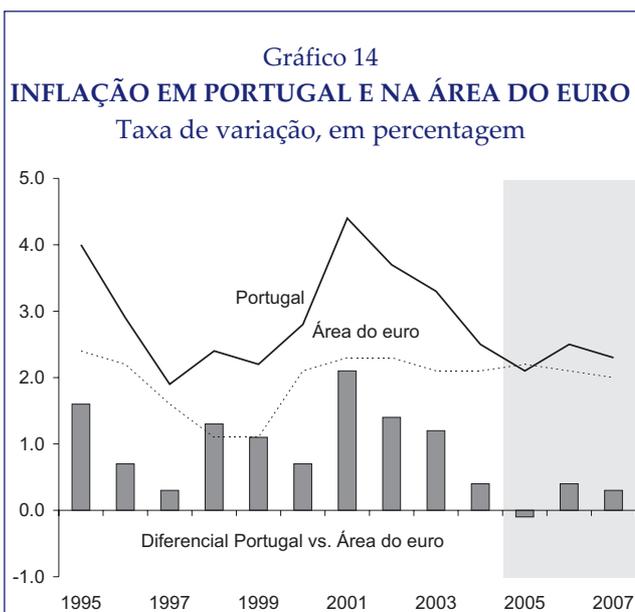
(9) Ver Dias, Esteves e Félix (2004), "Uma nova avaliação das estimativas da NAIRU para a economia portuguesa", *Boletim Económico*, Banco de Portugal, Junho.

do aumento anunciado da taxa do IVA de 16 para 19 por cento, na Alemanha.

O aumento da taxa de inflação em 2006 incluído neste exercício de projecção está muito relacionado com o perfil ascendente dos preços dos bens energéticos registado na segunda metade de 2005, os quais tenderão a desacelerar ao longo de 2006. Saliente-se ainda os efeitos decorrentes do aumento dos impostos indirectos (em particular o aumento da taxa normal do IVA de 19 para 21 por cento em Julho de 2005), cujo impacto apenas se dissipará durante a segunda metade de 2006. O aumento da taxa de inflação em 2006 está ainda parcialmente relacionado com o efeito dos aumentos de impostos indirectos enunciados no Orçamento do Estado para 2006, que se espera venham a ter lugar no início de 2006, nomeadamente do ISP e do IT. A taxa de variação homóloga do IHPC deverá atingir um máximo no primeiro trimestre de 2006 (ver Gráfico 15), reduzindo-se progressivamente daí em diante, não obstante o facto de se considerarem novos aumentos do ISP e IT no início de 2007 em linha com o enunciado no PEC.

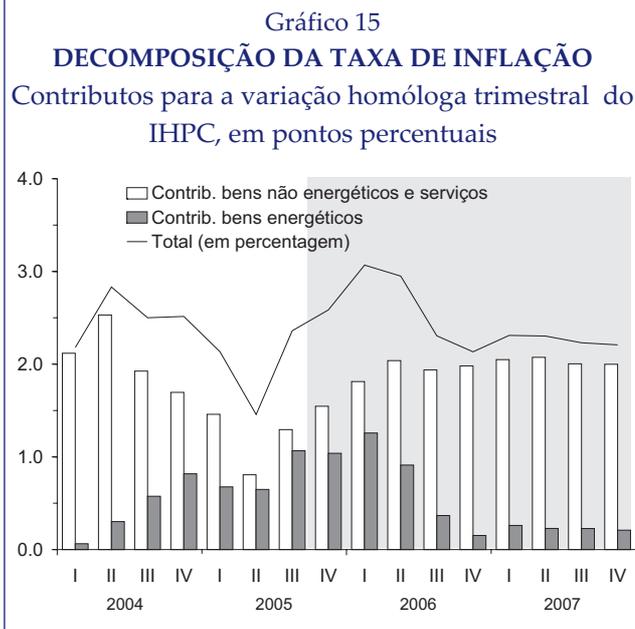
Por componentes, a actual projecção aponta para uma forte desaceleração em termos homólogos da componente energética dos preços no consumidor, o que terá lugar ao longo do ano de 2006, uma vez que a estabilidade do preço do petróleo assumida no actual exercício de previsão para o período 2006-2007 contrasta com o forte aumento observado em 2005. Desta forma, o contributo dos bens energéticos para a inflação em Portugal deverá reduzir-se consideravelmente ao longo de 2006, mantendo-se virtualmente estável em 2007 (ver Gráfico 15). Relativamente à componente não energética dos preços no consumidor, projecta-se um aumento do contributo deste agregado para a inflação, até meados de 2006, mantendo-se relativamente estável posteriormente. Estes desenvolvimentos, em particular para 2006, reflectem não apenas a evolução dos impostos indirectos já referida, como também expectativas de alguma aceleração dos preços de importação de bens não energéticos, em linha com a evolução esperada dos preços de exportação dos principais fornecedores de Portugal. Esta projecção assenta ainda

(10) Ao contrário do que acontecia no exercício do Eurosistema de Junho de 2005, o efeito estatístico decorrente da reforma do sistema de saúde nos Países Baixos, que se traduzia num contributo para a taxa de variação média anual do IHPC na área do euro de -0.2 pontos percentuais em 2006, já não se encontra incorporado nas actuais projecções.



Nota:

- (a) Para a área do euro, em 2005, 2006 e 2007 tomaram-se os pontos médios dos intervalos de projecção divulgados no *Boletim Mensal do BCE* de Dezembro de 2005.

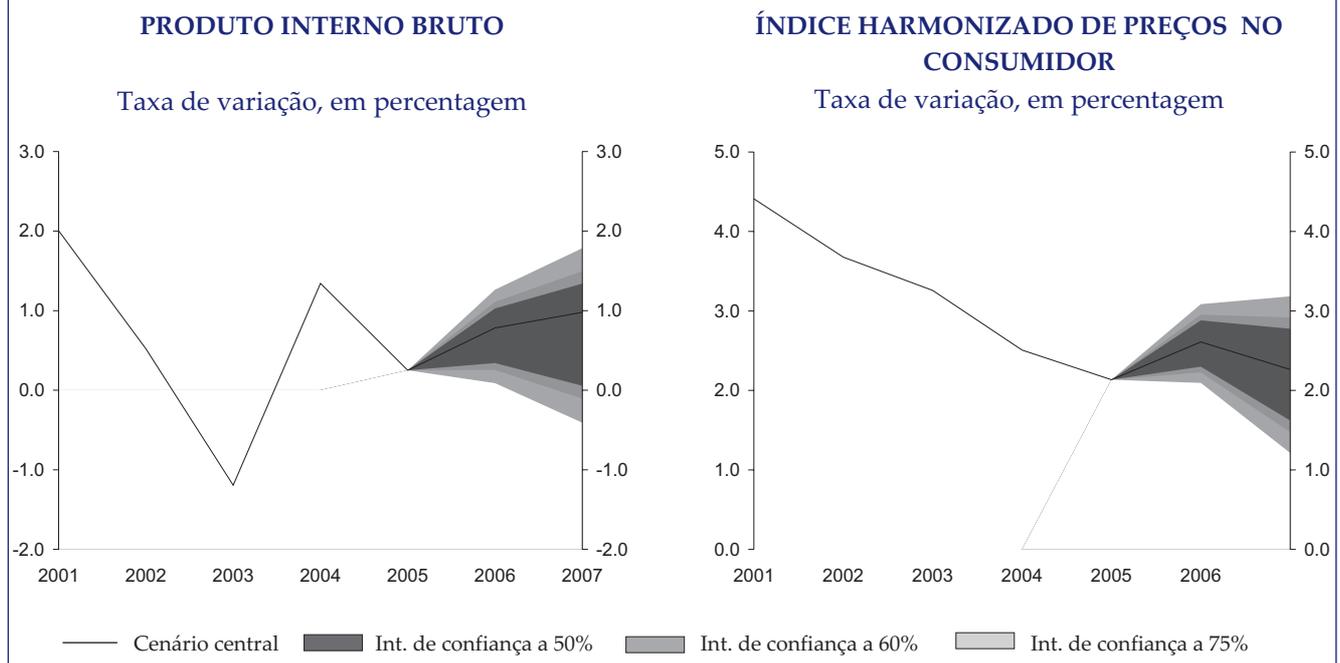


num crescimento dos salários a um ritmo inferior ao observado nos últimos anos e numa virtual estabilização do crescimento dos custos unitários do trabalho (embora a um nível superior ao esperado para o conjunto da área do euro).

#### 4. ANÁLISE DE INCERTEZA E RISCOS

A eventual não materialização das hipóteses técnicas apresentadas na Secção 2 deste artigo, as-

Gráfico 16  
INTERVALOS DE PROJEÇÃO



sim como a ocorrência de factores específicos que poderão vir a afectar as variáveis macroeconómicas que são objecto do exercício de projecção determinam a existência de elementos de risco e incerteza em torno do cenário central da actual projecção, nomeadamente ao nível do crescimento do PIB e da taxa de inflação<sup>(11)</sup>.

Uma análise quantificada do risco e da incerteza que envolve as actuais projecções implica a identificação de um conjunto de factores de risco. Ao nível das hipóteses técnicas, consideraram-se os seguintes riscos: (i) as taxas de juro poderão aumentar gradualmente ao longo do horizonte de projecção, em linha com as expectativas implícitas

nos mercados financeiros, em vez de se manterem constantes ao longo do horizonte de projecção; (ii) a procura externa dirigida à economia portuguesa poderá crescer de forma mais moderada do que a assumida na actual projecção. Em termos dos factores específicos que poderão afectar directamente as variáveis que são objecto da previsão considerou-se como risco adicional (iii) a possibilidade de um crescimento mais moderado do emprego.

O resultado da análise quantificada dos riscos que envolvem o cenário central da actual projecção é sintetizado pelo Gráfico 16. Assim, o balanço de riscos sobre a actividade aponta para uma probabilidade superior a 50 por cento do PIB registar um crescimento inferior ao contemplado no cenário central (59 e 63 por cento em 2006 e 2007, respectivamente). Em relação à taxa de inflação o balanço de riscos é equilibrado.

#### 4.1. Factores de risco

O exercício de projecção considera como hipótese técnica a manutenção da taxa de juro de curto prazo aos níveis actuais para todo o horizonte de projecção. No entanto, as expectativas implícitas nos mercados de futuros apontam para um aumento gradual das taxas de juro, em cerca de 75

(11) A definição de intervalos de confiança para as principais variáveis macroeconómicas realça o grau de incerteza das projecções macroeconómicas, cujo cenário central deverá deste modo ser interpretado como indicativo. A identificação de probabilidades diferenciadas das variáveis ficarem acima ou abaixo do contemplado no cenário central, por seu lado, pode constituir uma indicação do sentido das revisões a serem consideradas nos exercícios de projecção do Banco de Portugal.

Os detalhes de natureza técnica desta metodologia podem ser encontrados em A. Novo e M. Pinheiro, "Uncertainty and Risk Analysis of Macroeconomic Forecasts", publicado em *Working Paper* (19/2003) do Banco de Portugal. Uma explicação mais simplificada deste procedimento é apresentada em P. Esteves e A. Novo, "Incerteza e Análise de Riscos: Uma Aplicação às Projecções para a Economia Portuguesa", publicado no *Boletim Económico* de Dezembro de 2003.

pontos base ao longo do horizonte de projecção (ver Gráfico 17). A materialização do perfil implícito nos mercados de futuros não deixaria de ter uma influência visível ao nível do investimento empresarial e em habitação, assim como no consumo privado, resultante do efeito do aumento do serviço da dívida.

O segundo factor de risco identificado nesta análise diz respeito à possibilidade do crescimento da procura externa dirigida à economia portuguesa poder vir a ser mais moderado do que o assumido na actual projecção. Para este risco concorrem: (i) o elevado desequilíbrio externo da economia norte-americana, cuja correcção não deixaria de implicar uma contracção da procura interna nos EUA com efeitos negativos sobre o crescimento da economia mundial e, em particular, da área do euro; (ii) o aumento do preço do petróleo registado ao longo de 2005, que poderá ter um impacto maior sobre a actividade económica na área do euro (em especial em 2006) do que o implícito no conjunto de hipóteses subjacente à actual projecção. Atendendo a que o crescimento da procura externa dirigida à economia portuguesa está intrinsecamente ligado à evolução da actividade económica na área do euro, a conjugação dos fenómenos anteriormente identificados poderá determinar um menor crescimento na área do euro e, por esta via, uma evolução mais moderada dos mercados externos relevantes para a economia portuguesa.

Por último, o actual contexto internacional caracterizado por uma crescente concorrência poderá desencadear um processo de reestruturação do sector de bens transaccionáveis, o que poderá levar a fenómenos de desemprego mais persistentes, na ausência de uma maior capacidade de ajustamento no mercado de trabalho. Um tal processo de reestruturação determinaria um crescimento do nível de emprego inferior ao considerado no cenário central, o que não deixaria de condicionar a actual projecção.



### 4.2. Quantificação dos factores de risco

O Quadro 2 apresenta uma avaliação quantificada dos factores de risco anteriormente identificados, através da definição de uma probabilidade subjectiva para a não verificação das hipóteses técnicas e para a materialização de impactos específicos que afectam as variáveis projectadas.

O Quadro 3 sintetiza os principais resultados da análise de incerteza e riscos, apresentando os resultados ao nível do PIB e das componentes da despesa, assim como da taxa de inflação. As probabilidades de uma realização inferior ao cenário central da actual projecção reflectem não só os efeitos directos decorrentes do impacto directo de factores específicos sobre a própria variável, como os efeitos indirectos relativos aos riscos definidos sobre as restantes variáveis.

No que diz respeito à actividade económica, o balanço de riscos aponta para uma maior probabilidade de ocorrência de valores inferiores aos projectados no cenário central, sobretudo em 2007, reflectindo o facto de todos os riscos anteriormente identificados terem um impacto negativo sobre o PIB. Em particular, o risco relativo a uma evolução das taxa de juro em linha com as expectativas implícitas nos mercados de futuros, que apontam para níveis de taxa de juro superiores quer em 2006 quer em 2007, deverá induzir um risco sobre a evolução da actividade mais significativo no ano de 2007, na medida em que o impacto das taxas de

Quadro 2

**PROBABILIDADES SUBJECTIVAS  
DOS FACTORES DE RISCO**

Em percentagem		
	2006	2007
<i>Variáveis condicionantes</i>		
Procura externa .....	60	55
<i>Variáveis endógenas:</i>		
Emprego .....	55	55

Nota: As variáveis condicionantes dizem respeito às hipóteses externas e apenas afectam as variáveis endógenas de forma indirecta. Um valor inferior (superior) a 50 por cento indica que a taxa de crescimento da variável em questão tem uma menor (maior) probabilidade de ficar abaixo da taxa de crescimento considerada no cenário central identificando portanto o risco da variável em causa ficar acima (abaixo) do cenário central da actual projecção.

Quadro 3

**PROBABILIDADE DE UMA REALIZAÇÃO  
INFERIOR À DO CENÁRIO CENTRAL**

Em percentagem		
	2006	2007
PIB .....	59	63
Consumo privado .....	58	64
FBCF .....	57	64
Exportações .....	58	55
Importações .....	59	60
IHPC .....	52	53

juro sobre a actividade económica se manifesta tipicamente com algum desfazamento. Por seu turno, a concretização do risco de uma menor procura externa com especial incidência em 2006 determina, em larga medida, o risco descendente sobre a actividade identificado para esse ano.

Em relação à inflação, o balanço de riscos é relativamente equilibrado em ambos os anos, na medida em que os riscos identificados não têm um impacto directo ou indirecto muito significativo. Desta forma, os valores apresentados reflectem apenas o risco de se registar uma taxa de inflação marginalmente inferior à projectada decorrente de uma evolução da actividade económica menos favorável do que a incluída no cenário central da actual projecção.

## 5. CONCLUSÃO

A actual projecção para a economia portuguesa aponta para uma recuperação bastante moderada da actividade económica ao longo do horizonte de projecção, confirmando a manutenção da divergência real face à área do euro que se observa desde 2002. O perfil de recuperação é determinado por um contributo crescente do comércio externo, na medida em que a procura interna deverá manter um ritmo de crescimento moderado, semelhante ao registado em 2005. De acordo com o cenário central da actual projecção, a taxa de inflação deverá registar um aumento temporário em 2006, revertendo em 2007 para valores próximos dos registados em 2005.

A evolução projectada para a actividade económica, em particular o crescimento muito moderado da procura interna e o crescente contributo do comércio externo, não se deverá materializar numa redução das necessidades de financiamento externo da economia portuguesa. No actual contexto, uma redução do desequilíbrio externo da economia portuguesa exigiria um crescimento ainda mais moderado da procura interna, em especial atendendo ao risco de se verificar um crescimento dos mercados externos inferior ao considerado no cenário central das actuais projecções, nomeadamente associada ao ajustamento dos desequilíbrios macroeconómicos globais. Adicionalmente, um maior efeito do recente aumento do preço do petróleo sobre a actividade dos principais parceiros económicos não deixaria de criar maiores dificuldades à evolução das exportações portuguesas. No mesmo sentido, a concretização da trajectória de subida das taxas de juro de curto prazo implícita nos mercados de futuros e um maior e mais persistente aumento da taxa de desemprego contribuem igualmente para o risco da taxa de crescimento da economia portuguesa poder ficar abaixo do contemplado pelo actual cenário central.

Num contexto de baixo crescimento potencial da economia portuguesa, a existência de um conjunto de desequilíbrios que se têm vindo a acumular condicionam a evolução da procura interna no horizonte de projecção. Adicionalmente, não obstante o perfil de aceleração das exportações, o contributo do comércio externo para o crescimento permanece ainda assim moderado, na medida em que se esperam perdas de quota das exportações

portuguesas ao longo do horizonte em análise. Estas perdas de quota estão associadas à evolução da competitividade-preço das exportações registada no passado recente, em particular ao nível dos custos unitários do trabalho, assim como à maior participação de novos intervenientes no comércio internacional. A crescente integração na economia mundial de alguns países do Leste da Europa e da Ásia, cuja estrutura das exportações é particularmente concorrencial com o actual padrão de especialização da economia portuguesa, é um processo que tenderá a subsistir nos próximos anos, em especial porque estes países têm conseguido atrair importantes fluxos de investimento directo estrangeiro para sectores orientados para a exportação. Este processo de acrescida concorrência

internacional tenderá a implicar um maior grau de penetração das importações, com reflexos positivos a nível do bem-estar dos consumidores.

Ainda que a crescente globalização crie condições para um aumento do bem-estar e do crescimento a médio prazo, a sua concretização exige uma maior flexibilidade da economia, que facilite um mais rápido e eficiente ajustamento às novas condições de funcionamento da economia mundial. Desta forma, será possível gerar os ganhos de produtividade que permitam aumentar o crescimento potencial da economia portuguesa para níveis significativamente superiores aos observados nos últimos anos e subjacentes às actuais projecções.

## Caixa 1: PERFIL INTRA-ANUAL DA ECONOMIA PORTUGUESA EM 2005

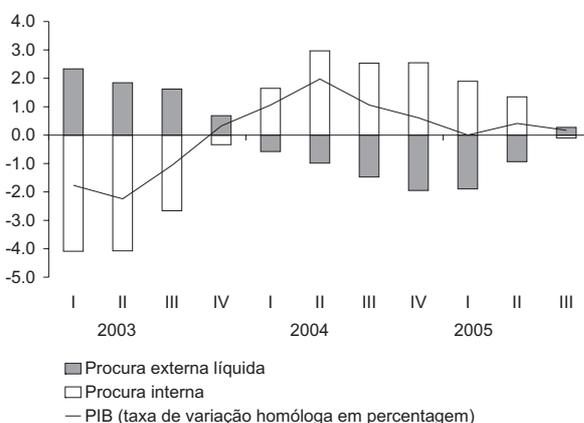
A actual projecção central para a taxa de variação anual do PIB de 0.3 por cento em 2005 tem implícito um perfil intra-anual relativamente estável entre o primeiro e o segundo semestre do ano, o que corresponde à interrupção da trajectória de desaceleração do PIB verificada desde a segunda metade de 2004.

A inversão da anterior tendência de abrandamento não terá sido mais notória devido ao crescimento particularmente elevado das despesas em bens duradouros no segundo trimestre, nomeadamente na aquisição de automóveis, relacionado com a antecipação das decisões de compra provocada pelo anúncio prévio do aumento da taxa normal do IVA introduzido em Julho. Esta antecipação terá contribuído para a desaceleração da procura interna na segunda metade do ano e, deste modo, para o perfil intra-anual relativamente estável para o crescimento do PIB entre o primeiro e segundo semestres de 2005, em vez do perfil de aceleração subjacente às projecções divulgadas no Boletim Económico do Verão.

Além deste efeito, a materialização do risco de uma deterioração da confiança dos agentes económicos contribuiu igualmente para uma desaceleração da procura interna na segunda metade de 2005 superior à que tinha sido anteriormente prevista. Esta evolução terá sido, no entanto, contrabalançada pelo aumento do contributo da procura externa líquida na segunda metade do ano. Como projectado no Boletim Económico do Verão, a dissipação do efeito base relacionado com o contributo muito negativo do comércio externo para a evolução da actividade na segunda metade de 2004, no sentido de uma perda de quotas de mercado das exportações menos acentuada e de alguma reversão do expressivo crescimento das importações, terão permitido um contributo positivo das exportações líquidas para o crescimento do PIB na segunda metade de 2005.

Tomando como base os dados das Contas Nacionais Trimestrais (CNT) do Instituto Nacional de Estatística (INE) é possível avaliar o perfil intra-anual implícito na actual estimativa para o crescimento do PIB em 2005. Estes resultados devem, no entanto, ser interpretados com cautela pois, além das diferenças metodológicas entre a construção das Contas Trimestrais e as estimativas das Contas Nacionais Anuais, os valores trimestrais estão usualmente sujeitos a revisões<sup>(1)</sup>. No primeiro trimestre de 2005 verificou-se uma taxa de variação homóloga do PIB igual a zero, reforçando a tendência de desaceleração verificada a partir do segundo trimestre de 2004, a qual terá sido interrompida nos dois trimestres seguintes, com a taxa de variação homóloga do PIB a situar-se em 0.4 e 0.2 por cento, respectivamente (Gráfico 1). Este perfil esteve associado a um aumento do contributo da procura externa líquida para o crescimento homólogo do PIB, o qual registou mesmo um valor positivo de 0.3 p.p. no terceiro trimestre (-1.9 e -0.9 p.p. no primeiro e segundo trimestres, respectivamente), em resultado tanto da desaceleração das importações ao longo de 2005 como de um maior crescimento das exportações no terceiro trimestre (Gráfico 2). Esta evolução do comércio externo terá compensado a desaceleração da procura interna ao longo do ano, cujo o contributo para o crescimento homólogo do PIB foi ligeiramente negativo no primeiro e segundo trimestres do ano havia sido de, respectivamente, 1.9 e 1.3 por cento.

Gráfico 1  
DECOMPOSIÇÃO DO CRESCIMENTO DO PIB  
CONTAS NACIONAIS TRIMESTRAIS DO INE  
Contributo para a taxa de variação homóloga,  
em pontos percentuais

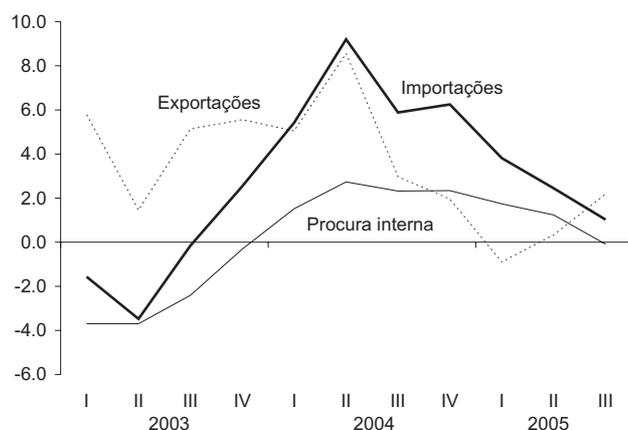


terceiro trimestre (-1.9 e -0.9 p.p. no primeiro e segundo trimestres, respectivamente), em resultado tanto da desaceleração das importações ao longo de 2005 como de um maior crescimento das exportações no terceiro trimestre (Gráfico 2). Esta evolução do comércio externo terá compensado a desaceleração da procura interna ao longo do ano, cujo o contributo para o crescimento homólogo do PIB foi ligeiramente negativo no primeiro e segundo trimestres do ano havia sido de, respectivamente, 1.9 e 1.3 por cento.

A actual estimativa para 2005 bem como as projecções para 2006 e 2007 assentam nos sinais de alguma recuperação verificados em 2005, através de um

(1) Sobre as revisões das Contas Nacionais Trimestrais veja-se o artigo "As Contas Nacionais Trimestrais em Tempo Real" de Catarina José, publicado no Boletim Económico do Banco de Portugal de Dezembro de 2004

Gráfico 2  
**CONTAS NACIONAIS TRIMESTRAIS DO INE**  
 Taxa de variação homóloga, em percentagem

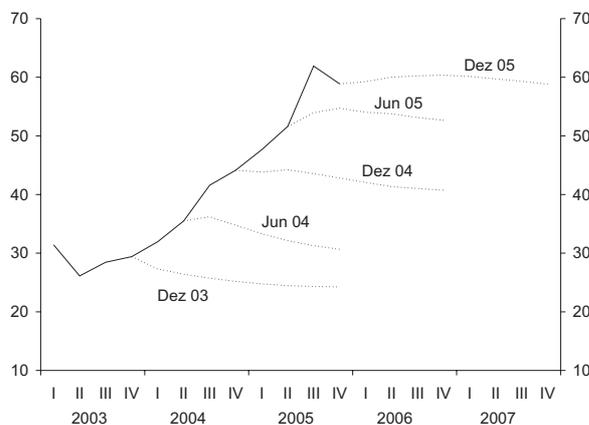


*contributo mais favorável do comércio externo, com destaque para alguma aceleração das exportações, o qual terá compensado o abrandamento da procura interna. Deste modo, a recuperação gradual da actividade económica não está isenta de riscos, na medida em que os sinais de recuperação são ainda ténues e baseiam-se na evolução recente do comércio externo, o qual, além da tradicional volatilidade de curto prazo, será particularmente vulnerável aos desenvolvimentos futuros da conjuntura internacional.*

## Caixa 2: O IMPACTO DA RECENTE SUBIDA DO PREÇO PETRÓLEO NA EVOLUÇÃO DA ACTIVIDADE ECONÓMICA EM PORTUGAL

O preço do petróleo registou uma subida muito significativa nos dois últimos anos, a qual contribuiu para um crescimento moderado da actividade económica na generalidade dos países da área do euro. Em termos médios anuais, o preço por barril de petróleo aumentou de 29 dólares em 2003 para 55 dólares em 2005. Esta evolução traduziu-se em preços sistematicamente mais elevados do que os assumidos nos vários exercícios de projecção do Banco de Portugal, os quais se têm baseado na hipótese técnica de uma evolução em linha com a trajectória implícita nos mercados de futuros (Gráfico 1). Ao contrário do verificado em anos anteriores, a evolução dos mercados de futuros sugere expectativas de que estes aumentos possam agora assumir um carácter mais permanente.

Gráfico1  
PREÇOS DO PETRÓLEO  
Valores observados vs mercados de futuros  
(US\$ por barril, valores médios trimestrais)



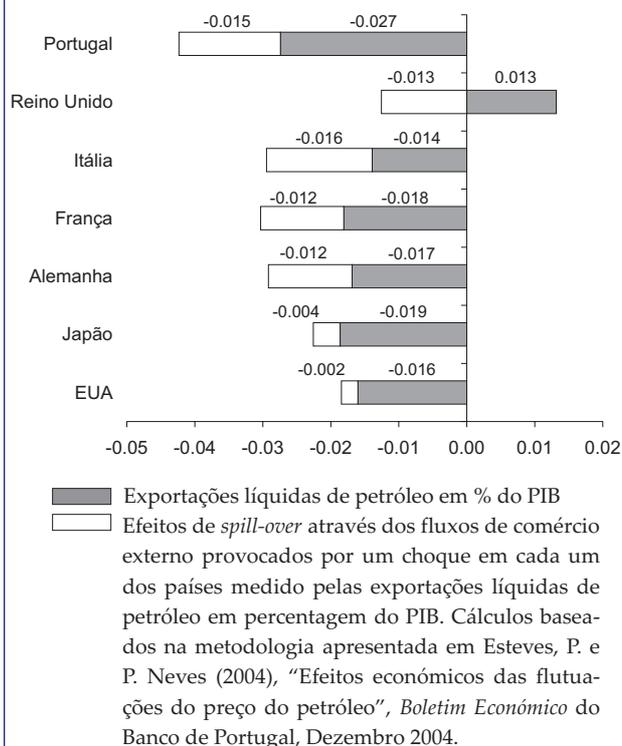
Nesta caixa apresenta-se uma estimativa do efeito do aumento do preço do petróleo na evolução recente da actividade económica em Portugal, a qual, no entanto, deverá ser interpretada com cautela. Em geral, os modelos macroeconómicos reflectem o comportamento médio observado no passado e os resultados dependem crucialmente das expectativas dos agentes económicos e da reacção das políticas monetária e orçamental. No caso do petróleo, estes modelos tendem ainda a subestimar os impactos sobre a evolução da actividade económica, pelo facto de não considerarem os mecanismos através dos quais o preço do petróleo afecta permanentemente o PIB, nomeadamente o seu papel como factor intermédio de produção<sup>(1)</sup>. Adicionalmente, o impacto associado ao aumento do preço do petróleo é tipicamente independente do nível em que esse preço se encontra. Estes modelos não consideram em geral a não linearidade resultante da fraca substituição entre o petróleo e os restantes factores produtivos, a qual explica que um aumento

percentual do preço do petróleo produza efeitos de maior dimensão quando o nível de preços inicial é mais elevado.

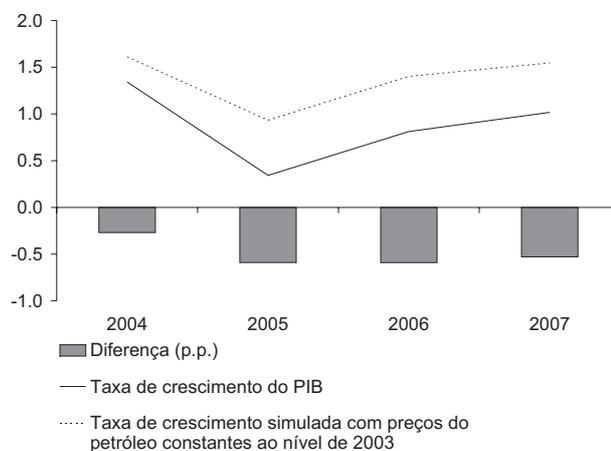
Os factores anteriormente identificados, que contribuíram para a definição do risco de o recente aumento do preço do petróleo poder vir a ter impactos maiores do que os considerados na evolução dos principais mercados de destino das exportações portuguesas, leva a que frequentemente se utilize o peso das exportações líquidas de petróleo no PIB como um indicador da perda de rendimento de longo prazo associada à deterioração dos termos de troca motivada pela subida do preço do petróleo. O gráfico 2 apresenta este indicador baseado em dados de 2004, tanto para Portugal como para um conjunto de países desenvolvidos. Os resultados evidenciam que a economia portuguesa tende a ser mais afectada pela subida do preço do petróleo pelo facto de apresentar uma dependência energética superior à observada para os restantes países. O gráfico 2 apresenta igualmente uma estimativa para os efeitos indirectos relacionados com a interacção dos fluxos de comércio externo entre as várias economias consideradas. Também neste caso, os resultados sugerem que a actividade económica em Portugal tenderá a ser mais afectada pelos efeitos da subida do preço do petróleo na conjuntura económica internacional, reflectindo o elevado grau de abertura da economia portuguesa.

(1) Em artigo publicado Boletim Mensal de Novembro de 2004 do BCE (pag.51-63) são apresentadas os efeitos sobre a área do euro de um aumento do preço do petróleo resultantes da simulação de vários modelos macroeconómicos, os quais são, de uma forma geral, inferiores aos obtidos na literatura mais especializada [por exemplo, Jimenez-Rodriguez, R. e M. Sanchez (2004), "Oil prices and real GDP growth: empirical evidence for some OECD countries", ECB Working Paper no 362].

**Gráfico 2**  
**PREÇOS DO PETRÓLEO E TERMOS DE TROCA**  
**(2004)**



**Gráfico 3**  
**IMPACTOS SOBRE A ECONOMIA PORTUGUESA**  
**DA SUBIDA DO PREÇO DO PETRÓLEO DESDE**  
**2003<sup>(a)</sup>**



Nota:

- (a) Simulação utilizando os multiplicadores apresentados em Esteves, P e P. Neves (2004). O efeito sobre o nível do PIB de um aumento de 100 por cento do preço do petróleo converge no longo prazo para um valor perto de 4 por cento, o que está em linha com a regra prática apresentada no gráfico anterior.

A utilização desta regra, com base nos valores observados em 2004, sugere que um aumento de 100 por cento do preço do petróleo poderá originar a longo prazo uma diminuição do nível do PIB em torno de 4 por cento, o que compara com valores de cerca de 3 por cento para as principais economias da área, perto de zero para o Reino Unido (país produtor de petróleo) e em torno de 2 por cento para o Japão e os EUA.

Uma quantificação mais detalhada dos efeitos da recente subida do preço do petróleo sobre a evolução da economia portuguesa pode ser obtida através do modelo habitualmente utilizado nos exercícios de projecção, que incorpora o petróleo como factor intermédio na função de produção. O gráfico 3 apresenta uma quantificação desses efeitos, tomando como referência o aumento do preço do petróleo verificado desde 2003 e a evolução assumida para o horizonte de projecção.

Em termos médios, se o preço do petróleo tivesse permanecido constante ao nível de 2003, estima-se que a taxa de crescimento anual do PIB em 2004 e 2005 teria sido superior em cerca de 0,5 pontos percentuais, devendo o mesmo vir a acontecer ao longo do horizonte de projecção. Refira-se que os efeitos da subida do preço do petróleo verificada desde 2003 sobre a actividade económica em 2006 e 2007 traduzem sobretudo os efeitos desfasados da subida de preços registada até 2005, uma vez que o mercado de futuros aponta para uma estabilização do preço do petróleo ao longo do horizonte de projecção.

## Artigos

## COMPETITIVIDADE DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS: UMA AVALIAÇÃO DOS PESOS DA TAXA DE CÂMBIO EFECTIVA\*

*Paulo Soares Esteves*

*Carolina Reis*

### 1. INTRODUÇÃO

Uma Taxa de Câmbio Efectiva (TCE) é um indicador que agrega várias taxas de câmbio bilaterais de uma determinada moeda, sendo frequentemente calculado para avaliar a competitividade-preço das economias. Os índices usualmente publicados pelos bancos centrais e pelas instituições internacionais são indicadores sintéticos, medindo a competitividade das empresas nacionais tanto nos mercados externos como no mercado interno. Adicionalmente, várias hipóteses são frequentemente adoptadas para permitir a rápida actualização desses indicadores, em particular atendendo à necessidade de obter informação relativamente à evolução dos preços para o cálculo das Taxas de Câmbio Efectivas Reais (TCER)<sup>(1)</sup>.

Este artigo considera a concorrência enfrentada pelas exportações portuguesas como motivação para o cálculo de uma taxa de câmbio efectiva, discutindo algumas implicações das hipóteses simplificadoras geralmente assumidas, no que diz respeito à selecção dos concorrentes e às diferentes especializações de cada economia. A forma como a

TCE é calculada, nomeadamente os pesos atribuídos a cada país, é um factor crucial para avaliar a competitividade das exportações. Desde a adopção do euro, um maior peso da área do euro diminuiu a variabilidade da TCE, reduzindo deste modo os efeitos de competitividade nas exportações portuguesas associados com a flutuação da taxa de câmbio do euro. Adicionalmente, uma maior exposição a países que estão a aumentar a sua presença nos mercados internacionais (como algumas economias do Leste da Europa e da Ásia) pode explicar alguns problemas de competitividade das exportações portuguesas, os quais não podem ser levados em consideração pelos métodos que habitualmente são utilizados para o cálculo das TCEs.

Este artigo está organizado da seguinte forma. A Secção 2 apresenta de uma forma resumida as metodologias habitualmente utilizadas para o cálculo das TCEs, em particular o esquema de dupla ponderação que permite considerar a existência de outros concorrentes nos principais mercados de exportação.

A Secção 3 apresenta uma visão mais alargada deste esquema de dupla ponderação. Em primeiro lugar, a escolha das economias concorrentes não é restringida ao conjunto de países inicialmente seleccionados de acordo com a sua importância nas exportações. Em segundo lugar, a identificação dos principais concorrentes leva em consideração os diferentes padrões de especialização de cada economia.

\* Este artigo baseia-se em Esteves e Reis (2006), que apresenta resultados detalhados para cada um dos países da área do euro.

(1) O Banco de Portugal começou recentemente a publicar uma nova TCE para a economia portuguesa, baseada na metodologia apresentada em Gouveia e Coimbra (2004), a qual corresponde a uma versão mais actualizada e alargada da antiga TCE apresentada em Vidal e Reis (1994). Os resultados de uma metodologia comum tanto para o conjunto da área do euro como para cada uma das 12 economias nacionais podem ser vistos em Buldorini et. al.(2002).

A Secção 4 apresenta os principais resultados obtidos para a economia portuguesa e para a média dos países da área do euro, realçando os efeitos de não se considerarem as hipóteses simplificadoras habitualmente assumidas.

Finalmente, a Secção 5 resume as principais conclusões.

## 2. METODOLOGIAS PARA O CÁLCULO DE TCE

Uma TCE de um determinado país corresponde a uma média ponderada ( $w_i$ ) das suas taxas de câmbio bilaterais em relação a cada país  $i$  ( $E_i$ ),

$$TCE = \sum_i w_i E_i \quad (1)$$

Assim, a selecção dos países a considerar e os seus respectivos pesos são os dois principais problemas metodológicos a resolver.

Como as TCEs habitualmente consideradas tentam captar a competitividade das empresas tanto nos mercados interno como externo, os pesos atribuídos a cada um dos países correspondem a uma média da sua importância nos fluxos de importação e exportação [ $w_i = (w_i^m + w_i^x)/2$ ]. Os pesos de importação são facilmente obtidos considerando a importância de cada país como mercado de origem das compras ao exterior. No caso das exportações, o seu cálculo não é tão simples, atendendo ao objectivo de se considerar a concorrência efectuada pelos restantes países em cada um dos mercados de destino das exportações.

Os pesos simples baseiam na hipótese de que as exportações do país  $j$  para o país  $i$  concorrem apenas com a produção doméstica desse país  $i$ , e logo o seu peso corresponde à importância das exportações para esse mercado  $i$  ( $x_j^i$ ) no total das exportações do país  $j$  ( $X_j$ ). O esquema de dupla ponderação, por seu lado, considera a concorrência com os restantes países que também exportam para esse mercado<sup>(2)</sup>. Neste caso, o peso do país  $i$  no indicador de competitividade das exportações do país  $j$  é dado por:

$$w_i^x = \left( \frac{x_j^i}{X_j} \right) \left( \frac{\gamma}{\gamma_i + \sum_{h \neq j} x_h^i} \right) + \sum_{k \neq i} \left( \frac{x_j^k}{X_j} \right) \left( \frac{x_i^k}{\gamma_k + \sum_{h \neq j} x_h^k} \right) \quad (2)$$

com  $\gamma_i$  sendo a produção do país  $i$  orientada para

o respectivo mercado doméstico. Neste caso, o peso das exportações para o mercado  $i$  é descontado pela importância relativa entre a produção doméstica e as importações provenientes de terceiros países. Adicionalmente, considera-se o peso das exportações desse país  $i$  para cada um dos restantes mercados, ponderado pela importância desses mercados no total das exportações do país  $j$ .

Tipicamente, a selecção dos países baseia-se na sua importância como mercado de destino das exportações, e frequentemente é considerado um agregado representando o Resto do Mundo (RdM) como um mercado residual das exportações. Esta metodologia é baseada na hipótese que os exportadores concorrem entre si no RdM nas não com os países que compõem este agregado residual. Logo, uma limitação desta metodologia está relacionada com o facto de a escolha dos países considerados como concorrentes estar restringida aos que são inicialmente seleccionados de acordo com a sua importância como mercado de destino das exportações.

## 3. UMA ABORDAGEM ALTERNATIVA PARA OS PESOS DE EXPORTAÇÃO

### 3.1. Aumento do número de países concorrentes

Uma extensão deste esquema de dupla ponderação corresponde a considerar concorrentes adicionais além dos seleccionados de acordo com o critério acima referido – a sua importância como mercado de destino das exportações. Esta extensão é susceptível de alterar os resultados habitualmente obtidos. A título ilustrativo considere-se um país cujas exportações estão totalmente concentradas num só mercado, em que o seu único competidor não é um produtor doméstico, mas sim um produtor de um terceiro país. Neste caso, o habitual critério de selecção iria excluir o único concorrente externo relevante. Este efeito pode ser particularmente importante quando se consideram alguns países em desenvolvimento do Leste da Europa e da Ásia que estão crescentemente presentes no comércio internacional mas que não representam importantes mercados de exportação<sup>(3)</sup>.

(2) Para uma explicação muito intuitiva deste esquema de dupla ponderação, veja-se Turner e Van't dack (1993).

Neste artigo, considera-se um alargamento do conjunto de países que concorrem nos principais mercados de exportação, incluindo economias cujos pesos não reflectem a importância dos respectivos mercados nas exportações mas apenas a concorrência exercida em terceiros mercados. Esta abordagem corresponde a uma diferente interpretação da relevância do agregado RdM, considerando-se que esses países são mais importantes pela concorrência exercida nos principais mercados de exportação do que como mercados onde os países inicialmente seleccionados competem entre si.

### 3.2. Especializações produtivas diferenciadas

Uma outra extensão da análise anterior corresponde a levar em consideração o padrão de especialização de cada economia. Dois países podem exportar produtos muito diferenciados para o mesmo mercado, e logo não estão a competir entre si, ao contrário do que é sugerido pela análise baseada em dados agregados.

Esta extensão envolve um esquema de tripla ponderação: (i) os pesos duplos são calculados para cada produto individualmente; (ii) os resultados para cada produto são agregados de acordo com a estrutura das exportações. Esta abordagem pode ainda ter a vantagem de permitir calcular uma TCE diferente para cada um dos sectores considerados, ajudando a analisar a evolução das exportações de uma forma mais detalhada.

## 4. UMA APLICAÇÃO PARA PORTUGAL

Esta secção apresenta, primeiramente, uma análise da distribuição geográfica e por produtos das exportações de manufacturas de Portugal e dos restantes países da área do euro, usando dados da *World Trade Atlas* (WTA) para 2004.

Em segundo lugar, apresentam-se várias alternativas para o cálculo da TCE, no que diz respeito à selecção de países e ao cálculo dos respectivos pesos, os quais reflectem a importância de cada

país na concorrência exercida sobre as exportações portuguesas.

- i. pesos simples baseados numa amostra de 21 mercados, onde o peso de cada país reflecte a respectiva importância como mercado de destino das exportações portuguesas de manufacturas (TCE<sub>1</sub>),
- ii. pesos duplos que reflectem a concorrência dos 21 países inicialmente seleccionados, tanto nos seus mercados como num agregado representativo do resto do mundo (a abordagem mais habitual) (TCE<sub>2</sub>);
- iii. pesos duplos que reflectem a concorrência de todos os outros países nos 21 mercados de exportação seleccionados (TCE<sub>3</sub>);
- iv. abordagem iii mas tomando em consideração o padrão de especialização de cada economia (TCE<sub>4</sub>).

### 4.1. Distribuição geográfica das exportações

A distribuição geográfica das exportações de manufacturas dos países da área do euro (Gráfico 1) evidencia algumas diferenças assinaláveis<sup>(4)</sup>.

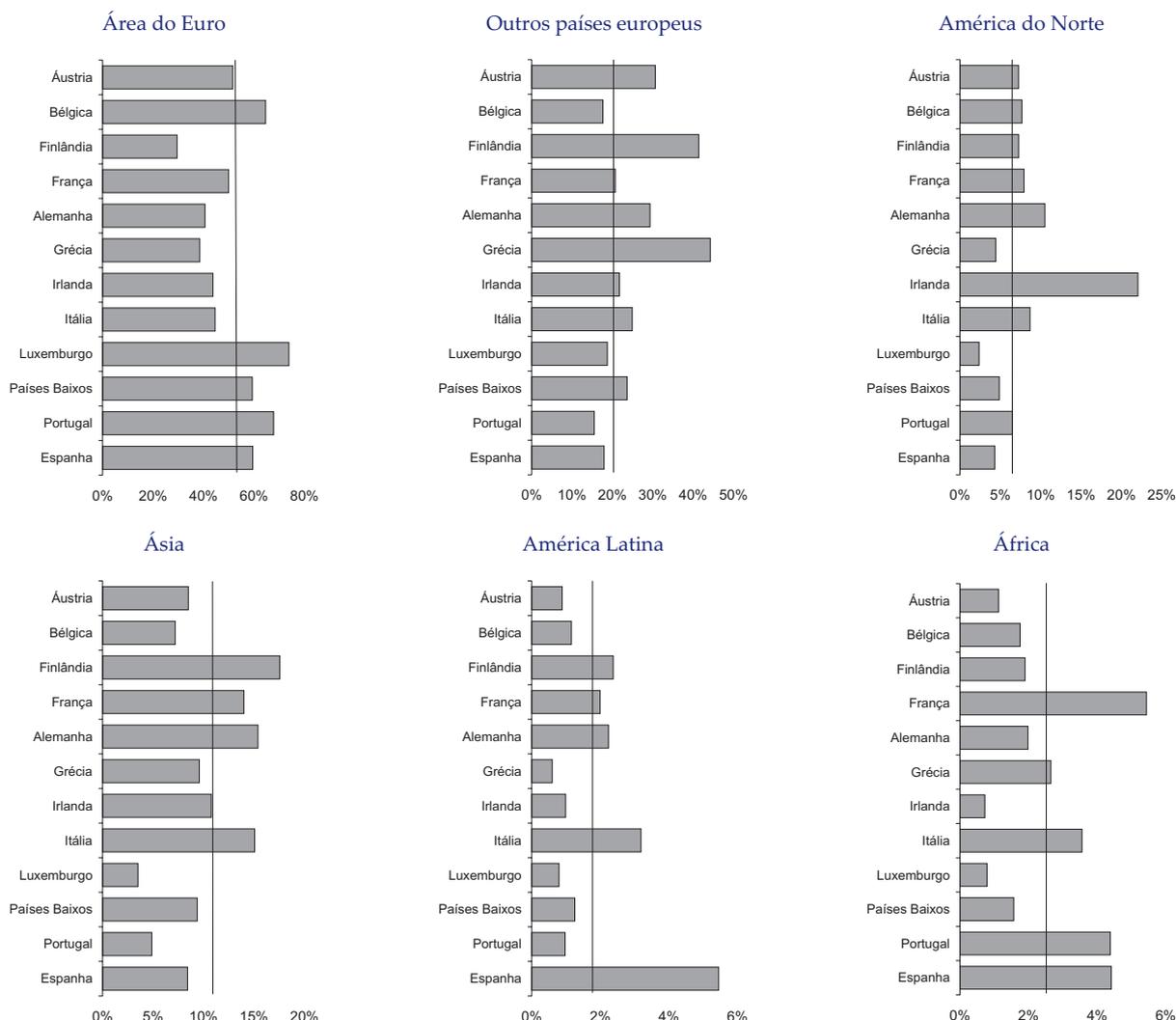
A importância do mercado da área do euro não é a mesma para todos os países membros. Para Portugal, bem como para o Luxemburgo e para a Bélgica, as exportações para a área do euro representam cerca de 70 por cento do total das exportações de manufacturas, o que é significativamente maior do que o valor médio (52 por cento). O mercado da área do euro é menos importante para a Finlândia (30 por cento), bem como para a Alemanha e Grécia (aproximadamente 40 por cento)

Estas diferenças diminuem quando se consideram os restantes países europeus. Esses mercados são particularmente importantes para a Grécia e a

(3) Um exemplo concreto pode ser dado para a economia portuguesa. A exclusão de alguns países pode explicar a razão porque os indicadores de competitividade não conseguem habitualmente explicar a perda de quotas de mercado das exportações portuguesas aquando da crise financeira internacional em 1997 em alguns países do Sudeste asiático [sobre este assunto, veja-se Cabral (2004)].

(4) Considerou-se a regra de conversão das Nações Unidas entre o Sistema Harmonizado de Designação e Codificação de Mercadorias (SH) considerado pela WTA e a Classificação Tipo para o Comércio Internacional (CTCI) para se obter os fluxos de comércio relativos a manufacturas. O uso desta regra permitiu estimar 72 agregados de acordo com o SH a um nível de desagregação de dois dígitos, considerando apenas as subcomponentes classificadas como manufacturas. Esta informação foi utilizada no cálculo dos pesos do indicador TCE<sub>4</sub>. Finalmente referir-se que os países pertencentes à Oceânia foram incluídos na região da Ásia.

Gráfico 1  
DISTRIBUIÇÃO GEOGRÁFICA DAS EXPORTAÇÕES DOS PAÍSES DA ÁREA DO EURO  
(Em percentagem do total das exportações de manufacturas)



Finlândia, absorvendo cerca de 40 por cento das exportações de manufacturas. Esta estrutura é particularmente influenciada pela relevância de Chipre e de vários países do Leste da Europa para as exportações gregas (cerca de 20 por cento das exportações de manufacturas têm como destino Chipre, Bulgária e Roménia) e, no caso da Finlândia, pela significativa importância dos mercados da Suécia e Rússia (um peso de cerca de 20 por cento). Estes mercados europeus também se afiguram particularmente importantes para Alemanha e Áustria, o que se deve ao peso de alguns países do Leste da Europa como mercado de destino. Pelo contrário, as exportações portuguesas estão claramente menos orientadas para estes mercados. (perto de 15 por cento, contra uma média de

aproximadamente 25 por cento para os países da área do euro).

Em relação aos restantes mercados, realce-se: (i) a importância do mercado norte-americano para as exportações irlandesas (cerca de 20 por cento das exportações de manufacturas, contra um valor de 5 por cento tanto para Portugal como para a média dos países da área do euro); (ii) a importância dos mercados asiáticos para a generalidade dos países da área do euro (média de 10 por cento, enquanto que para as exportações portuguesas o seu peso é de apenas 5 por cento); (iii) alguma especialização dos países do Sul da Europa no que diz respeito às economias africanas; (iv) a particular importância do mercado da América Latina para as exportações de Espanha.

## 4.2. Estrutura sectorial das exportações

O gráfico 2 apresenta uma análise resumida da estrutura sectorial das exportações de manufacturas dos países da área do euro, através de uma classificação baseada no SH a dois dígitos que considera unicamente as subcomponentes classificadas como manufacturas. A comparação de Portugal com os restantes países da área do euro evidencia algumas diferenças assinaláveis.

Portugal é o país em que as exportações de têxteis, vestuário e calçado apresentam o maior peso no total de exportações de manufacturas (26.4 por cento), seguido pela Grécia (23.7) e Itália (16.7). Este peso compara com uma média de apenas 6 por cento para os países da área do euro. Itália e Portugal são também os dois países em que as exportações de mobiliário são mais importantes (pesos de 4.2 e 3.4 por cento, respectivamente, contra um valor médio de cerca de 1 por cento).

Portugal apresenta também um maior peso das exportações de madeira e papel, onde a Finlândia evidencia a mais forte especialização (cerca de 20 por cento do total de exportações). Portugal apresenta também uma maior especialização no sector automóvel, o qual é particularmente importante para Espanha, representando cerca de 1/3 do total das exportações de manufacturas. A Alemanha e a França são os outros dois países onde as exportações de material de transporte têm uma especial importância - no caso de França, isso é explicado não só pelo sector automóvel como pela indústria de aviação.

As exportações portuguesas exibem uma menor especialização em todos os outros sectores considerados:

Os produtos químicos e farmacêuticos são particularmente importantes para a Bélgica e, muito especialmente, para a Irlanda, representando, respectivamente, cerca de 25 e 45 por cento do total das exportações. Os países que apresentam uma menor especialização nestes produtos são o Luxemburgo (1.4 por cento), a Finlândia (3.0 por cento) e Portugal (4.5 por cento).

Em relação aos produtos plásticos, a Bélgica é o país que denota a maior especialização (quase 10 por cento do total das exportações de manufacturas). Portugal, a Finlândia e a Irlanda apresentam os menores pesos de exportação destas manufacturas.

O item designado como “metais”, que representa, em termos médios, perto de 10 por cento das exportações de manufacturas dos países da área do euro, tem um peso particularmente elevado no Luxemburgo e na Grécia (pesos de aproximadamente 20 por cento). Portugal, como muitos outros países, tem um peso mais baixo do que a média, enquanto que na Irlanda estes produtos representam praticamente zero por cento do total das exportações.

No que diz respeito às máquinas (tanto eléctricas como não-eléctricas), verificam-se pesos superiores a 40 por cento para o Luxemburgo (3/4 das exportações de máquinas não eléctricas são explicados por computadores e componentes relacionadas) e para a Finlândia (reflectindo a importância do sector das telecomunicações). A Áustria, a Alemanha, a Irlanda e os Países Baixos são os restantes países onde este sector das máquinas tem um contributo mais significativo para as exportações. Por contraste, a Bélgica, a Grécia, Portugal e a Espanha são as economias onde estes sectores apresentam uma importância mais reduzida.

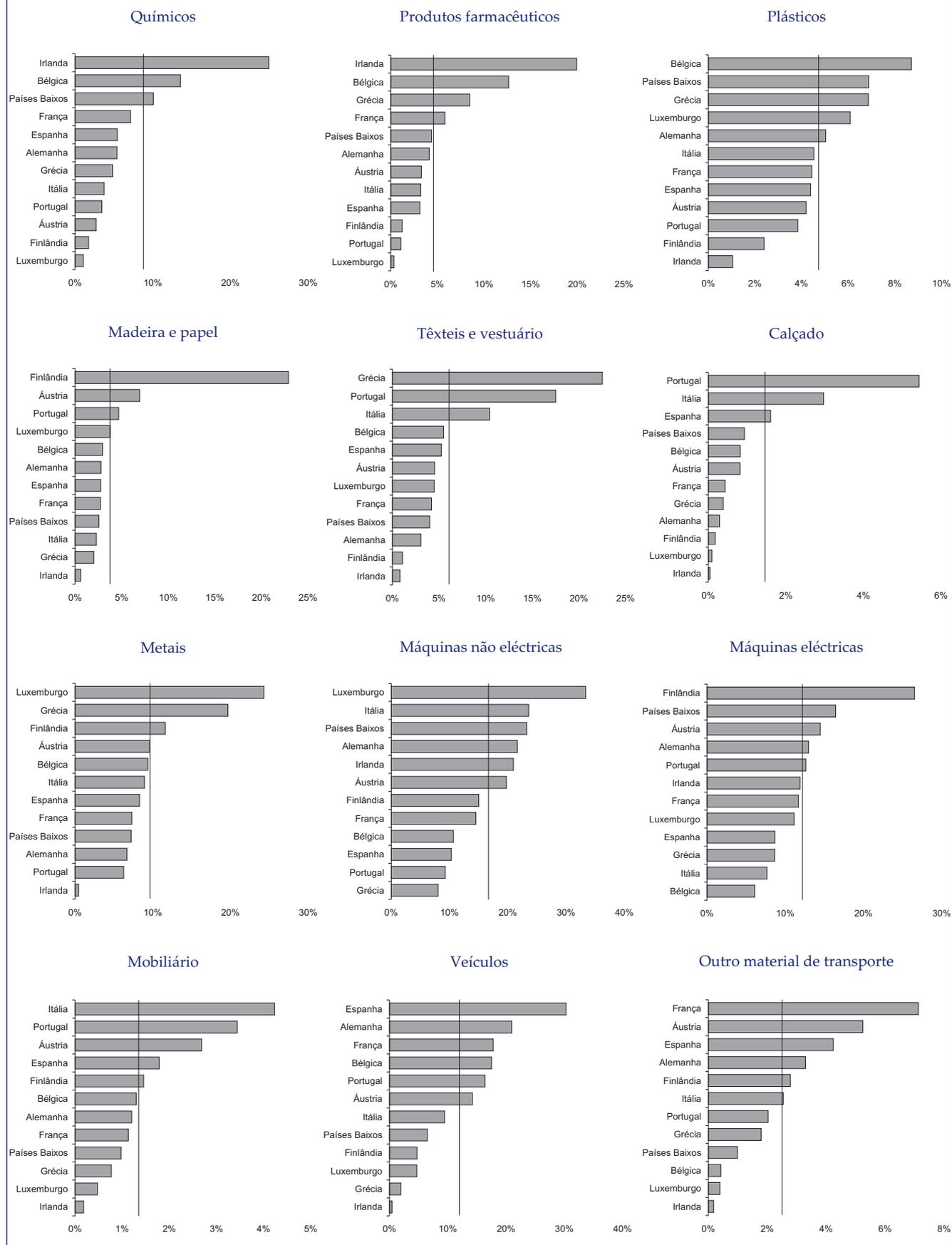
## 4.3. Cálculo dos pesos das TCE

### 4.3.1. Principais hipóteses

Com base em dados da WTA para 2004, consideraram-se 248 países como potenciais concorrentes em 72 tipos de manufacturas. Como habitualmente, algumas hipóteses foram efectuadas no cálculo das TCEs acima referidas. A primeira hipótese diz respeito aos mercados seleccionados. Além dos restantes 11 países da área do euro, foram considerados os 10 mercados de exportação mais importantes para a área do euro: Reino Unido, EUA, Suíça, China, Suécia, Polónia, Rússia, Turquia, Japão e República Checa.

A segunda hipótese diz respeito à redistribuição dos pesos simples pelos mercados seleccionados, para assegurar que a sua soma é igual a 100 por cento. Em relação aos indicadores  $TCE_1$ ,  $TCE_3$ , e  $TCE_4$ , a adopção do habitual procedimento de distribuição proporcional pela amostra seleccionada aumentaria artificialmente o peso da área do euro, reflectindo uma elevada concentração das exportações intra-área por um determinado conjunto de países enquanto as exportações extra-área são distribuídas por um elevado número de

**Gráfico 2**  
**EXPORTAÇÕES DOS PAÍSES DA ÁREA DO EURO POR TIPO DE PRODUTOS**  
 (Em percentagem do total das exportações de manufacturas)



países. Assim, os pesos foram calculados mantendo o peso relativo das exportações intra e extra-área, através de uma distribuição proporcional em cada um dos grupos de países - este procedimento implica que o peso da área do euro no indicador mais simples ( $TCE_1$ ) seja igual à respectiva importância como mercado de destino das exportações. A exceção prende-se com o indicador  $TCE_2$  onde este problema de redistribuição de pesos não se coloca devido à inclusão do resto do mundo como um mercado residual.

Finalmente, seguindo uma hipótese habitual, a produção doméstica para cada país foi obtida através de dados da OCDE (National Accounts of OECD Countries - Detailed Tables) para o valor acrescentado do sector das manufacturas, adicionado dos inputs utilizados (medidos pelo valor das importações) e subtraído das respectivas exportações para se calcular a produção vendida internamente. Para os países não pertencentes à OCDE, considerou-se que o peso do sector das manufacturas no PIB é igual ao obtido para a média dos países da OCDE. No cálculo dos pesos do indicador que considera a especialização diferenciada de cada economia ( $TCE_4$ ), foi assumido que o valor da produção é distribuído de acordo com o peso de cada sector no total das exportações.

#### 4.3.2. Resultados

Os resultados para Portugal estão sintetizados no quadro 1, o qual apresenta na primeira coluna o peso de cada mercado no total das exportações portuguesas de manufacturas. Tomando em consideração estes resultados, a diferença de pesos em relação ao indicador simples que não considera a concorrência em terceiros mercados ( $TCE_4 - TCE_1$ ) pode ser interpretada como um indicador dos efeitos associados às mudanças metodológicas introduzidas no cálculo do indicador de competitividade das exportações. Mais ainda, este efeito pode ser decomposto num efeito de “especialização geográfica” ( $TCE_3 - TCE_1$ ), que mede o impacto de se admitir que todos os restantes países podem competir nos principais mercados de exportação, e um efeito de “especialização por produto” ( $TCE_4 - TCE_3$ ) que mede o impacto de se considerar o padrão de especialização relevado pelas exportações de cada um dos países. Estes efeitos

são apresentados no Gráfico 3, tanto para Portugal como para a média dos países da área do euro.

Um resultado importante é a redução do peso atribuído aos restantes países da área do euro no indicador de competitividade das exportações, tanto para Portugal como para a média das economias da área do euro. Este resultado é dominado pelo efeito de especialização geográfica relacionado com os efeitos de se admitir que todos os outros países concorrem nos mercados de exportação. Em termos médios, a diferente especialização-produto de cada economia tende a aumentar o peso dos restantes países da área do euro, o que significa que muito frequentemente os países da área concorrem entre si nos mesmos mercados. Este efeito é, no entanto, negativo para Portugal, o que sinaliza uma especialização diferenciada das exportações portuguesas. Refira-se, que esta redução do peso da área do euro também acontece quando se considera uma comparação com o indicador mais frequentemente utilizado para incorporar a concorrência em terceiros mercados ( $TCE_2$ ).

Esta diminuição do peso da área do euro significa que as exportações das economias da área são mais sensíveis aos desenvolvimentos externos (em especial, da taxa de câmbio do euro) do que o sugerido pela importância do comércio intra-área. No caso da economia portuguesa, o peso atribuído à concorrência exercida pelos restantes países da área reduz-se de 68 para 55 por cento [um peso de 63 por cento é obtido pelo indicador de competitividade das exportações mais frequentemente utilizado ( $TCE_2$ )].

Em relação aos países da União Europeia não pertencentes à área do euro, o seu peso, tanto para Portugal como para a média das economias da área do euro, é superior ao resultante da distribuição geográfica das exportações, apesar dos efeitos negativos apresentados no Gráfico 3. Este resultado está muito influenciado pelos países inicialmente seleccionados como principais mercados de exportação, na medida em que a elevada concentração de exportações para alguns destes países tende a aumentar o peso atribuído a este conjunto de economias aquando do processo de redistribuição dos pesos observados. O efeito de especialização por produto diminuiu o peso destes países no indicador de competitividade das exportações portuguesas, o que é essencialmente determinado

Quadro 1

**PESOS DAS TAXAS DE CÂMBIO EFECTIVAS ORIENTADOS PARA MEDIR A COMPETITIVIDADE DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS**

	Peso observado	TCE <sub>1</sub>	TCE <sub>2</sub>	TCE <sub>3</sub>	TCE <sub>4</sub>		Peso observado	TCE <sub>1</sub>	TCE <sub>2</sub>	TCE <sub>3</sub>	TCE <sub>4</sub>
Área do euro	67.8%	67.8%	63.1%	55.9%	55.2%	Espanha	24.1%	24.1%	15.4%	14.4%	15.6%
						Alemanha	14.9%	14.9%	15.5%	13.6%	12.7%
						França	14.9%	14.9%	13.6%	12.4%	11.1%
						Itália	4.0%	4.0%	6.4%	5.4%	6.8%
						Países Baixos	3.4%	3.4%	4.3%	3.6%	3.2%
						Bélgica	4.3%	4.3%	3.9%	3.2%	3.0%
						Áustria	0.6%	0.6%	1.4%	1.1%	1.1%
						Finlândia	0.5%	0.5%	0.8%	0.6%	0.6%
						Irlanda	0.6%	0.6%	1.2%	1.2%	0.6%
						Grécia	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%
EU	13.5%	19.0%	14.7%	18.9%	16.4%	Reino Unido	9.9%	15.7%	10.6%	13.4%	10.7%
						Suécia	1.3%	2.0%	2.0%	2.2%	1.9%
						Polónia	0.5%	0.8%	1.2%	1.1%	1.2%
						República Checa	0.3%	0.4%	1.0%	0.8%	0.9%
						Hungria	0.3%			0.5%	0.5%
						Dinamarca	0.8%			0.4%	0.5%
						Eslováquia	0.1%			0.2%	0.3%
Outros países europeus	2.0%	1.9%	2.4%	2.9%	2.4%	Suíça	1.0%	1.6%	1.8%	1.7%	1.1%
						Roménia	0.2%			0.2%	0.5%
						Rússia	0.2%	0.3%	0.5%	0.5%	0.3%
América do Norte	6.5%	9.5%	11.1%	10.2%	9.2%	Estados Unidos	6.0%	9.5%	11.1%	9.6%	8.8%
						Canadá	0.5%			0.6%	0.4%
América Latina	1.0%			0.9%	1.0%	México	0.3%			0.4%	0.4%
						Brasil	0.2%			0.2%	0.3%
Ásia	4.9%	1.8%	8.7%	10.6%	14.6%	China	0.3%	0.4%	3.8%	3.3%	4.9%
						Japão	0.3%	0.4%	3.9%	2.3%	1.9%
						Turquia	0.6%	1.0%	1.0%	1.0%	1.7%
						Índia	0.1%			0.3%	0.8%
						Coreia do Sul	0.1%			0.8%	0.8%
						Vietnam	0.0%			0.1%	0.6%
						Taiwan	0.1%			0.6%	0.6%
						Bangladesh	0.0%			0.1%	0.5%
						Indonésia	0.0%			0.2%	0.4%
						Tailândia	0.1%			0.3%	0.4%
						Malásia	0.5%			0.3%	0.4%
						Paquistão	0.0%			0.1%	0.3%
						Hong Kong	0.2%			0.2%	0.3%
						Singapura	1.0%			0.4%	0.2%
África	4.4%			0.6%	1.2%	Marrocos	0.5%			0.2%	0.4%

pelo Reino Unido, evidenciando uma diferente especialização de Portugal relativamente à economia britânica.

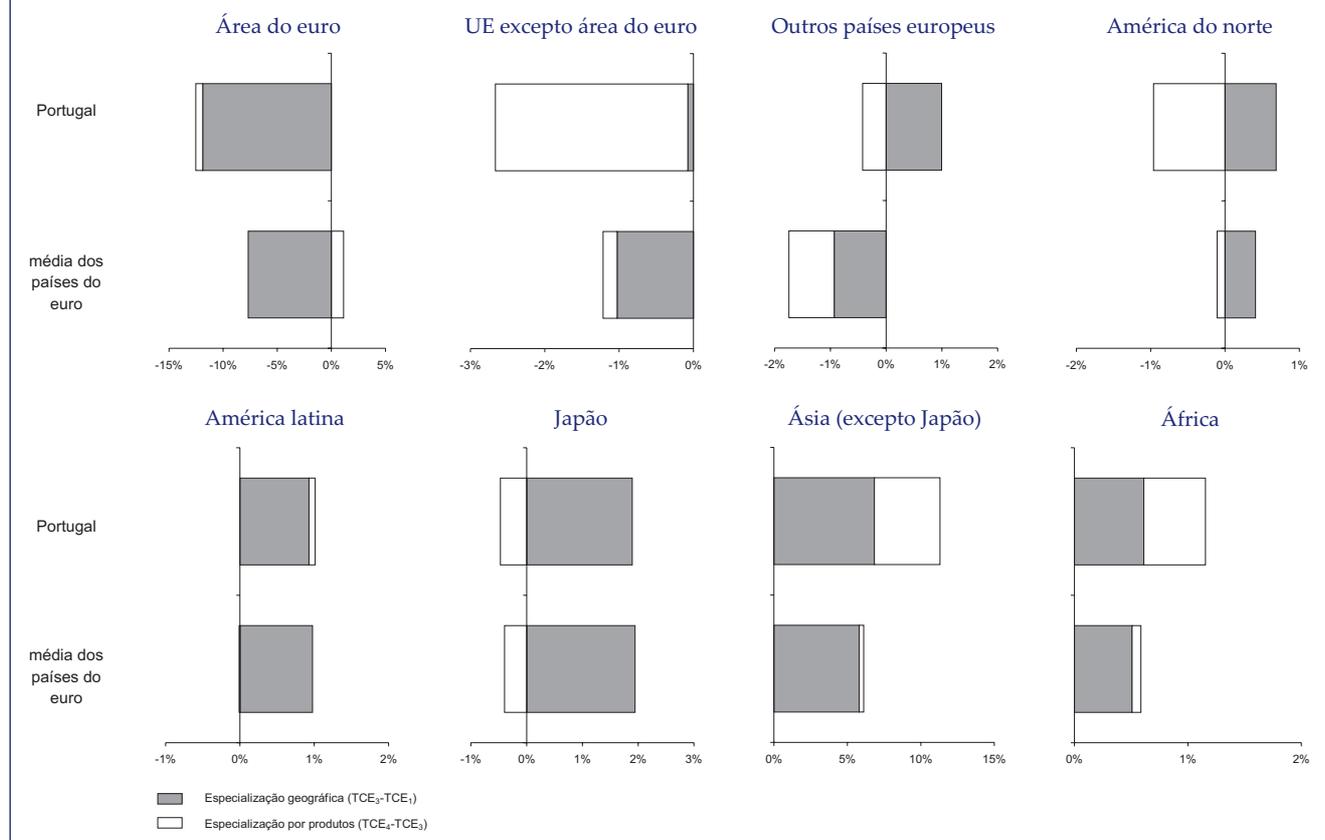
O peso dos países europeus não pertencentes à União Europeia na TCE para Portugal é superior ao peso observado e ao peso obtido com o indicador mais simples (TCE<sub>1</sub>), apesar de um contributo negativo do efeito de especialização sectorial- rela-

cionado com a redução da concorrência atribuída às exportações da Suíça.

Apesar do Canadá não ter sido considerado como um dos mercados de exportação relevante, o peso atribuído à América do Norte é superior ao peso das exportações que se destinam para esse mercado, tanto para Portugal como para a média dos países da área do euro, o que realça o papel da

Gráfico 3  
**EFEITOS DE SE CONSIDERAR A CONCORRÊNCIA DE OUTROS PAÍSES  
 NOS PRINCIPAIS MERCADOS DE EXPORTAÇÃO**

(Variação dos pesos da taxa de câmbio efectiva para Portugal e a média dos países da área do euro)



concorrência em terceiros mercados dos produtos produzidos nos EUA. Esse peso é, no entanto, inferior ao obtido com o indicador mais tradicional, pois existem outros países que também concorrem nesses mercados e que evidenciam uma especialização mais semelhante à das economias da área do euro.

O peso atribuído aos países da América Latina e África é bastante reduzido, e o seu aumento é totalmente explicado pelo facto destes países serem habitualmente excluídos do cálculo dos indicadores mais tradicionais. Portugal é um dos poucos países (juntamente com a Grécia e Itália) onde o efeito de especialização por produtos aumenta o peso atribuído à concorrência desses países nos principais mercados de exportação.

Finalmente, em relação à Ásia, destaque-se, por um lado, que a concorrência do Japão com os países da área do euro se verifica essencialmente em terceiros mercados, o que explica que o peso atribuído ao Japão nas várias TCE seja superior ao peso das exportações que se destinam à economia

nipónica. No entanto, o peso do Japão é inferior ao obtido com a metodologia mais habitual de incorporar a concorrência em terceiros mercados ( $TCE_2$ ). Este resultado advém do facto de existirem muitas outras economias que também concorrem em terceiros mercados e que evidenciam uma especialização mais semelhante à dos países da área do euro. Com excepção da Alemanha, o efeito de especialização sectorial reduz o peso do Japão nas TCEs de todos os países da área do euro.

Por outro lado, a Ásia excluindo Japão é uma região particularmente afectada pelas mudanças metodológicas, aumentando significativamente o seu peso nas medidas de competitividade das exportações dos países da área do euro. Este aumento acontece tanto em relação à sua importância como mercado de exportações como face ao peso obtido com o indicador mais habitual ( $TCE_2$ ). Considerando o indicador mais simples ( $TCE_1$ ), o aumento do peso atribuído a esta região é de cerca de 6 pontos percentuais. Aliás, o peso final de 11 por cento é negativamente influenciado pela selec-

ção inicial de mercados. Como as exportações para esta região estão distribuídos por um elevado número de países, essa selecção diminui o peso desses países de 9 para 5 por cento, sinalizando que o ponderador que reflecte a concorrência desses países será mesmo superior ao valor de 11 por cento. O aumento da concorrência atribuída a estes países é particularmente expressivo para Portugal (seguido pela Grécia e Itália). Uma razão para este resultado advém do efeito de especialização por produto, na medida que Portugal tem uma estrutura de exportações particularmente vulnerável a algumas economias asiáticas que têm ganho uma crescente importância no comércio mundial. Assim, atendendo que a selecção inicial de países reduz o peso desta região (de 4.5 para cerca de 3 por cento), o peso destes países no indicador de competitividade das exportações portuguesas será mesmo superior ao valor de 13 por cento obtido com o indicador TCE<sub>4</sub>.

### 5. CONCLUSÕES

A competitividade-preço das exportações é frequentemente avaliada através da construção de taxas de câmbio efectivas. Este artigo analisa as implicações de algumas hipóteses que habitualmente são assumidas no cálculo desses indicadores, no que diz respeito à selecção dos concorrentes e à diferente especialização sectorial das várias economias, apresentando resultados para Portugal e para a média dos países da área do euro.

Os indicadores habitualmente calculados tendem a sobrestimar o peso das restantes economias da área do euro, minimizando a concorrência de outros países sobre as exportações portuguesas. Primeiramente, o indicador mais simples baseado na distribuição geográfica das exportações tende a aumentar o peso dos países da área do euro porque as exportações portuguesas para esta região estão fortemente concentradas em alguns mercados, enquanto que as exportações para os restantes países estão distribuídas por um elevado número de mercados. Em segundo lugar, o indicador que é habitualmente utilizado para incorporar a concorrência em terceiros mercados conduz igualmente a uma sobrestimação do peso atribuído aos países da área do euro. Nesses indicadores, a selecção dos concorrentes é unicamente efectuada levando em consideração a sua importância como mercado

de exportação. Depois dessa selecção, assume-se que esses países concorrem entre si não só nos respectivos mercados como num agregado residual representativo do resto do mundo.

Neste artigo considera-se uma abordagem alternativa para o cálculo do indicador de competitividade, não colocando essa restrição na selecção dos principais concorrentes das exportações. Assume-se que o conjunto de países considerado como resto do mundo é mais relevante na concorrência que exercem nos principais mercados de exportação do que como um mercado adicional onde os países inicialmente seleccionados competem entre si. Adicionalmente, considera-se o padrão de especialização de cada economia, pois o facto de dois países estarem a exportar para o mesmo mercado não significa que estejam a concorrer entre si pois podem estar a vender produtos muito diferenciados.

O primeiro resultado importante prende-se com a redução do peso atribuído aos restantes países da área do euro no indicador de competitividade das exportações portuguesas, a qual é essencialmente devida ao facto de se permitir que todos os outros países concorram com Portugal no mercado da área do euro. Tal significa que as exportações portuguesas são mais sensíveis a desenvolvimentos externos à área do euro do que o peso das exportações intra-área poderia sugerir. Em particular, a competitividade das exportações portuguesas é mais reactiva às flutuações da taxa de câmbio do euro do que o habitualmente sugerido.

Em segundo lugar, em relação ao indicador de competitividade mais usual, os resultados apontam para uma redução do peso atribuído à concorrência proveniente dos exportadores da América do Norte, do Japão e dos países europeus não pertencentes à área do euro. Este resultado reflecte o facto de existirem muitos outros países que competem nos mercados de exportação e que revelam um padrão de especialização das exportações mais semelhante ao de Portugal. Contrariamente, este padrão de especialização tende a aumentar ligeiramente o peso da concorrência proveniente dos países da América Latina e África.

Finalmente, existe um aumento bastante significativo do peso atribuído à concorrência da Ásia excluindo Japão, tanto para a média dos países da área do euro como, e em especial, para Portugal. A concorrência destes países nos principais merca-

dos internacionais aumenta o seu peso no indicador de competitividade das exportações em mais de 5 e 10 pontos percentuais, para a média dos países da área do euro e para Portugal, respectivamente. Esta diferença está relacionada com o padrão de especialização das exportações portuguesas, as quais estão mais concentradas em sectores como os têxteis, vestuário e calçado do que o verificado para os restantes países da área do euro. Estes sectores são particularmente vulneráveis às exportações de alguns países da Ásia que têm ganhado uma acrescida presença nos mercados internacionais ao longo dos últimos anos. Este factor não pode ser levado em consideração pelos indicadores de competitividade habitualmente utilizados, mas terá um papel importante para explicar a forte quebra das quotas de mercado das exportações Portuguesas observada nos anos mais recentes.

## References

- Buldorini, L., S. Makrydakis and C. Thimann (2002), "The effective exchange rates of the Euro", ECB, *Occasional Paper Series* nº2, February 2002 .
- Cabral, S. (2004), "A evolução recente da quota de mercado das exportações portuguesas na União Europeia", *Boletim Económico* do Banco de Portugal, Dezembro, 83-96.
- Esteves e Reis (2006), "Measuring the exports competitiveness: revisiting the effective exchange rate weights", *mimeo*.
- Gouveia, A. and C. Coimbra (2004), "Novo índice cambial efectivo para a economia portuguesa", *Boletim Económico* do Banco de Portugal, Dezembro 2004, 67-.
- Turner, P. and J. Van't dack (1993), "Measuring international price and cost competitiveness", *BIS Economic Papers*, nº 39, November 1993.
- Vidal, M. and T. Reis (1994), "Índice de taxa de câmbio efectiva do escudo: estudo dos ponderadores do comércio externo e apresentação da nova metodologia", *Boletim Trimestral* do Banco de Portugal, Junho de 1994, 65-76.

## UM RESUMO DA LITERATURA DE DETERMINAÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO REAL DE EQUILÍBRIO APLICAÇÕES AO CASO DA TAXA DE CÂMBIO DO EURO\*

Sónia Costa\*\*

### 1. INTRODUÇÃO

Este artigo tem dois objectivos principais, em primeiro lugar, descrever e comparar as metodologias de determinação da taxa de câmbio real de equilíbrio mais utilizadas na literatura e, em segundo lugar, apresentar alguns resultados destas abordagens para a taxa de câmbio do euro. A discussão das questões metodológicas é relevante uma vez que não sendo a noção de equilíbrio da taxa de câmbio um conceito unanimemente aceite nem claramente definido na literatura económica, nem sempre é fácil compreender as diferenças existentes entre as várias abordagens. Por sua vez, a apresentação de resultados para a taxa de câmbio do euro assume uma particular importância num contexto em que o euro tem observado movimentos bastante acentuados nos últimos anos, os quais importa perceber se serão justificados por alterações dos seus determinantes fundamentais.

Este artigo está organizado da seguinte forma. Na secção 2 discute-se o conceito de taxa de câmbio de equilíbrio, dando-se destaque às diferentes noções temporais com que este aparece nas aplicações empíricas. Na secção 3 é efectuada uma descrição das diferentes abordagens de determinação de taxa de câmbio de equilíbrio, começando por se referir a PPP - *Purchasing Power Parity* por ser o método tradicional e mais simples. Posteriormente,

descrevem-se as abordagens que determinam trajectórias para a taxa de câmbio real de equilíbrio, nomeadamente, a FEER - *Fundamental Equilibrium Exchange Rate*, a BEER - *Behavioural Equilibrium Exchange Rate*, a PEER - *Permanent Equilibrium Exchange Rate* e a NATREX - *NATural Rate of EXchange*, que constituem os métodos mais utilizados nas aplicações empíricas desde o início da década de 90. A comparação entre estas últimas abordagens é efectuada na secção 4. Na primeira parte da secção 5 descrevem-se os resultados de diversas aplicações destas abordagens ao caso da taxa de câmbio do euro. Uma vez que os resultados disponíveis na literatura não incluem o período mais recente, na segunda parte dessa secção efectua-se uma aplicação da abordagem da BEER/PEER aos casos da taxa de câmbio efectiva do euro e da taxa de câmbio do euro face ao dólar, abrangendo dados até ao final de 2004. Na secção 6 apresentam-se algumas considerações finais.

### 2. CONCEITO DE TAXA DE CÂMBIO DE EQUILÍBRIO

A utilidade do cálculo da taxa de câmbio real de equilíbrio não é unanimemente reconhecida. De acordo com Isard e Faruquee (1998), as opiniões relativas a este assunto podem ser divididas em três grupos. Uma primeira visão consiste na ideia de que as taxas de câmbio estão sempre em equilíbrio, uma vez que asseguram a igualdade entre a oferta e a procura no mercado cambial e que o seu nível reflecte a situação macroeconómica corrente

\* As opiniões expressas no artigo são da inteira responsabilidade da autora e não coincidem necessariamente com a posição do Banco de Portugal. A autora agradece os comentários e sugestões de Marta Abreu, Nuno Alves, Isabel Gameiro, José António Ferreira Machado, Maximiano Pinheiro e João Sousa.

\*\* Departamento de Estudos Económicos

e esperada. Uma segunda visão, aceita que possam observar-se misalignments da taxa de câmbio (desvios persistentes da taxa de câmbio face a uma situação de equilíbrio de médio-longo prazo que sinalizem a existência de desequilíbrios na economia), mas considera que na prática não existe forma de quantificar estes desvios. Finalmente a terceira visão, a qual corresponde àquela que é partilhada por quem se dedica à estimação de taxas de câmbio de equilíbrio, considera que a avaliação das taxas de câmbio é útil, embora a existência de desvios face ao valor de equilíbrio de médio-longo prazo possa ou não traduzir uma situação de misalignment da taxa de câmbio. Com efeito, a detecção de misalignments da taxa de câmbio não deve resultar apenas da comparação dos valores correntes da taxa de câmbio com os níveis de equilíbrio de longo prazo, mas deve levar igualmente em consideração que as taxas de câmbio se podem desviar desse nível de equilíbrio, por exemplo, devido às diferentes situações cíclicas existentes na economia doméstica e no exterior. Neste contexto, é frequente encontrarem-se na literatura<sup>(1)</sup> as seguintes noções de taxa de câmbio de equilíbrio:

- taxa de câmbio de equilíbrio de curto prazo - taxa de câmbio que é compatível com a situação económica corrente, abstraindo choques puramente financeiros;
- taxa de câmbio de equilíbrio de médio prazo - taxa de câmbio que existe quando os seus factores explicativos se encontram em valores de médio prazo sustentáveis. Tipicamente esta situação é caracterizada pela existência em simultâneo de equilíbrio interno (ou seja, por uma situação em que o produto se situa no nível potencial e em que não existem pressões inflacionistas) e de equilíbrio externo (situação em que os movimentos de capitais existentes são sustentáveis no sentido em que são justificados pelo ajustamento do stock de capital para o seu nível de equilíbrio de longo prazo);
- taxa de câmbio de equilíbrio de longo prazo - taxa de câmbio compatível com uma situação de equilíbrio interno, em que não existem motivos para que ocorram alterações nos movimentos de capitais e em que o rácio do stock de

activos externos líquidos no produto interno bruto permanece constante.

Estes conceitos de equilíbrio de curto e de médio prazo têm, contudo o problema de traduzirem noções subjectivas de equilíbrio. De facto, a definição de taxa de câmbio de equilíbrio como a taxa de câmbio que é compatível com uma situação de pleno emprego de factores produtivos e de cumprimento da restrição orçamental inter temporal entre a economia doméstica e o exterior, apenas permite definir unicamente a taxa de câmbio real numa situação de estado estacionário, sendo, compatível com diferentes ajustamentos para esse valor de equilíbrio de longo prazo.

### 3. DESCRIÇÃO DAS DIFERENTES ABORDAGENS

#### 3.1. Purchasing Power Parity (PPP)

A forma tradicional e mais simples de determinação da taxa de câmbio real de equilíbrio baseia-se na teoria da PPP. A PPP relativa considera que a taxa de câmbio real de equilíbrio permanece constante no tempo. Assim, detecta-se que existe um misalignment da taxa de câmbio real quando, em relação a um período base, em que se considere que a economia mundial esteve em equilíbrio geral, a variação do preço relativo (ou do custo relativo) difere da alteração da taxa de câmbio nominal.

A abordagem da PPP como teoria explicativa do comportamento das taxas de câmbio reais no longo prazo, tem sido amplamente testada encontrando-se na literatura vários trabalhos que sistematizam os resultados obtidos (por exemplo, Froot e Rogoff (1995) e MacDonald (1995)). Desde a década de 90 que estes testes têm incidido essencialmente sobre interpretações menos exigentes da PPP, as quais assumem duas formas alternativas. Na primeira, considera-se que a taxa de câmbio real deverá reverter à média no longo prazo, embora possa estar afastada desta durante muito tempo (ou seja, testa-se a estacionariedade da taxa de câmbio real). Na segunda, considera-se apenas que existe uma relação de longo prazo entre a taxa de câmbio nominal e os preços nas duas economias (ou seja, testa-se a existência de uma relação de cointegração entre a taxa de câmbio nominal, os preços domésticos e os preços externos). Os re-

(1) Veja-se, por exemplo, Driver e Westaway (2004).

sultados obtidos revelam, na maioria dos casos, uma convergência muito lenta da taxa de câmbio para o valor da PPP<sup>(2)</sup>. A teoria da PPP aponta assim na melhor das hipóteses para valores de equilíbrio da taxa de câmbio real no muito longo prazo, horizonte mais longo do que o tipicamente relevante para a política económica, não permitindo explicar a existência de desvios prolongados face a esse valor de equilíbrio.

### 3.2. Abordagens que determinam trajectórias para a taxa de câmbio real de equilíbrio

Os métodos mais utilizados na determinação de taxas de câmbio de equilíbrio nos últimos anos têm implícita a ideia de que mesmo os desvios prolongados face à PPP podem traduzir ajustamentos necessários das relações fundamentais entre a economia doméstica e o exterior, não estando assim necessariamente associados a misalignments das taxas de câmbio. Em termos gerais, estas abordagens podem dividir-se em dois grupos: abordagens estruturais e abordagens directas. As abordagens estruturais baseiam-se explicitamente num determinado modelo macroeconómico, sendo a taxa de câmbio real de equilíbrio obtida como a solução desse modelo numa situação em que a economia está em equilíbrio interno e externo. Nas abordagens directas, a taxa de câmbio de equilíbrio é obtida através da estimação de uma equação para a taxa de câmbio real, especificada de um modo *ad-hoc*, em função das variáveis que se consideram mais relevantes para explicar o seu comportamento, ou através da decomposição do comportamento da taxa de câmbio real em componentes de equilíbrio e de desvios face ao equilíbrio com base em técnicas estatísticas ou econométricas. A FEER enquadra-se nas abordagens estruturais, a BEER e a PEER nas abordagens directas e a NATREX não se enquadra claramente em nenhuma destas categorias, uma vez que embora se baseie num modelo macroeconómico concreto, as suas aplicações empíricas consistem, na maioria dos casos, à semelhança da BEER, na estimação de

uma forma reduzida para a taxa de câmbio real.

#### 3.2.1. *Fundamental Equilibrium Exchange Rate (FEER)*

A abordagem da taxa de câmbio de equilíbrio fundamental (FEER) introduzida por Williamson (1983) pretende determinar a trajectória para a taxa de câmbio real que é compatível com a existência de equilíbrio macroeconómico interno e externo. Nesta abordagem o equilíbrio externo é aproximado pela imposição de equilíbrio na chamada balança fundamental, definida como a soma do saldo da balança corrente com as entradas líquidas de capitais estáveis. Leva-se assim em consideração que, quando a poupança doméstica é diferente das oportunidades de investimento domésticas avaliadas à taxa de juro mundial, os países podem observar importações ou exportações de capitais durante vários anos, mantendo desequilíbrios prolongados na balança corrente.

A FEER é geralmente considerada como uma abordagem de médio prazo uma vez que na sua determinação são, por um lado, ignoradas as perturbações de curto prazo e os factores cíclicos e, por outro lado, é considerado que existem fluxos de capitais entre as várias economias. Como se referiu na secção 2, a noção de equilíbrio de médio prazo traduz um conceito subjectivo uma vez que não é unicamente definido. Teoricamente a existência de equilíbrio externo exige apenas que a dívida externa líquida seja sustentável, de modo a que a economia seja capaz de cumprir as responsabilidades e não sobreacumule disponibilidades, o que é compatível com várias trajectórias para a balança fundamental. Assim a imposição de equilíbrio permanente da balança fundamental na abordagem da FEER traduz uma noção estrita de equilíbrio externo, a qual pode ser justificada pela preocupação com o comportamento da balança no curto prazo. Neste sentido esta abordagem assume um carácter normativo.

Na maior parte dos casos, a FEER é determinada com base numa abordagem de equilíbrio parcial, em que é estimada uma equação para a balança corrente (ou para a balança comercial), a qual é resolvida para a taxa de câmbio real que permite igualar o saldo da balança corrente tendencial (ou seja, o saldo que existiria numa situação em que as restantes variáveis explicativas estão nos seus níveis de "equilíbrio" aproximados por valores de

(2) Por exemplo, de acordo com MacDonald (2000) mesmo os estudos em que são utilizadas séries temporais longas (com cerca de 100 anos) ou dados de painel para o período de câmbios flexíveis obtêm uma meia-vida (tempo que demora até que a taxa de câmbio real corrija após um choque metade do desvio face ao nível constante correspondente à PPP) de cerca de 4 anos.

tendência) ao seu nível objectivo determinado exogenamente (ou seja, às saídas líquidas de capitais estáveis). Nesta abordagem não é assim imposta a consistência entre o equilíbrio de fluxos de médio prazo e o equilíbrio de stocks de longo prazo e não é levada em consideração a interacção entre os desvios face ao equilíbrio e a trajectória de equilíbrio, o que faz com que a FEER esteja sujeita a um efeito de histerese.

Os resultados obtidos com a metodologia da FEER apresentam uma grande sensibilidade às hipóteses consideradas - por exemplo, quanto aos valores das elasticidades das importações e das exportações à taxa de câmbio e quanto ao nível dos capitais estáveis - só permitindo assim identificar com alguma segurança misalignments muito significativos. As principais diferenças entre os vários trabalhos estão relacionadas com a forma como os capitais estáveis são determinados, dado que na maioria dos casos tal envolve uma grande componente de julgamento. Teoricamente os capitais estáveis devem corresponder a movimentos de capitais que respondem a diferenciais de rentabilidade entre aplicações de longo prazo domésticas e externas, ou que reflectem alterações nas preferências de carteira, e que podem, assim, durar vários anos até que o novo equilíbrio de carteira seja atingido. Em muitas aplicações os capitais estáveis são determinados de um modo ad-hoc, correspondendo aos valores das rubricas da balança de capitais com características mais estruturais (frequentemente é tomado o valor dos fluxos líquidos de investimento directo)<sup>(3)</sup>.

(3) O FMI desenvolveu uma metodologia de avaliação dos desvios das taxas de câmbio face aos seus valores de equilíbrio, a qual traduz uma extensão da FEER, em que se procura introduzir um maior rigor na determinação dos capitais estáveis (Isard e Faruqee (1998)). Na prática esta abordagem formaliza a metodologia de determinação dos capitais estáveis seguida por Williamson (1991), a qual leva explicitamente em consideração que a balança corrente pode ser vista como a diferença entre a poupança e o investimento domésticos, e que estes, por sua vez, no médio-longo prazo são determinados, por exemplo, por factores associados às teorias do ciclo de vida e do ciclo da dívida. Assim, nestas aplicações, o nível objectivo para a balança corrente corresponde ao nível estimado para a poupança líquida numa situação de médio prazo.

### 3.2.2. *Behavioural Equilibrium Exchange Rate (BEER)*

A abordagem da BEER baseia-se na estimação de uma equação para a taxa de câmbio real em função de variáveis fundamentais. Nesta abordagem a trajectória de equilíbrio é obtida como o valor estimado dessa equação, calculado para o valor observado das variáveis fundamentais que se espera que tenham efeitos no longo prazo.

Geralmente a BEER é estimada utilizando a análise de cointegração de Johansen. As diferenças entre as várias aplicações consistem principalmente nas variáveis explicativas consideradas. Estas variáveis são tipicamente escolhidas de um modo ad-hoc, sendo motivadas por diversas teorias de determinação da taxa de câmbio entre as quais se incluem muitas vezes a hipótese de produtividade de Balassa-Samuelson, a teoria da paridade descoberta das taxas de juro e/ou o modelo de activos desenvolvido por Frenkel e Mussa (1984). Assim é com frequência considerado que a taxa de câmbio real deverá apreciar no longo prazo se, tudo o resto constante, o crescimento da produtividade no sector de bens transaccionáveis face à produtividade no sector de bens não transaccionáveis na economia doméstica for maior do que no exterior, ocorrer um aumento dos activos externos líquidos, existir uma melhoria permanente dos termos de troca (aproximado, na maioria das vezes, pelo preço real do petróleo) ou uma melhoria permanente maior do que no exterior da situação das finanças públicas. Adicionalmente, considera-se ainda que, no médio/curto prazo, um aumento do diferencial da taxa de juro real na economia doméstica face ao exterior ou um aumento da procura relativa de bens não transaccionáveis face a transaccionáveis deverá induzir a uma apreciação real da taxa de câmbio. Este último efeito pode decorrer do impacto positivo de curto prazo sobre a procura induzido por acréscimo do consumo público.

### 3.2.3. *Permanent equilibrium exchange rates (PEER)*

A taxa de câmbio de equilíbrio da BEER traduz uma trajectória para a taxa de câmbio que reflecte o comportamento observado das variáveis explicativas, o que não significa necessariamente que traduza níveis sustentáveis para a taxa de câmbio. Neste sentido, a BEER é por vezes denominada por "taxa de câmbio de equilíbrio corrente". Existe

uma série de artigos que procuram calcular o valor da BEER para uma situação em que os factores explicativos da taxa de câmbio estejam nos seus níveis de equilíbrio sustentáveis, sendo neste caso a taxa de câmbio obtida designada por BEER/PEER.

A BEER/PEER tem assumido na literatura várias formas alternativas. Uma solução simples, utilizada, por exemplo, em Faruqee (1994), consiste na consideração das variáveis explicativas nos seus valores de longo prazo calculados com base em filtros ou com base na estimação de tendências. Esta abordagem tem a desvantagem de ignorar na determinação do equilíbrio de longo prazo a informação contida na relação de cointegração estimada. De forma a ultrapassar esta limitação, na maioria dos artigos mais recentes é utilizado o método de decomposição de Gonzalo e Granger (1995), o qual permite decompor a relação de cointegração numa componente permanente não estacionária e numa componente transitória estacionária. Neste contexto, é considerado que a componente permanente da taxa de câmbio real descreve a sua trajectória de equilíbrio e que a componente transitória traduz os desvios da taxa de câmbio face ao valor de equilíbrio.

A designação de PEER tem sido igualmente utilizada em abordagens distintas da BEER. No resumo da literatura efectuado em MacDonald (2000), estas aplicações são agrupadas em duas classes. Num primeiro grupo são considerados os trabalhos que utilizam o método univariado ou multivariado de Beveridge e Nelson para decompor a taxa de câmbio real em componentes permanente e transitória. Estes estudos assentam directamente nas propriedades estatísticas da taxa de câmbio real, sendo por vezes designados como APPER (Atheoretical Permanent Equilibrium Exchange Rate) devido à ausência de qualquer teoria explícita sobre o comportamento da taxa de câmbio. Num segundo grupo são considerados os trabalhos que seguem a metodologia proposta em Clarida e Gali (1994) que se baseia na estimação de modelos VAR estruturais que permitem decompor a variação da taxa de câmbio real em várias componentes associadas a diferentes tipos de choques. Nestes trabalhos, a componente da taxa de câmbio real que é determinada por choques da oferta é por vezes interpretada como a sua componente permanente.

### 3.2.4. NATural Rate of EXchange (NATREX)

A abordagem da NATREX pretende determinar a taxa de câmbio de equilíbrio de médio prazo e o seu ajustamento para o equilíbrio de longo prazo com base na modelação da interacção entre stocks e fluxos num contexto de modelos dinâmicos de crescimento em economia aberta, cujas especificações variam consoante as características das economias em causa (Stein et al (1995)). Tal como no caso da FEER, a formalização teórica da NATREX parte do equilíbrio macroeconómico de médio prazo definido como uma situação em que o saldo da balança corrente iguala os fluxos de capitais sustentáveis, determinados pela poupança líquida, num contexto de equilíbrio interno. Os modelos incorporam equações estruturais para a balança corrente, para a poupança e para o investimento, sendo o principal factor explicativo da poupança a taxa de preferência temporal e o principal factor explicativo do investimento o rácio  $q$  de Tobin, o qual é determinado pela produtividade. Estes modelos generalizam, contudo, os modelos de equilíbrio macroeconómico, uma vez que estes fluxos, por um lado, são ainda explicados pelos níveis dos stocks de capital e de activos externos líquidos (nomeadamente, o investimento depende do stock de capital e a poupança depende do stock de riqueza definido como a soma entre os activos externos líquidos e o stock de capital) e, por outro lado, determinam os movimentos endógenos que estes stocks observam na transição para o longo prazo (a balança corrente traduz a taxa de variação dos activos externos líquidos e o investimento a variação do stock de capital). Tal como nos modelos frequentemente apresentados nos trabalhos da BEER para motivar a escolha das variáveis explicativas da taxa de câmbio, esta interacção entre fluxos e stocks garante a compatibilidade do equilíbrio de médio prazo com uma noção de equilíbrio de longo prazo em que a estabilidade da dívida externa líquida é respeitada e em que o stock de capital convergiu para o nível estacionário, ultrapassando assim teoricamente uma das limitações das abordagens da FEER.

De acordo com a NATREX a taxa de câmbio real é determinada no longo prazo pela taxa de preferência temporal e pela produtividade na economia doméstica e no exterior e no caso de pequenas economias também pelos termos de troca e

pela taxa de juro real. No médio prazo, para além destas variáveis a taxa de câmbio depende ainda dos stocks de capital e de activos externos líquidos, variáveis que são endógenas no longo prazo. Os modelos da NATREX prevêem que um acréscimo da taxa de preferência temporal (ou seja uma redução da poupança) determine uma apreciação da taxa de câmbio real no médio prazo e a sua depreciação no longo prazo e que um acréscimo da produtividade (ou seja um aumento do investimento) induza uma apreciação no médio prazo e tenha um efeito ambíguo no longo prazo.

Em termos empíricos embora existam algumas tentativas de efectuar uma estimação do modelo estrutural subjacente à NATREX, a maioria das aplicações consiste na estimação de uma forma reduzida para a taxa de câmbio real com base em técnicas de cointegração, aproximando-se assim bastante das abordagens definidas anteriormente como métodos directos.

#### 4. COMPARAÇÃO ENTRE AS VÁRIAS ABORDAGENS

Como se viu na secção 3, a BEER é por vezes designada como uma taxa de câmbio de equilíbrio de curto prazo ou corrente, a FEER como uma taxa de equilíbrio de médio prazo, a PEER como uma taxa de equilíbrio de médio-longo prazo e a NATREX como uma metodologia que centrando-se na transição do médio para o longo prazo, permite determinar os dois tipos de taxas de equilíbrio. Na realidade, a classificação das várias abordagens de acordo com o período temporal não é simples. Por exemplo, o facto de na determinação da taxa de equilíbrio da FEER se incluírem apenas os fluxos de capitais sustentáveis significa que esta abordagem tem implícita uma noção de equilíbrio de longo prazo, na qual existem entradas ou saídas de capitais que nunca terão que ser revertidas. Adicionalmente as noções de equilíbrio implícitas em diferentes abordagens para o mesmo período temporal nem sempre são equivalentes. Reflectindo, o facto de nos modelos teóricos que motivam as abordagens da BEER, BEER/PEER e da NATREX, a taxa de câmbio real se ajustar de modo a que a balança corrente seja financiada voluntariamente pelos detentores de riqueza, nas aplicações empíricas destas abordagens em vez de serem impostos “valores de equilíbrio” para a ba-

lança corrente, como acontece na FEER, é estimada uma relação entre a taxa de câmbio real e os seus factores explicativos com base em técnicas de cointegração. As estimativas obtidas traduzem valores justificados pelas variáveis fundamentais identificadas teoricamente, mas que não correspondem necessariamente a soluções de equilíbrio macroeconómico de médio-longo prazo. Esta situação é mais evidente nas aplicações da BEER, onde as estimativas da taxa de câmbio são efectuadas com base em variáveis medidas em valores correntes. Contudo, mesmo a utilização na NATREX de variáveis medidas em médias móveis e na BEER/PEER da componente permanente da taxa de câmbio estimada, não é claro que garanta, designadamente, a existência de equilíbrio externo, entendido como a sustentabilidade da taxa de acumulação de activos externos líquidos. A BEER/PEER e a NATREX são assim utilizadas para determinar taxas de câmbio que são designadas, tal como a FEER, como taxas de equilíbrio de médio prazo, mas que não são directamente comparáveis com esta. Esta situação é ainda mais evidente se considerarmos as PEER atóricas ou as PEER obtidas através de modelos VAR estruturais.

Para além de diferirem nas noções de equilíbrio, as várias abordagens de determinação de taxa de câmbio de equilíbrio distinguem-se ainda pelo tipo de variáveis utilizadas. Estas diferenças não traduzem, contudo, visões contraditórias sobre os factores explicativos das taxas de câmbio, mas resultam, sobretudo de diferenças ao nível da complexidade dos modelos que estão subjacentes a cada uma das abordagens. Em termos simples, pode considerar-se que as três abordagens têm em comum o mesmo tipo de formalização do equilíbrio externo, sendo esta mais simplificada na FEER do que na BEER e na BEER do que na NATREX. Com efeito, enquanto na FEER, a taxa de câmbio de equilíbrio é aquela que permite que a balança corrente subjacente atinja um valor sustentável determinado exogenamente, na BEER e na NATREX esse valor é determinado pelo comportamento de diferentes variáveis, entre as quais se inclui o stock de activos externo líquidos, o qual é considerado como exógeno na BEER e como endógeno no longo prazo na NATREX. Por sua vez, o equilíbrio interno é aproximado de uma forma mais simples na FEER e na NATREX, do que na BEER. De facto, na BEER é em geral efectuada

uma distinção entre bens transaccionáveis e não transaccionáveis, sendo o equilíbrio interno definido como o equilíbrio no mercado de bens não transaccionáveis, o qual depende de factores que afectam as suas oferta e procura relativas. Na FEER, e na maioria dos casos na NATREX, não é efectuada qualquer distinção entre os vários tipos de bens produzidos internamente, não sendo assim explicitamente levados em consideração factores como o efeito de Balassa-Samuelson.

## 5. APLICAÇÕES À TAXA DE CÂMBIO DO EURO

### 5.1. Alguns resultados publicados nos últimos anos

No Quadro 1 apresenta-se um resumo de várias aplicações empíricas de cálculo da taxa de câmbio de equilíbrio do euro efectuadas nos últimos anos, agrupadas por tipo de abordagem. A maioria destes estudos dizem respeito à taxa de câmbio efectiva do euro, existindo, contudo alguns que estimam taxas de equilíbrio face ao dólar e face ao iene.

Vários destes trabalhos apresentam trajectórias para a taxa de câmbio de equilíbrio do euro muito semelhantes à trajectória observada, o que sugere que poderão estar a traduzir mais uma noção de equilíbrio corrente do que uma noção de equilíbrio de médio/longo prazo. Este comportamento é, como seria de esperar, particularmente evidente em aplicações da BEER e da BEER/PEER, abordagens onde as variáveis consideradas na determinação do equilíbrio são seleccionados consoante o seu poder explicativo da taxa de câmbio.

Reflectindo o peso dominante dos Estados Unidos nas relações externas da área do euro, os resultados obtidos são semelhantes nos casos da taxa de câmbio efectiva e da taxa de câmbio face ao dólar. Alguns resultados apontam para uma apreciação em termos efectivos da taxa de câmbio de equilíbrio do euro na segunda metade da década de 80, não existindo indicações claras sobre a direcção da trajectória de equilíbrio para os restantes períodos, uma vez que mesmo em aplicações em que são utilizadas as mesmas abordagens e variáveis explicativas idênticas, se obtêm resultados diferentes. Refira-se, contudo, que em relação aos últimos anos da década de 90 e ao ano 2000, a maioria dos resultados aponta para a estabilidade da

taxa de câmbio de equilíbrio, ou quanto muito, para a sua apreciação, em contraste com a depreciação observada pelo euro.

Em termos dos desvios face ao equilíbrio, a maioria dos resultados sugere que tenha ocorrido, por um lado, uma subapreciação crescente do euro entre os primeiros anos da década de 80 e meados da mesma década e, por outro lado, alguma sobreapreciação, embora de menor magnitude, em alguns sub-períodos entre o final da década de 80 e os primeiros anos da segunda metade da década de 90. Estas situações coincidiram com o fortalecimento do dólar antes do acordo de Plaza de 1985 e com a sua depreciação posterior. Em relação ao período mais recente existem indicações de que o euro terá estado subapreciado em 1999 e de que essa subapreciação se terá acentuado em 2000, parecendo assumir uma magnitude maior no caso da taxa de câmbio do euro face ao dólar do que em termos efectivos. Como se pode ver no Quadro 1, neste período a magnitude da subapreciação do euro encontrada nos diferentes trabalhos apresenta um intervalo muito lato, evidenciando a elevada incerteza inerente ao cálculo da taxa de câmbio de equilíbrio, mesmo quando são utilizadas abordagens semelhantes. Esta incerteza seria ainda mais evidente se fossem levados em consideração os intervalos de confiança inerentes a cada um dos resultados. Em termos gerais, e como é realçado em Detken et al (2002), parecem ser encontrados maiores desvios face ao equilíbrio nas abordagens em que é introduzida uma maior estrutura económica na estimação (e que podem ser interpretadas como tendo implícito um horizonte mais longo para o equilíbrio) do que nas abordagens em que são estimadas formas reduzidas para a taxa de câmbio. Com efeito, os desvios encontrados para a taxa de câmbio efectiva do euro no final de 2000, têm uma magnitude superior a 20 por cento nas aplicações da FEER e da NATREX<sup>(4)</sup> e de cerca de 10 por cento em média nas aplicações da BEER, BEER/PEER e PEER. O facto da subapreciação do euro tender a ser menor nos resultados que têm subjacente uma noção de equilíbrio de mais curto

(4) A aplicação da NATREX efectuada em Detken et al (2002) para a taxa de câmbio efectiva do euro não resulta, ao contrário do que é comum neste tipo de abordagem, da estimação de uma forma reduzida, tendo envolvido antes a estimação de um pequeno modelo estrutural.

Quadro 1

## RESUMO DE ALGUMAS APLICAÇÕES EMPÍRICAS DE CÁLCULO DE TAXA DE CÂMBIO DE EQUILÍBRIO DO EURO

Estudo	Taxa de câmbio estimada <sup>(a)</sup>	Período amostral utilizado na estimação	Determinantes da taxa de equilíbrio <sup>(b)(c)</sup>	Outras variáveis testadas <sup>(b)</sup>	Desvio de EUR face ao equilíbrio (período de referência) <sup>(d)(e)</sup>
<b>FEER</b>					
Wren-Lewis e Driver (1998) <sup>(e)</sup>	EUR/USD	-	Balança corrente tendencial e objectivo para a balança corrente; Elasticidade das importações e das exportações à taxa de câmbio	-	0-22% (1995); -20 a -34% (2000)
Detken et al (2002)	ITCER	-	Simulação de um modelo macroeconómico para a área do euro para a solução de steady-state compatível com uma balança comercial equilibrada	-	-24% (4 <sup>o</sup> T 2000)
<b>BEER</b>					
Clostermann e Schnatz (2000) <sup>(e)</sup>	EUR/USD	1975-98 (Trim.)	LP: tnt; pet; g-g* CP: rlp-rlp*	f	LP: -7% (3 <sup>o</sup> T 1999) CP: -13% (3 <sup>o</sup> T 1999)
Koen et al (2001)	ITCER	1981-99 (Sem.)	LP: dep-dep*; pet CP: rlp-rlp*; ypc-ypc*; tnt; pet	f; g-g*; pexp/pimp	LP: -9% (2 <sup>o</sup> Sem. 2000) CP: -5% (2 <sup>o</sup> Sem. 2000)
	EUR/USD	1976-99 (Sem.)	LP: g-g*; pet CP: rlp-rlp*; g-g*; pet	f; pexp/pimp; tnt; dep-dep*; ypc-ypc*	LP: -15% (2 <sup>o</sup> Sem. 2000) CP: Ligeiramente mais subapreciado que no LP (2 <sup>o</sup> Sem. 2000)
Maeso-Fernandez et al (2001)	ITCER	1975-00 (Trim.)	4 especificações para o LP (1) yemp-yemp* e pet; (2) yemp-yemp* e rlp-rlp* (3) tnt, pet e g-g*; (4) tnt, rlp-rlp* e g-g*	rcp-r*cp; pref temp; f	LP: Subapreciado em 2000 -5% a -20% (4 <sup>o</sup> T 2000)
Detken et al (2002)	ITCER	1973-00 (Trim.)	LP: tnt; rlp-rlp*	yemp-yemp*; wr-wr*; ca-ca*; f-f*; s-s*	LP: Subapreciação em 1999-2000 (-10% (4 <sup>o</sup> T 2000))
Osbat et al (2003)	EUR/JPY	1975-01 (Trim.)	LP: pet; f-f*; g-g*; yemp-yemp*	rlp-rlp*; tnt	LP: Subapreciado (1999-00); Próximo do equilíbrio (4 <sup>o</sup> T 2001)
<b>BEER/PEER (método de decomposição de Gonzalo e Granger)</b>					
Alberola et al (1999)	ITCER EUR/USD EUR/JPY	1980-98 (Trim.)	LP: tnt; f	-	LP: ITCER: entre -3.8% e -5.1% (4 <sup>o</sup> T 1998) LP: EUR/USD: -7.5% (4 <sup>o</sup> T 1998) LP: EUR/JPY: 6.2% (4 <sup>o</sup> T 1998) LP: -15% (3 <sup>o</sup> T 1999)
Hansen e Roeger (2000)	ITCER	1980-99 (Trim.)	LP: tnt; f	-	LP: Subapreciado em 2000
Maeso-Fernandez et al (2001)	ITCER	1975-00 (Trim.)	4 especificações para o LP (1) yemp-yemp* e pet; (2) yemp-yemp* e rlp-rlp* (3) tnt, pet e g-g*; (4) tnt, rlp-rlp* e g-g*	rcp-r*cp; pref temp; f	-2% a -10% (4 <sup>o</sup> T 2000)
<b>PEER (VAR estruturais)</b>					
Detken et al. (2002)	ITCER	1970-00 (Trim.)	Choques de oferta de trabalho, de produtividade e de consumo público	-	-5 a -12% (4 <sup>o</sup> T 2000)
<b>NATREX</b>					
Detken et al. (2002)	ITCER	1970-00 (Trim.)	Várias variáveis determinantes do consumo, investimento e balança comercial	-	LP: -2.3% (4 <sup>o</sup> T 1998); -27.7% (4 <sup>o</sup> T 2000) MP: -0.7% (4 <sup>o</sup> T 1998); -25.4% (4 <sup>o</sup> T 2000)
Stein (2001)	EUR/USD	1971-00:I (Trim)	LP: yemp-yemp*; pref. temp. MP: Determinantes de LP + termo corrector do erro	-	LP: Subapreciação desde 1997 MP: Subapreciação desde início de 1999 (-10% (1 <sup>o</sup> T 2000))

## Notas:

(a) As taxas de câmbio diferem nos vários trabalhos. Com excepção de Wren-Lewis e Driver (1998), as taxas de câmbio utilizadas nas estimações resultam da agregação das taxas de câmbio das moedas que existiam nos países que aderiram ao euro. Em Wren-Lewis e Driver (1998) a taxa de equilíbrio do euro face ao dólar resulta da agregação das taxas de equilíbrio face ao dólar do marco alemão, do franco francês e da lira italiana com base nos pesos destas moedas no ECU em 1995. No cálculo das ITCER, em Maeso-Fernandez et al (2001), Alberola et al (1999) e Hansen e Roeger (2000), Koen et al (2001) e Detken et al (2002) foram considerados 12, 11, 6 e 4 parceiros comerciais, respectivamente. As taxas nominais foram deflacionadas com base nos índices de preços no consumidor, com excepção de Detken et al (2002) e de Hansen e Roeger (2000), em que foram usados os deflatores do PIB.

(b) Abreviaturas descritas no quadro 2, sendo que x-x\* traduz o diferencial entre x na economia doméstica e x no exterior.

(c) Nas aplicações da BEER e da BEER/PEER as abreviaturas LP e CP significam apenas que as variáveis foram incluídas na relação de cointegração ou na dinâmica de curto prazo, e que as taxas estimadas resultam apenas da relação de cointegração ou da equação dinâmica, respectivamente, não correspondendo assim necessariamente a estimativas de equilíbrio identificadas nestes estudos para estes horizontes. Nas aplicações da NATREX as abreviaturas LP e MP traduzem as estimativas identificadas nos estudos em causa com o longo-prazo e médio-prazo, respectivamente.

(d) Um valor positivo (negativo) corresponde a uma sobreapreciação (subapreciação) do euro.

(e) Os desvios face ao equilíbrio foram calculados com base nas taxas de equilíbrio do euro face ao dólar apresentadas nestes estudos.

Quadro 2

**DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS EXPLICATIVAS E DOS SEUS EFEITOS SOBRE A TAXA DE CÂMBIO REAL DO EURO**

Variáveis explicativas	Efeitos estimados sobre a taxa de câmbio do euro (a)
<b>tn</b> : Preço relativo interno (não transaccionáveis face a transaccionáveis) na economia doméstica face ao exterior	+
<b>yemp</b> : Produto por trabalhador	+
<b>ypc</b> : Produto per capita	+
<b>wr</b> : Salário real	+
<b>f</b> : Activos externos líquidos em % do PIB	+
<b>dep</b> : Rácio de dependência (população em idade não activa/população em idade activa) (determinante negativo da poupança)	-
<b>pref. temp</b> : Taxa de preferência temporal (consumo total/PIB)	-
<b>s</b> : Taxa de poupança	+
<b>ca</b> : Saldo da balança corrente em % do PIB	+
<b>g</b> : Rácio da despesa pública no PIB	- excepto em Osbat et al (2003)
<b>rlp</b> : Taxa de juro real de longo prazo	+
<b>rcp</b> : Taxa de juro real de curto prazo	+
<b>pexp/pimp</b> : Rácio dos preços de exportação face aos preços de importação	+
<b>pet</b> : Preço real do petróleo	- no caso de ITCCER e EUR/USD; + no caso EUR/JPY

Nota:

(a) + (-) corresponde a uma apreciação (depreciação) do euro.

prazo, é consistente com a possibilidade da área do euro ter observado neste período uma situação cíclica (avaliada pelos desvios do produto face ao potencial) mais desfavorável do que a dos principais parceiros comerciais.

Os principais factores explicativos do comportamento da taxa de câmbio real do euro parecem ser, de acordo com as abordagens da BEER e da BEER/PEER<sup>(5)</sup>, a produtividade relativa<sup>(6)</sup>, o diferencial de taxas de juro reais de longo prazo, o preço real do petróleo, e, principalmente no caso da taxa de câmbio face ao dólar, também o consumo público relativo. Os activos externos líquidos são com frequência rejeitados como variável expli-

cativa<sup>(7)</sup>. Como seria de esperar um acréscimo da produtividade relativa e do diferencial de taxas de juro favoráveis à área do euro, assim como, nos casos em que são incluídos, dos activos externos líquidos, determinam uma apreciação da taxa de câmbio do euro. Por sua vez, o aumento do preço real do petróleo e do consumo público relativo contribuem para a sua depreciação, o que parece reflectir, no primeiro caso, a maior dependência da economia da área do euro face às importações de petróleo por comparação com as economias dos principais parceiros comerciais e, no segundo caso, uma dominância do efeito negativo esperado no longo prazo face ao efeito positivo de curto-médio prazo associado ao acréscimo da procura.

## 5.2. Estimação da BEER/PEER para a taxa de câmbio do euro com base em dados recentes

Com o objectivo de obter estimativas para a taxa de câmbio de equilíbrio do euro no período mais recente, efectuou-se uma aplicação da metodologia da BEER/PEER à taxa de câmbio efectiva real do euro e à taxa de câmbio real do euro face ao dólar norte-americano. A escolha desta abordagem justifica-se pela sua simplicidade e porque sendo uma metodologia muito utilizada na literatura constitui uma forma natural de prolongar os

(5) Nas restantes abordagens os factores explicativos da taxa de câmbio real são definidos à priori.

(6) Na maior parte dos casos foi incluída uma medida da produtividade indirecta no sector dos bens transaccionáveis face ao sector de bens não transaccionáveis, a qual consiste no preço relativo interno (não transaccionáveis face a transaccionáveis), e é em geral aproximada pelo rácio dos preços no consumo face aos preços por grosso. Em algumas aplicações foi incluída em alternativa a produtividade do trabalho, a qual é avaliada como o rácio entre o produto interno bruto e o emprego.

(7) Como é enfatizado em grande parte destes trabalhos, este resultado pode estar a ser influenciado pelo facto dos activos externos líquidos serem medidos como os saldos acumulados da balança corrente, o que ignora efeitos de redução e perdão de dívida, de lucros reinvestidos, de valorização e, no caso da área do euro, poderá não traduzir apenas os activos líquidos face aos países fora da região.

resultados existentes. A amostra utilizada consistiu em dados trimestrais para o período 1981 a 2004, no caso da taxa de câmbio efectiva, e 1980 a 2004, no caso da taxa de câmbio face ao dólar. Como variáveis explicativas consideraram-se o rácio dos activos externos líquidos no PIB, a produtividade (aproximada pela produtividade média do trabalho ou pelo rácio entre os preços no sector de bens não transaccionáveis e os preços no sector de bens transaccionáveis), o rácio do consumo público no PIB, a taxa de juro real de longo prazo e o preço real do petróleo. Todas as variáveis com excepção do preço real do petróleo e, no caso da estimação da taxa efectiva, dos activos externos líquidos foram definidas em termos relativos face ao exterior<sup>(8)</sup>.

O comportamento gráfico das variáveis e a elaboração de testes de integração apontam para que as séries utilizadas sejam integradas de ordem 1.

(8) Veja-se o Anexo, para uma descrição da forma de construção das variáveis.

Neste contexto a estimação dos modelos para as taxas de câmbio foi efectuada com base em técnicas de cointegração utilizando a metodologia de Johansen. Posteriormente com base nos parâmetros estimados e utilizando a decomposição de Gonzalo e Granger (1995) foi calculada a BEER/PEER como a componente permanente da taxa de câmbio estimada<sup>(9)</sup>.

No caso da taxa de câmbio efectiva real do euro, a melhor especificação encontrada sugere que no longo prazo a apreciação do euro é determinada por um aumento do rácio dos activos externos líquidos da área do euro no PIB<sup>(10)</sup>, por um aumento da produtividade (medida como o rácio entre os preços no sector de bens não transaccionáveis e os preços no sector de bens transaccionáveis) na área do euro face ao exterior e por um acréscimo do rácio do consumo público no PIB na área do euro face ao exterior (Quadro 3). Os sinais dos efeitos estimados sobre a taxa de câmbio real estão de acordo com os esperados teoricamente e descritos na secção 3.2.2., no caso dos activos ex-

Quadro 3

**RESULTADOS DA ESTIMAÇÃO DO MODELO VECM PARA A TAXA DE CÂMBIO REAL EFECTIVA**

(t-rácios entre parentesis)

	Coeficientes de longo prazo		Termos de ajustamento	
itcer <sup>(a)</sup> .....	1		-0.18	
f .....	-2.86		-	
	(-6.00)			
tnt-tnt* .....	-0.11		-	
	(-2.25)			
g-g* .....	-1.24		0.11	
	(-3.34)		(4.70)	
rlp-rlp* .....	-		-3.42	
			(-3.35)	
Half-life .....			-4.14	
Nº de desfasamentos no VAR .....			4.00	
Teste sobre as restrições (p-value) <sup>(b)</sup> .....			0.49	
AR (1-4) (p-value) .....			0.52	
	<b>Testes de cointegração (p-value)</b>			
	Sem correcção de amostra pequena		Com correcção de amostra pequena	
	Traço	Max. Veros.	Traço	Max. Veros.
0	0**	0.001**	0.017*	0.038*
1	0.018*	0.135	0.211	0.451
2	0.083	0.155	0.326	0.412

Notas:

(a) Um aumento (diminuição) corresponde a uma apreciação (depreciação) do euro.

(b) Hipótese nula de que o rlp-rlp\* não pertence à relação de cointegração e de que f e tnt-tnt\* são fracamente exógenos.

Quadro 4

**RESULTADOS DA ESTIMAÇÃO DO MODELO VECM PARA A TAXA DE CÂMBIO REAL DO EURO  
FACE AO DÓLAR NORTE-AMERICANO**

(t-rácios entre parentesis)

	Coeficientes de longo prazo		Termos de ajustamento	
EUR/USD real <sup>(a)</sup> .....	1.00		-0.16	
			(-3.52)	
f-f* .....	-1.45		-	
	(-5.82)			
yemp-yemp* .....	-5.28		0.03	
	(-5.49)		(3.95)	
Half-life.....			-4.57	
Nº de desfasamentos no VAR.....			5.00	
Teste sobre as restrições (p-value) <sup>(b)</sup> .....			0.90	
AR (1-4) (p-value).....			0.75	
<b>Testes de cointegração (p-value)</b>				
	Sem correcção de amostra pequena		Com correcção de amostra pequena	
	Traço	Max. Veros.	Traço	Max. Veros.
0	0.010**	0.001**	0.053	0.006**
1	0.936	0.921	0.964	0.954
2	0.642	0.642	0.670	0.670

Notas:

(a) Um aumento (diminuição) corresponde a uma apreciação (depreciação) do euro.

(b) Hipótese nula de que f-f\* é fracamente exógeno.

ternos líquidos e da produtividade, e sugerem, no caso do consumo público, que no período amostral o efeito positivo de curto-médio prazo se sobrepõe ao efeito negativo de longo prazo. De acordo com o coeficiente do termo corrector do erro na equação da taxa de câmbio, após um choque o desvio da taxa de câmbio face ao seu valor de longo prazo determinado pela relação de cointegração demorará cerca de um ano a reduzir-se para metade. Esta velocidade de ajustamento, a qual está de acordo com as estimativas geralmente encontradas em modelos deste tipo, é como seria de esperar bastante mais rápida do que aquela que

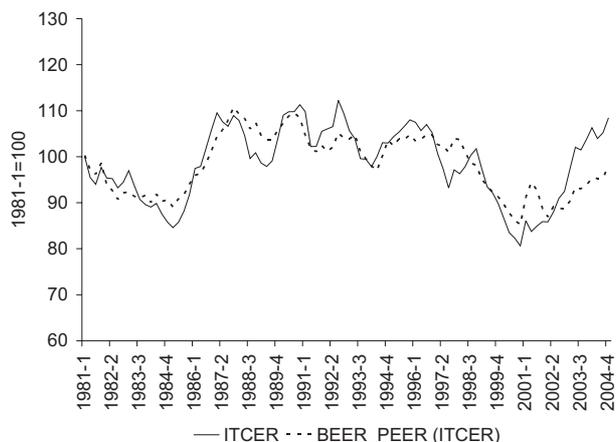
está associada à teoria da PPP.

No caso da taxa de câmbio real do euro face ao dólar norte-americano, encontraram-se algumas especificações que incluíam na relação de longo prazo o preço real do petróleo, o diferencial de taxas de juro real e/ou o consumo público relativo, mas os resultados econométricos foram nestes casos considerados pouco satisfatórios, nomeadamente em relação à estabilidade dos parâmetros estimados. Na melhor especificação encontrada a taxa de câmbio real do euro face ao dólar é determinada pelo comportamento relativo na área do euro face aos Estados Unidos da produtividade (medida pela produtividade média do trabalho) e do rácio de activos externos líquidos no PIB (Quadro 4). Ambas as variáveis são bastante significativas na relação de longo prazo e, tal como no caso da taxa de câmbio efectiva, os sinais dos coeficien-

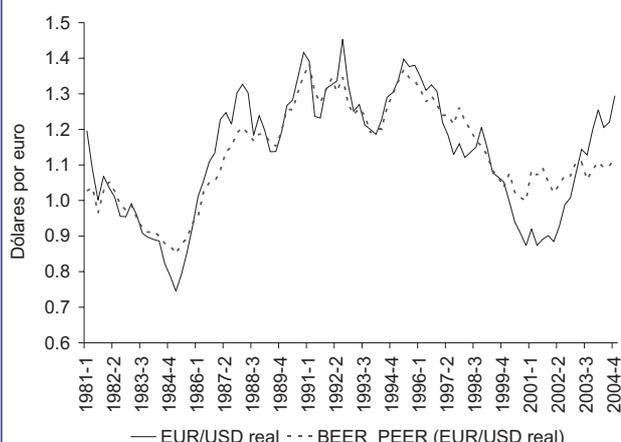
(9) Foram estimadas especificações alternativas do modelo auto regressivo vectorial (VAR) que serve de base à metodologia incluindo diferentes conjuntos de variáveis. A ordem dos VAR foi escolhida por forma a que os modelos não exibissem autocorrelação, testada com base no teste do multiplicador de Lagrange para quatro desfasamentos dos resíduos. A existência de cointegração foi testada com base nos testes da máxima verosimilhança e do traço de Johansen com correcção para uma dimensão pequena de amostra. Depois de determinado o número de vectores de cointegração testou-se a exclusão das variáveis da relação de cointegração e a sua exogeneidade fraca.

(10) O facto de os resultados apontarem, ao contrário do que é habitual nestes estudos, para que os activos externos líquidos pertençam à relação de cointegração, pode dever-se ao facto de esta série ter sido construída com base em valores anuais dos activos externos líquidos, em vez de corresponder à proxy que resulta da acumulação dos saldos das balanças correntes.

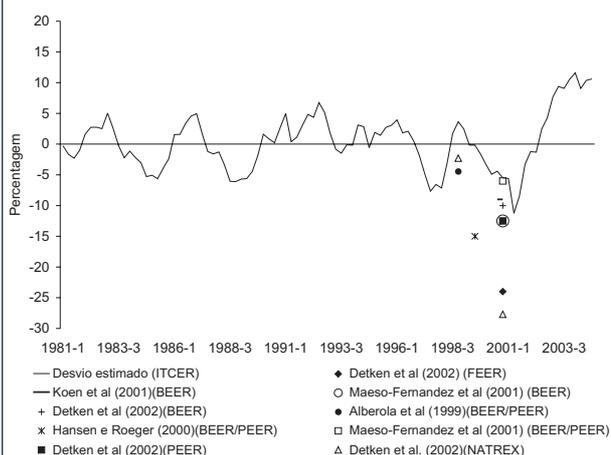
**Gráfico 1  
ITCER DO EUR E BEER/PEER**



**Gráfico 2  
EUR/USD REAL E BEER/PEER**

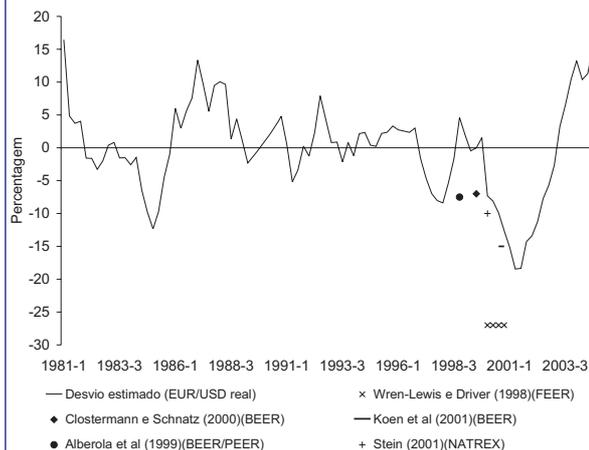


**Gráfico 3  
ESTIMATIVAS PARA OS DESVIOS DO ITCER  
DO EUR FACE AO EQUILÍBRIO<sup>(a)</sup>**



Nota: (a) Os valores apresentados traduzem uma versão simplificada dos resultados do quadro 1. Nos casos em que existem estimativas de equilíbrio para vários horizontes temporais apresentam-se apenas aquelas que se referem ao horizonte mais longo (ex:LP face a CP) e nos casos em que o mesmo estudo apresenta diferentes estimativas para o mesmo horizonte apresenta-se o ponto médio desses resultados.

**Gráfico 4  
ESTIMATIVAS PARA OS DESVIOS DO EUR/USD  
REAL FACE AO EQUILÍBRIO<sup>(a)</sup>**



Nota: (a) Os valores apresentados traduzem uma versão simplificada dos resultados do quadro 1: nos casos em que existem estimativas de equilíbrio para vários horizontes temporais apresentam-se apenas aquelas que se referem ao horizonte mais longo (ex:LP face a CP) e nos casos em que o mesmo estudo apresenta diferentes estimativas para o mesmo horizonte apresenta-se o ponto médio desses resultados.

tes estimados são positivos, estando assim de acordo com o esperado teoricamente. A velocidade de ajustamento da taxa de câmbio face a desvios em relação ao equilíbrio de longo prazo é semelhante à estimada para a taxa efectiva.

Os Gráficos 1 e 2 comparam as taxas de câmbio observadas com as BEER/PEER e os Gráficos 3 e 4 apresentam os desvios estimados em conjunto com os resultados referidos na secção anterior

para o final da década de 90 e o ano de 2000. Em termos gerais os resultados obtidos nesta secção estão em linha com os resultados da literatura, apontando em particular para uma possível subapreciação do euro no ano 2000, de magnitude mais acentuada no caso da taxa de câmbio face ao dólar do que em termos efectivos. De acordo com estes resultados esta subapreciação ter-se-á ainda acentuado no primeiro semestre de 2001, atingindo

cerca de 11 por cento em termos efectivos e de 18 por cento face ao dólar. Entre o final de 2001 e de 2002 (entre meados de 2002 e meados de 2003) o euro terá estado em termos efectivos (face ao dólar) relativamente próximo dos níveis justificados pelo comportamento de longo prazo dos seus determinantes. A persistência do movimento de apreciação do euro terá contribuído contudo para que existam recentemente sinais de uma possível sobreapreciação, quer em termos efectivos quer face ao dólar. No quarto trimestre de 2004, os desvios estimados situaram-se em 11 e 16 por cento no caso da taxa de câmbio efectiva e da taxa de câmbio do euro face ao dólar, respectivamente. Com efeito, embora as taxas de equilíbrio estimadas tenham vindo a observar uma tendência de apreciação, em parte devido a um comportamento mais favorável dos activos externos líquidos na área do euro do que nos parceiros comerciais e no caso da taxa de câmbio efectiva também a um maior crescimento relativo do rácio de consumo público no PIB, este movimento tem sido mais moderado do que a apreciação das taxas observadas.

## 6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A PPP (*Purchasing Power Parity*) constitui uma boa aproximação para a taxa de câmbio de equilíbrio numa situação em que predominam choques monetários. Contudo, a existência de desvios muito prolongados da taxa de câmbio real face a um valor constante determinado pela PPP, leva a que a utilidade deste conceito para avaliar a taxa de câmbio seja reduzida. Assim, a maioria das aplicações empíricas de determinação da taxa de câmbio real de equilíbrio estima trajectórias determinadas pela evolução das variáveis reais. O facto de numa situação em que as variáveis reais não são estacionárias o equilíbrio da taxa de câmbio não ser fácil de definir, contribui para que existam na literatura diferentes abordagens para esta questão. Estas abordagens geram resultados que são difíceis de comparar entre si e que estão sujeitos a críticas pelo facto de resultarem da imposição de soluções de carácter normativo (como é o caso da FEER - *Fundamental Equilibrium Exchange Rate*) ou por não ser claro que assegurem a existência de equilíbrio interno e externo (como é o caso da BEER - *Behavioural Equilibrium Exchange Rate*, PEER - *Permanent*

*Equilibrium Exchange Rate* e da NATREX - *NATural Rate of EXchange*). A distinção entre as várias abordagens com base no horizonte a que dizem respeito é assim demasiado simplista, uma vez que as noções de equilíbrio que lhes estão implícitas para o mesmo período temporal não são equivalentes.

A comparação dos diferentes métodos de determinação da taxa de câmbio de equilíbrio, não induz a uma conclusão consensual sobre qual a melhor metodologia a adoptar. A FEER é uma abordagem útil para quantificar possíveis desvios face ao equilíbrio em situações em que existam preocupações com o equilíbrio externo, mas é limitada na sua capacidade de explicar os factores subjacentes a alterações da trajectória de equilíbrio, como por exemplo, a existência de efeitos Balassa-Samuelson. A BEER e a BEER/PEER têm a vantagem de serem mais flexíveis no sentido em que permitem que factores associados a diversas teorias de determinação da taxa de câmbio possam ser testados em simultâneo. A PEER atórica é uma abordagem simples no sentido em que é menos exigente em termos de dados. A utilização de VAR estruturais permite avaliar a importância relativa de diferentes choques na explicação do comportamento da taxa de câmbio. Por fim, a NATREX permite efectuar uma distinção mais rigorosa em termos económicos, entre diferentes noções de equilíbrio, do que acontece com a decomposição em componentes permanentes e transitórias, utilizada na PEER. Para além destas motivações, a escolha entre os diferentes métodos é obviamente condicionada pela disponibilidade de dados.

Independentemente da metodologia adoptada, as estimativas obtidas estão sujeitas a um elevado grau de incerteza que decorre da incerteza económica, dos problemas de medição das variáveis e, no caso das abordagens estruturais, como a FEER, da sensibilidade dos resultados a alterações nos pressupostos. De facto, aplicações efectuadas com a mesma metodologia originam com frequência resultados muito diferentes em termos de magnitude e sinal dos desvios face ao equilíbrio. Esta incerteza é ampliada pela falta de consenso sobre o conceito apropriado de taxa de câmbio de equilíbrio. Neste contexto, a conclusão da existência de desvios da taxa de câmbio face ao equilíbrio assenta geralmente na obtenção de desvios no mesmo sentido e de magnitude significativa com

base em diferentes abordagens.

No caso da taxa de câmbio do euro, os resultados disponíveis na literatura parecem em geral apontar para que no ano de 2000, o euro estivesse subapreciado, quer em termos efectivos quer face ao dólar. Os resultados obtidos neste artigo confirmam essa conclusão e sugerem que a apreciação do euro observada nos últimos dois anos, tenha sido mais acentuada do que aquela que seria justificada pelos seus determinantes fundamentais, originando uma possível sobreapreciação principalmente face ao dólar mas também em termos efectivos. A depreciação observada pelo euro em 2005 teve uma magnitude reduzida quando comparada com os desvios estimados neste artigo, pelo que não deverá alterar de forma substancial esta avaliação. Estas conclusões podem, contudo, estar a ser induzidas pelo facto das variações da taxa de câmbio do euro observadas neste período terem reflectido factores que não estão incluídos neste tipo de abordagens, ou quebras estruturais. Com efeito, é possível que as estimativas efectuadas com base em séries temporais não captem eventuais quebras de estrutura, associadas, por exemplo, ao início da área do euro.

### REFERÊNCIAS

- Alberola, E., S. Cervero, H. Lopez e A. Ubide (1999), "Global Equilibrium Exchange Rates: Euro, Dollar, "Ins", "Outs", and Other Major Currencies in a Panel Cointegration Framework", *IMF Working Paper* 175, December.
- Clarida, R. e J. Gali (1994), "Sources of Real Exchange Rate Fluctuations: How Important are Nominal Shocks?", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 41, pp.1-56, December.
- Cloestermann, J. e B. Schnatz (2000), "The Determinants of Euro-dollar Exchange Rate - Synthetic Fundamentals and a Non-existing Currency", Economic Research Group of the Deutsche Bundesbank, *Discussion paper* 2.
- Detken, C., A. Dieppe, J. Henry, C. Marin e F. Smets (2002) "Model Uncertainty and the Equilibrium Value of the Real Effective Euro Exchange rate", *ECB Working Paper* No. 160, July.
- Driver, R. L. e Westaway, P. F. (2004), "Concepts of Equilibrium Exchange Rates", Bank of England *Working Paper* no. 248.
- Faruqee, H. (1994), "Long run Determinants of the Real Exchange Rate: A Stock-Flow Perspective", International Monetary Fund, *WP/94/90*, August.
- Frenkel, J. A. e Mussa (1984), "Asset Markets, Exchange Rates and the Balance of Payments", National Bureau of Economic Research, *Working Paper* No. 1287, March.
- Froot, K. A. e K. Rogoff (1995), "Perspectives on PPP and Long-Run Real Exchange Rates", *Handbook of International Economics*, Vol. III, Elsevier Science.
- Gonzalo, J. e C. Granger (1995), "Estimation of Common Long-Memory Components in Cointegration Systems", *Journal of Business & Statistics*, Vol. 13, No1, January.
- Hansen, J. e W. Roeger (2000), "Estimation of Real Equilibrium Exchange Rates", European Commission *Economic Papers*, 144.
- Isard, P. e H. Faruqee (1998), "Exchange Rate Assessment: Extensions of Macroeconomic Balance Approach, *IMF Occasional Paper* No. 167.
- Koen, V., L. Boone, A. de Serres e N. Fuchs (2001), "Tracking the Euro", OECD Economics Department *Working Papers* no. 298.
- MacDonald, R. (1995), "Long-Run Exchange Rate Modelling: A Survey of the Recent Evidence", International Monetary Fund, *WP/95/14*, January.
- MacDonald, R. (2000), "Concepts to Calculate Equilibrium Exchange Rates: An Overview", Economic Research Group of the Deutsche Bundesbank, *Discussion Paper* 3/00, July.
- Maeso-Fernandez, F., C. Osbat, e B. Schnatz (2001) "Determinants of the Euro Real Effective Exchange rate: a BEER/PEER approach," *ECB Working Paper* No. 85, November.
- Milesi-Ferretti, M. e P. Lane (1999), "The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries", International Monetary Fund, *WP/99/115*, August.
- Osbat, C. R. Ruffer e B. Schnatz (2003), "The Rise of the Yen vis-à-vis the ("Synthetic") Euro: is it supported by economic fundamentals?", *ECB Working Paper* No. 224, April.
- Stein, J. L. (2001), "The Equilibrium Value of the Euro/\$ US Exchange Rate: an Evaluation of Research", *CESifo Working Paper* No. 525,

July.

Stein J. L., P. R. Allen e associates (1995), "Fundamental Determinants of Exchange Rates", Oxford University Press.

Williamson, J. (1983), "The Exchange Rate System", *Policy Analysis in International Economics*, nº 5, Institute for International Economics, Washington D.C.

Williamson, J. (1991), "Equilibrium Exchange Rate: An Update", Institute for International Economics, Washington D.C..

Wren-Lewis, S. e R. L. Driver (1998), "Real Exchange Rates for the Year 2000", Institute for International Economics, *Policy Analyses in International Economics*, 54, May.

## ANEXO

## DESCRIBÇÃO DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS NA ESTIMAÇÃO DA BEER/PEER

Todas as séries, com excepção dos activos externos líquidos e do diferencial de taxas de juro, foram definidas em logaritmos para efeitos de estimação.

- **Taxa de câmbio efectiva real do euro**

Índice de taxa de câmbio efectiva real (deflacionado pelos preços no consumidor) calculado pelo BCE para o grupo restrito de países (12 parceiros comerciais, que representam cerca de 60 por cento do comércio de manufacturas da área do euro: Austrália, Canadá, Dinamarca, Hong Kong, Japão, Noruega, Singapura, Coreia do Sul, Suécia, Suíça, Reino Unido, Estado Unidos da América). Os ponderadores utilizados na construção do índice são calculados como uma média ponderada de pesos duplos de exportação e pesos simples de importação, com base em dados do comércio de manufacturas. O índice é construído com base em pesos de 1995-1997 até 1998 e com base em pesos de 1999-2001 a partir de 1999.

- **Taxa de câmbio real do euro face ao dólar norte-americano**

Taxa de câmbio nominal do euro face ao dólar norte-americano deflacionada pelos preços no consumidor. Para a área do euro utilizou-se o índice harmonizado de preços no consumidor e para os Estados Unidos o índice de preços no consumidor (fontes: para a área do euro, dados do EUROSTAT retro-polados para o período anterior a 1990:I com dados do BCE e para os Estados Unidos, Department of Labor). No período anterior a 1999, a taxa de câmbio nominal utilizada corresponde à taxa de câmbio do ECU (fonte: BCE).

- **Rácio dos activos externos líquidos no PIB**

Na construção da série trimestral de activos externos líquidos para a área do euro e para os Estados Unidos tomou-se como valor dos activos externos líquidos em dólares no último trimestre de cada ano os valores anuais para estas séries disponíveis até 2003<sup>(1)</sup>. Os valores para os restantes trimestres foram obtidos assumindo-se em cada ano a mesma estrutura trimestral que a série da balança corrente acumulada em dólares. Os valores para 2004 resultam da acumulação dos valores em dólares das balanças correntes. A série da balança

corrente da área do euro corresponde até 1996 à soma das balanças correntes em dólares dos países da área do euro (fonte: Internacional Financial Statistics do FMI) e desde de 1997 à série do BCE para a balança corrente convertida para dólares. No caso dos Estados Unidos os dados da balança corrente correspondem aos publicados pelo Department of Commerce. Na estimação da taxa de câmbio efectiva do euro (taxa de câmbio do euro face ao dólar) utilizou-se como variável explicativa o rácio dos activos externos líquidos no PIB da área do euro (o diferencial entre os rácios dos activos externos líquidos no PIB na área do euro e nos Estados Unidos). O PIB nominal corresponde no caso dos Estados Unidos ao publicado pelo Department of Commerce e no caso da área do euro à série publicada pelo EUROSTAT retro-polada com taxas de variação homólogas de dados do BCE.

- **Produtividade**

Consideraram-se duas medidas alternativas de produtividade uma medida directa que corresponde à produtividade média do trabalho e uma medida indirecta que corresponde ao rácio entre os preços no sector de bens não transaccionáveis e os preços no sector de bens transaccionáveis. A medida directa foi calculada como o rácio do PIB em volume no emprego e a medida indirecta como o rácio entre os preços no consumidor e os preços no produtor. Na estimação da taxa de câmbio efectiva do euro (taxa de câmbio do euro face ao dólar) utilizaram-se como variáveis explicativas o rácio entre a medida de produtividade na área do euro e a medida de produtividade no exterior (nos Estados Unidos). As medidas de produtividade directa e

(1) Os dados utilizados foram amavelmente cedidos por Milesi-Ferretti e correspondem a uma versão preliminar actualizada para 2003 da base de dados de Milesi-Ferretti e Lane (1999) para os activos externos líquidos dos países da área do euro, da área do euro como um todo e dos Estados Unidos. Estes dados traduzem o valor líquido da posição de investimento internacional deduzido do valor dos activos em ouro. A série da área do euro só está disponível para o período posterior a 1999, tendo assim sido retro-polada com base nas variações anuais implícitas na série que resulta da soma dos activos externos líquidos dos países da área do euro.

indirecta no exterior foram calculadas como médias geométricas dessas medidas nos países cujas moedas entram no cálculo do índice de taxa de câmbio efectiva real (com excepção de Hong Kong no caso da medida indirecta e de Hong Kong e Singapura no caso da medida directa, devido a ausência de dados). Nesses cálculos utilizaram-se os ponderadores do índice de taxa de câmbio efectiva do euro. No caso da área do euro, os dados do PIB, do emprego e do índice harmonizado de preços no consumidor correspondem às séries do EUROSTAT retropoladas com as taxas de variação homólogas de séries do BCE e os dados do índice de preços no produtor à série calculada pelo EUROSTAT. Para os Estados Unidos utilizaram-se dados do Department of Commerce para o PIB, da OCDE para o emprego e do Department of Labor para os índices de preços no consumidor e no produtor. No caso dos países que pertencem ao índice de taxa de câmbio efectiva do euro utilizaram-se dados dos Main Economic Indicators da OCDE para o PIB, do Economic Outlook da OCDE para o emprego e das International Financial Statistics do FMI para os índices de preços.

- **Rácio do consumo público no PIB**

Na estimação da taxa de câmbio efectiva do euro (taxa de câmbio do euro face ao dólar) utilizou-se como variável explicativa o rácio entre o consumo público no PIB na área do euro e o consumo público no PIB no exterior (nos Estados Unidos), calculados com base em dados nominais. O rácio do consumo público no PIB no exterior foi obtido como uma média geométrica desta medida nos países cujas moedas entram no cálculo do índice de taxa de câmbio efectiva real (com excepção de Singapura, devido a ausência de dados). As fontes utilizadas foram o EUROSTAT e o BCE no caso da área do euro, o Department of Commerce

no caso dos Estados Unidos e as International Financial Statistics do FMI para os países que entram no cálculo desta variável no exterior, com excepção da Dinamarca, para a qual se utilizaram dados do EUROSTAT.

- **Taxa de juro real de longo prazo**

Taxa de juro nominal de obrigações de dívida pública de longo prazo deflacionada pela taxa de variação homóloga do índice de preços no consumidor. Na estimação da taxa de câmbio efectiva do euro (taxa de câmbio do euro face ao dólar) utilizou-se como variável explicativa o diferencial entre a taxa de juro real de longo prazo na área do euro e no exterior (nos Estados Unidos). A taxa de juro real de longo prazo no exterior foi obtida como uma média aritmética desta medida nos países cujas moedas entram no cálculo do índice de taxa de câmbio efectiva real (com excepção de Singapura e Hong Kong, devido a ausência de dados). As fontes utilizadas para as taxas de juro nominais foram o BCE no caso da área do euro, o Bloomberg para os Estados Unidos e as International Financial Statistics do FMI para os países que entraram no cálculo desta variável no exterior.

- **Preço real do petróleo**

Na estimação da taxa de câmbio efectiva do euro (taxa de câmbio do euro face ao dólar) utilizou-se como variável explicativa o rácio entre o preço do petróleo em euros e o índice harmonizado de preços no consumidor na área do euro (o rácio entre o preço do petróleo em dólares e o índice de preços na produção nos Estados Unidos). A partir de 1989:I, o preço do petróleo em dólares corresponde à série do preço do petróleo bruto no mercado de Londres (Brent) (fonte: Thomson Financial Datastream), a qual foi retropolada com as taxas de variação em cadeia do preço médio do petróleo em dólares publicado nas International Financial Statistics do FMI.

## A ECONOMIA CHINESA E A SUA INTEGRAÇÃO NA ECONOMIA MUNDIAL\*

*Carlos Martins\*\**

### 1. INTRODUÇÃO

A importância crescente da economia chinesa constitui um fenómeno marcante da evolução económica global no último quarto de século. Esta crescente importância manifesta-se no aumento do contributo para o crescimento da economia mundial, no reforço considerável do peso da China nos fluxos de comércio internacional e na captação de montantes significativos de investimento directo estrangeiro (Quadro 1). Em 2004, a economia mundial cresceu 5.1 por cento, sendo cerca de um quarto desse crescimento atribuível à China. Por outro lado, o crescimento das importações chinesas contribuiu em cerca de quinze por cento para a expansão do comércio mundial entre 2000 e 2004. Em 2004, a China foi o terceiro maior receptor de investimento directo estrangeiro a nível mundial.

A economia chinesa tem ainda um grande potencial de crescimento. A China continua a ser um país relativamente pobre, em que o rendimento per capita se situa muito aquém do observado nas principais economias avançadas ou noutras economias asiáticas. Por outro lado, o processo de reformas estruturais observado na China desde o final dos anos setenta deverá continuar, em particular no contexto da adesão à Organização Mundial do Comércio (OMC) em Dezembro de 2001. Considerando que a China concentra cerca de 20 por cento da população mundial, a continuação do seu processo de crescimento e integração com o exterior deverá naturalmente ter um impacto significativo sobre a economia mundial.

Neste contexto, este trabalho pretende introduzir os elementos cruciais que caracterizam a economia chinesa e a sua integração na economia internacional. A secção 2 abordará sucintamente os factores de crescimento económico e algumas das transformações estruturais observadas desde o início das reformas económicas no final dos anos setenta. A secção 3 procurará caracterizar a integração da China na economia mundial, nomeadamente a sua importância crescente nos fluxos de comércio internacional, em grande medida relacionada com a forte vantagem comparativa da China na produção e montagem de bens em que o custo da mão-de-obra é determinante. Na secção 4, procuraremos descrever a evolução macro-económica recente, dado que nos últimos anos se levantaram alguns receios quanto a um possível “sobreaquecimento” e consequente abrandamento da economia chinesa e quanto ao impacto que esta evolução possa causar noutras economias. Por sua vez, na secção 5, apresentam-se as perspectivas para a economia chinesa e alguns dos desafios de política económica, nomeadamente a situação financeira dos sectores bancário e público e a condução da política monetária e cambial. Por fim, a secção 6 conclui.

### 2. FACTORES DE CRESCIMENTO ECONÓMICO

Desde o início do processo de reformas económicas no final dos anos setenta, o crescimento económico na China tem sido impressionante (Quadro 2). Entre 1980 e 2004, a taxa de crescimento média anual do Produto Interno Bruto (PIB), em termos reais, foi de 9.5 por cento, muito superior ao crescimento da economia mundial no mesmo período. Dado que o crescimento populacional foi

\* As opiniões expressas no artigo são da inteira responsabilidade do autor e não coincidem necessariamente com a posição do Banco de Portugal. O autor agradece os comentários e sugestões de Nuno Alves, Ana Cristina Leal, Mário Centeno, João Sousa, Marta Abreu, Cristina Manteu e José Ferreira Machado.

\*\* Departamento de Estudos Económicos.

Quadro 1

## A INFLUÊNCIA CRESCENTE DA ECONOMIA CHINESA

	Unidade	1980	1990	2000	2004
População .....	Milhões	987	1143	1267	1300
Percentagem na população mundial .....	Em percentagem	22.1	21.6	20.9	20.6 <sup>(a)</sup>
Percentagem no PIB mundial					
PIB a taxas de câmbio de mercado .....	Em percentagem	2.6	1.7	3.4	4.0
PIB avaliado em PPP .....	Em percentagem	3.2	5.7	10.9	13.2
PIB per capita (Estados Unidos = 100)					
Avaliado a taxas de câmbio de mercado .....	Em percentagem	2.5	1.5	2.5	3.2
Avaliado em PPP .....	Em percentagem	3.5	5.8	11.2	14.3
Proporção no comércio mundial (bens)					
Exportações .....	Em percentagem	0.9	1.8	3.9	6.6
Importações .....	Em percentagem	1.0	1.5	3.4	6.0
		1980-89	1990-99	2000-04	
Proporção nos fluxos de IDE mundiais					
Total .....	Em percentagem	1.7	7.2	6.2	
Dirigidos a economias de mercado emergente e em desenvolvimento .....	Em percentagem	9.8	25.7	26.7	

Fontes: Fundo Monetário Internacional e UNCTAD.

Nota:

(a) Valor referente a 2003.

moderado, a expansão económica traduziu-se num aumento significativo do rendimento per capita. Esta evolução, em paralelo com a melhoria significativa noutros indicadores de desenvolvimento humano, resultou numa redução substancial dos índices de pobreza.

Com base num modelo de crescimento neoclássico, vários estudos empíricos tentaram identificar os factores explicativos do rápido crescimento económico da China no período de reformas económicas (Quadro 3). Nesta abordagem, a taxa de crescimento do PIB pode ser decomposta nos contributos dos diversos factores de produção, nomeadamente trabalho e capital, e do crescimento da produtividade total dos factores. O contributo de cada factor depende da taxa de crescimento do factor e da elasticidade do produto em relação a esse factor. Por sua vez, o contributo da produtividade total de factores para o crescimento do produto é calculado por diferença entre o crescimento do produto e o contributo dos factores de produção considerados. Este último termo incorpora os efeitos do progresso tecnológico e de transformações institucionais devidas nomeadamente a reformas económicas.

Os resultados sugerem que a acumulação de capital foi o factor de produção que mais contribuiu para o crescimento do PIB na China entre 1979 e 1998. Esta contribuição está relacionada quer com a manutenção, de forma sustentada nas últimas décadas, de um ritmo significativo de investimento em capital físico quer com a elevada elasticidade do produto em relação ao capital. Note-se que o peso do investimento em capital fixo no PIB aumentou de cerca de 29 por cento em 1980 para 44 por cento em 2004. Ambos os estudos apresentados no Quadro 2.2 estimam a elasticidade do produto em relação ao capital em cerca de 65 por cento. Na hipótese assumida de rendimentos constantes à escala, a elasticidade do produto em relação ao trabalho será apenas de 35 por cento, o que deverá estar relacionado com a relativa abundância de trabalho na China, onde persistem ainda regiões muito pobres e com baixa produtividade. Neste contexto, o contributo do factor trabalho para o crescimento económico foi relativamente baixo, apesar deste factor ter apresentado um crescimento médio anual de 2.8 por cento entre 1978 e 1998.

Quadro 2

## O CRESCIMENTO DA ECONOMIA CHINESA

	Unidade	1980	1990	2000	2004
PIB real (avaliado em RMB) . . . . .	1980=100	100	243	637	889
PIB per capita					
Real (avaliado em RMB). . . . .	1980=100	100	210	496	675
Nominal (avaliado a taxas de câmbio de mercado). . . . .	Em USD	305	339	853	1272
PIB per capita (Estados Unidos = 100)					
Avaliado a taxas de câmbio de mercado. . . . .	Em percentagem	2.5	1.5	2.5	3.2
Avaliado em PPP. . . . .	Em percentagem	3.5	5.8	11.2	14.3

Fonte: Fundo Monetário Internacional.

Quadro 3

FACTORES DE CRESCIMENTO DO PIB NA CHINA<sup>(a)</sup>

Em percentagem do PIB<sup>(b)</sup>

	Chow (2002)			Heytens e Zebregs (2003)				
	1952-98	1952-78	1979-98	1971-78	1979-89	1990-98		
Crescimento observado . . . . .	7.3	5.8	9.3	5.4	9.1	9.5		
Crescimento potencial: . . . . .	7.2	5.5	9.5	4.9	9.3	9.5		
Acumulação de capital. . . . .	5.1	4.6	5.8	4.8	5.7	6.4		
Crescimento da força de trabalho . . . . .	0.9	0.9	1.0	0.7	1.0	0.5		
Crescimento da produtividade total dos factores. . . . .	1.2	0.0	2.7	-0.5	2.5	2.6		
				1971-78	1979-84	1985-89	1990-94	1995-98
Crescimento da produtividade total dos factores: . . . .				-0.5	2.8	2.1	2.8	2.3
Reformas estruturais <sup>(c)</sup> . . . . .				0.4	0.9	0.8	0.8	0.4
Êxodo agrícola . . . . .				2.3	2.0	1.5	2.2	2.1
Tendência exógena <sup>(d)</sup> . . . . .				-3.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2

Fontes: Chow (2002) e Heytens e Zebregs (2003)

Notas:

(a) As estimativas são baseadas em modelos com rendimentos constantes à escala. Por exemplo, Chow (2002) conclui que esta hipótese é plausível para o período de 1952-98.

(b) Média no período.

(c) Medidas com base em quatro indicadores: a proporção do produto industrial originada pelo sector não-estatal, o rácio do comércio externo total no PIB, o nível de urbanização e o ritmo de acumulação de capital.

(d) Resíduo, onde se inclui o progresso tecnológico.

Apesar do papel preponderante da acumulação de capital, o aumento do ritmo de crescimento do PIB a partir de 1979 é explicado, em grande medida, pelo aumento do contributo da produtividade total dos factores. A decomposição deste efeito revela que, apesar da migração dos trabalhadores do sector agrícola para sectores de maior produtividade ter sido um factor dominante, parece existir evidência que esse resultado já ocorria antes de 1979. Assim, o aumento do contributo da produ-

tividade total de factores depois de 1978 deveu-se ao aumento do contributo das reformas estruturais e da componente residual. Esta última passou de um valor substancialmente negativo nos anos setenta<sup>(1)</sup> para um valor aproximadamente nulo desde 1979, reflectindo porventura o progresso tecnológico e aspectos das reformas estruturais não captados pelo indicador respectivo utilizado.

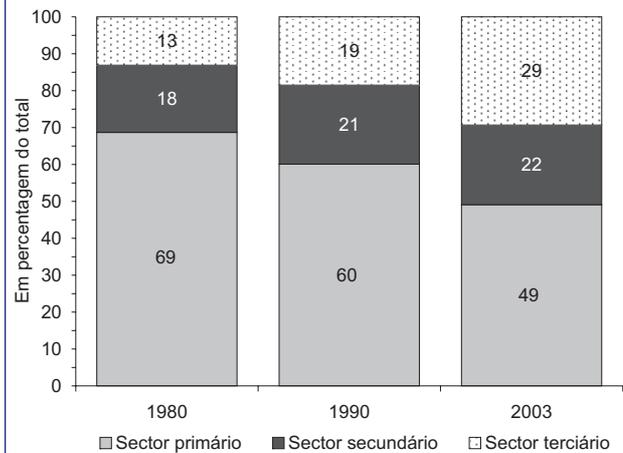
(1) Este foi um período de forte perturbação devido aos efeitos da Revolução Cultural.

Estes resultados devem ser vistos à luz das reformas económicas ocorridas na China orientadas para a criação de uma economia mais descentralizada e virada para o mercado e pela crescente abertura ao exterior. As reformas incluíram a diversificação das formas de propriedade, incluindo o incentivo à criação de empresas privadas, o incentivo ao lucro e o relaxamento do controlo do Estado sobre as diversas dimensões económicas. Em paralelo, procedeu-se a uma liberalização do comércio externo e à criação de condições para o investimento directo estrangeiro, que culminaram na adesão à OMC em Dezembro de 2001. Todo este processo decorreu de forma gradual e resultou em profundas transformações estruturais na economia chinesa. Podem-se destacar os ganhos de produtividade quer resultantes de um comportamento mais eficiente dos agentes económicos, reflectindo, em grande medida, a introdução de autonomia de decisão na agricultura e nas empresas e o desenvolvimento, em geral, de mecanismos de mercado, quer ao nível da afectação dos recursos económicos, em particular pela diminuição do peso do sector primário e do sector industrial estatal e um aumento do peso dos sectores orientados para o exterior.

No caso do sector agrícola, as reformas propiciaram um clima de incentivos à produção e ao investimento, que se traduziu num aumento significativo da produtividade e dos níveis de vida e na libertação de trabalhadores para outros sectores. Note-se que, entre 1980 e 2003, a produtividade agrícola mais do que duplicou e a proporção do emprego empregue no sector primário diminuiu cerca de 20 pontos percentuais, para cerca de metade do emprego total (Gráfico 1). Todavia, esta migração para fora do sector agrícola concentrou-se, em grande medida, dentro do espaço rural. Em particular, duas restrições de natureza legal e administrativa desincentivaram o êxodo das zonas rurais para as áreas urbanas. A primeira foi o sistema “hukou”<sup>(2)</sup>, que durante muitos anos impediu as populações rurais de procurarem emprego nas cidades. Algumas destas restrições já foram abolidas, mas o acesso à educação, saúde e outros

(2) Sistema de registo populacional, em que cada pessoa tem que residir ou trabalhar num local previamente definido, normalmente aquando do nascimento, e em que se distinguem nomeadamente as áreas rurais e urbanas.

Gráfico 1  
CHINA - EMPREGO POR SECTOR DE ACTIVIDADE



Fonte: China Statistical Yearbook 2004.

serviços sociais continuam efectivamente sujeitos a esse sistema. A segunda foi o sistema de utilização da terra agrícola, que determinava que um agricultor que se afastasse por períodos prolongados da sua residência rural perdesse o direito à utilização da terra, sendo esta a principal garantia de rendimento na velhice. Neste contexto, cerca de 60 por cento da população chinesa continua a viver em zonas rurais, embora este número inclua o contingente de trabalhadores que oscila entre o sector rural e urbano, trabalhando essencialmente no sector informal das cidades.

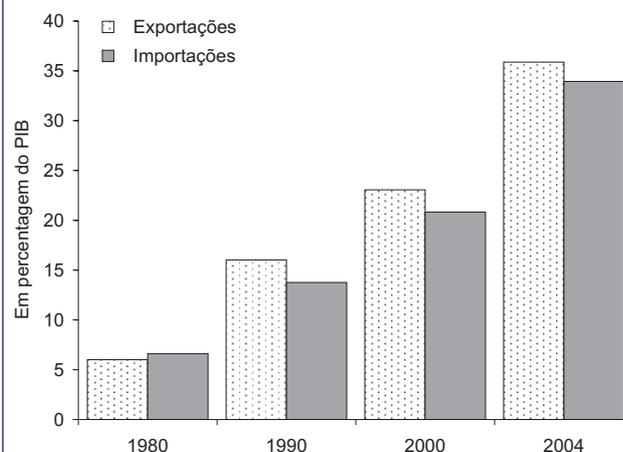
As reformas traduziram-se igualmente numa redução do peso do Estado na economia. Em particular, ocorreu uma diminuição do peso na produção das empresas estatais. Esta evolução reflectiu, numa primeira fase das reformas, até meados dos anos noventa, a expansão significativa das empresas colectivas, essencialmente no espaço rural. Estas empresas têm também uma natureza pública, embora não estatal, uma vez que são detidas pelas comunidades locais. Todavia, o seu desenvolvimento ocorreu essencialmente fora do plano central do Estado e virado para o mercado, isto é, com uma gestão mais próxima do sector privado, tendo contribuído significativamente para aumentar a eficiência na afectação de recursos e também a concorrência da economia<sup>(3)</sup>. Numa fase posterior das reformas, incentivou-se o desenvolvimento das empresas privadas, incluindo aquelas com participação estrangeira. Não obstante esta evolu-

ção, as empresas sob controlo estatal representavam ainda cerca de quarenta por cento da produção industrial total em 2003. No sector dos serviços, a sua influência é ainda mais significativa e, por exemplo, no subsector do comércio por grosso e a retalho, estas empresas representavam cerca de 75 por cento das receitas totais em 2001.

As reformas foram acompanhadas de uma crescente abertura ao exterior da economia chinesa. Este processo de abertura iniciou-se de forma relativamente lenta na década de oitenta, com a abolição de certos controlos às exportações e importações, e intensificou-se, nas décadas seguintes, dados os fluxos de investimento directo estrangeiro e a diminuição significativa das tarifas. Entre 1993 e 2002, as tarifas diminuíram de 38 para 6 por cento, em média ponderada. É de destacar a fortíssima expansão do comércio externo chinês, com um crescimento médio nominal de 15 por cento entre 1980 e 2004, o que compara com uma variação média de 7 por cento para o comércio mundial. Em consequência, o grau de abertura da economia chinesa ao exterior, medido pelo rácio da média das exportações e importações de bens no PIB, aumentou de 6.3 para 34.9 por cento entre 1980 e 2004 (Gráfico 2). Este valor aproxima-se, actualmente, do observado noutras economias asiáticas, por exemplo na Coreia, mas excede em larga medida o das outras grandes economias mundiais. Em 2004, este rácio era de cerca de 14 por cento para a área do euro e para os EUA e de cerca de 10 por cento para o Japão. Por outro lado, a economia chinesa tem atraído montantes significativos de investimento directo estrangeiro desde o início dos anos 90, o que representou, em média, cerca de 4 por cento do PIB na China (Gráfico 3). O investimento tem-se concentrado maioritariamente no sector industrial, em empresas orientadas para a exportação. Note-se que, em 2003, as empresas com participações estrangeiras no capital eram

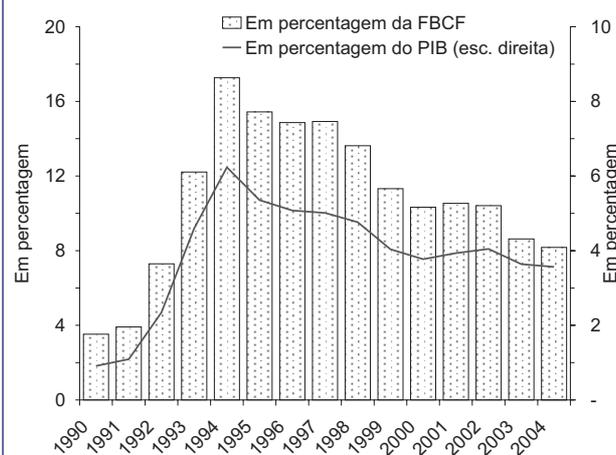
(3) Estas empresas foram criadas nas áreas rurais no início dos anos setenta, numa tentativa do governo mecanizar a agricultura. Com as reformas económicas, estas empresas estavam naturalmente talhadas para satisfazer a procura de novos investimentos na agricultura e os governos locais encontraram aí a solução para absorver a mão-de-obra excedentária do sector agrícola. Adicionalmente, estas empresas, essencialmente de pequena e média dimensão, beneficiaram da disponibilidade de matérias-primas e também de novos mercados ao nível das empresas estatais industriais, que resultaram do relaxamento dos mecanismos de afectação de recursos na economia.

Gráfico 2  
CHINA - GRAU DE ABERTURA AO EXTERIOR  
Comércio de bens em percentagem do PIB



Fonte: Fundo Monetário Internacional e CEIC.

Gráfico 3  
CHINA - INVESTIMENTO DIRECTO  
ESTRANGEIRO  
Entradas líquidas



Fonte: CEIC e UNCTAD.

responsáveis por cerca de 30 por cento da produção industrial e mais de metade das exportações chinesas.

O sistema financeiro na China não foi, em geral, eficiente na promoção do investimento produtivo e do crescimento económico, apesar do significativo aumento da intermediação financeira, quer em termos dos depósitos quer dos empréstimos. As reformas no sistema financeiro foram substanciais, em particular ao nível do sector bancário que evoluiu de uma situação, em meados dos anos oitenta, em que havia apenas um banco,

para um enquadramento legal mais próximo dos existentes em sistemas financeiros modernos. Em linha com a elevada taxa de poupança na economia, o sector bancário cresceu em condições de grande liquidez e os empréstimos ascendiam a cerca de 130 por cento do PIB no fim de 2004. Todavia, a estrutura do sector continua fortemente dominada pelos bancos estatais, que apresentam uma orientação comercial deficiente. As decisões de crédito não são, em geral, tomadas com base numa análise de risco e rentabilidade adequada. Note-se que o crédito bancário tem-se dirigido essencialmente às empresas estatais, em detrimento dos sectores mais dinâmicos da economia nos últimos anos. Por outro lado, o desempenho do sector financeiro foi também prejudicado pelo desenvolvimento reduzido dos mercados de capitais e de títulos, que devido a restrições diversas permaneceram bastante espartilhados e com fraca liquidez. No final de 2004, a capitalização total nos mercados accionistas era de cerca de 27 por cento do PIB, embora apenas cerca de um terço deste valor seja negociável, enquanto os montantes emitidos de títulos do Tesouro e de obrigações de empresas ascendiam apenas a 5.1 e 0.2 por cento do PIB, respectivamente.

Em suma, os resultados dos diversos estudos existentes parecem evidenciar que os principais factores explicativos do crescimento do PIB chinês têm sido, em grande medida, a acumulação de capital físico e o aumento da eficiência na economia resultante nomeadamente do êxodo agrícola e das reformas estruturais implementadas desde 1978. Neste contexto, a continuação do processo de urbanização, de níveis de poupança e investimento significativos e do processo de reformas estruturais em curso perspectivam a manutenção de um elevado ritmo de crescimento na economia chinesa.

### 3. A INTEGRAÇÃO DA CHINA NA ECONOMIA MUNDIAL

A integração da China na economia mundial tem sido crescente. Entre 1980 e 2004, o peso das exportações e das importações chinesas de mercadorias no total mundial aumentou de cerca de 1 por cento para 6.6 e 6.0 por cento, respectivamente. Em 2004, a China foi o terceiro maior exportador e importador a nível mundial. Adicionalmen-

te, a economia chinesa recebeu, desde o início dos anos 90, cerca de um quarto do investimento directo estrangeiro mundial dirigido a economias de mercado emergente (Quadro 1).

A China tem, assim, vindo a tornar-se um importante mercado de exportação para as principais economias industrializadas (Quadro 4). Tal é particularmente notório no caso do Japão, bem como no de outras economias asiáticas como Hong Kong, Taiwan e Coreia, para as quais a China se tornou o principal destino das exportações. Em parte, estes desenvolvimentos reflectem um crescente grau de integração vertical do processo produtivo na Ásia, no qual a China funciona como centro de montagem e plataforma de exportação de produtos acabados. Tal tem-se traduzido num aumento considerável dos fluxos de comércio intra-regional, com a China a importar volumes crescentes de bens semi-processados de outras economias asiáticas e a exportar produtos acabados para o resto do mundo. As vendas da área do euro e dos EUA para o mercado chinês têm igualmente registado aumentos significativos, embora o peso da China no total exportado por estas economias seja menos significativo.

A China tem vindo a assumir igualmente uma importância crescente na procura mundial de petróleo e de outras matérias-primas como ferro, aço e cobre, contribuindo para as pressões ascendentes sobre os preços destas matérias-primas nos mercados internacionais nos últimos anos. Em particular, o peso da China na procura mundial de petróleo aumentou de 3.4 para 7.7 por cento entre 1990 e 2004.

Quadro 4

#### A IMPORTÂNCIA DA CHINA NAS EXPORTAÇÕES DAS PRINCIPAIS ECONOMIAS INDUSTRIALIZADAS

Peso no total respectivo, em percentagem

	1990	1995	2000	2004
Área do euro.....	1.8	1.9	2.1	3.5
EUA.....	1.2	2.0	2.1	4.3
Japão.....	2.1	5.0	6.3	13.1
Coreia do Sul.....	0.9	7.3	10.7	19.6
Hong Kong.....	25.6	34.2	34.3	44.0
Taiwan.....	-	0.3	2.9	19.7

Fontes: Comissão Europeia, *US Department of Commerce*, *Japan Tariff Association* e CEIC.

A penetração de produtos manufacturados oriundos da China nas principais economias mundiais atinge actualmente níveis significativos (Quadro 5). Este aumento da quota da China reflecte a forte vantagem comparativa na produção e montagem de bens em que o custo da mão-de-obra é determinante. Refira-se, no entanto, que as exportações chinesas se têm caracterizado por uma crescente diversificação (Quadro 6). Por exemplo, o peso dos produtos têxteis, do vestuário e do calçado no total das exportações reduziu-se de cerca de 34 por cento em 1994, para cerca de 19 por cento em 2004. Por oposição, no mesmo período, o peso das máquinas aumentou de 16 para mais de 40 por cento do total exportado.

A China tem mantido um excedente comercial

Quadro 5

### A IMPORTÂNCIA DA CHINA NAS IMPORTAÇÕES DAS PRINCIPAIS ECONOMIAS INDUSTRIALIZADAS

Peso no total respectivo, em percentagem

	1990	1995	2000	2004
Área do euro . . . . .	4.4	4.7	5.2	8.6
EUA . . . . .	3.1	6.1	8.2	13.4
Japão . . . . .	5.1	10.7	14.5	20.7
Coreia do Sul . . . . .	3.5	5.9	7.4	11.6
Hong Kong . . . . .	36.8	36.2	43.1	43.5
Taiwan . . . . .	-	3.0	4.4	10.0

Fontes: Comissão Europeia, *US Department of Commerce*, *Japan Tariff Association* e CEIC.

Quadro 6

### ESTRUTURA DAS EXPORTAÇÕES DA CHINA POR GRUPOS DE PRODUTOS

Peso no total das exportações nominais (em percentagem)

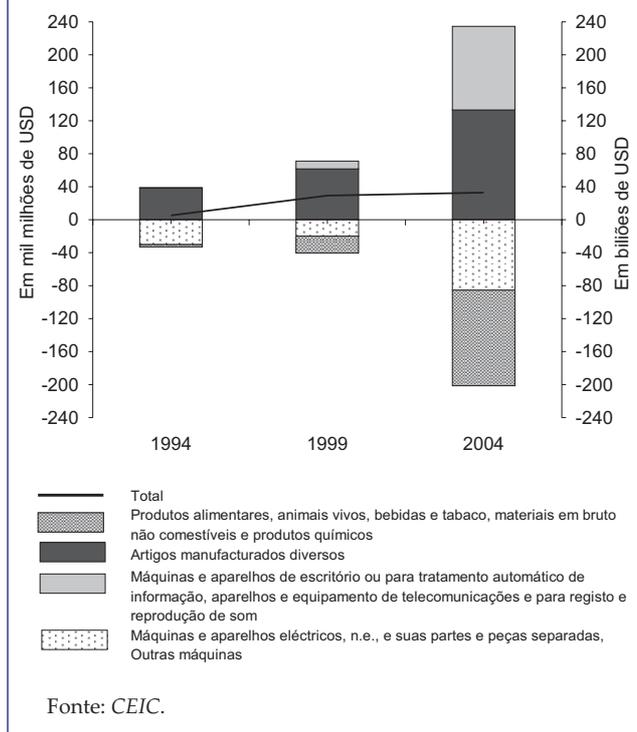
	1994	1999	2004
Produtos alimentares e animais vivos; Bebidas e tabaco . . . . .	9.1	5.8	3.4
Materiais em bruto, não comestíveis, excepto os combustíveis; Combustíveis minerais, lubrificantes e produtos conexos; Óleos, gorduras e ceras, de origem animal e vegetal . . . . .	7.0	4.5	3.4
Produtos químicos e produtos conexos, n.e. . . . .	5.2	5.3	4.4
Artigos manufacturados, classificados principalmente segundo a matéria prima . . . . .	19.2	17.0	17.0
Têxteis . . . . .	9.8	6.7	5.6
Máquinas e Material de Transporte . . . . .	18.1	30.3	45.2
Máquinas e aparelhos de escritório ou para tratamento automático de informação . . . . .	2.2	6.9	14.7
Aparelhos e equipamento de telecomunicações e para registo e reprodução de som . . . . .	5.6	6.7	11.5
Máquinas e aparelhos eléctricos, n.e., e suas partes e peças separadas . . . . .	4.9	9.2	10.0
Outras máquinas . . . . .	3.3	4.3	5.5
Artigos manufacturados diversos . . . . .	41.3	37.2	26.4
Vestuário e acessórios de vestuário . . . . .	19.6	15.4	10.4
Calçado . . . . .	5.0	4.5	2.6
Outros . . . . .	0.0	0.1	0.2

Fonte: CEIC.

relativamente estável nos últimos anos, que tem reflectido a forte vantagem comparativa da economia na produção de bens intensivos em trabalho. As exportações líquidas deste tipo de bens são contrabalançadas pela necessidade de importação de matérias-primas e bens de investimento (Gráfico 4). Em paralelo, a estrutura geográfica do saldo tem evoluído em linha com as alterações verificadas na localização dos processos produtivos a nível global. Neste contexto, a China tem registado um excedente comercial crescente com a área do euro e os EUA, enquanto passou a exibir um défice com os outros países asiáticos.

O forte crescimento do comércio internacional chinês está associado aos montantes significativos de investimento directo estrangeiro que a economia chinesa tem atraído desde o início dos anos 90. Uma parcela significativa destes investimentos tem origem na própria Ásia. O investimento tem-se concentrado maioritariamente no sector industrial, em empresas orientadas para a exportação. Grande parte deste investimento tem sido efectuado por empresas multinacionais asiáticas, que deslocalizam a fase final de montagem dos produtos, procurando explorar o baixo custo da mão-de-obra na China, continuando todavia a importar dos seus países de origem grande parte dos

Gráfico 4  
SALDO COMERCIAL DA CHINA E EXPORTAÇÕES  
LÍQUIDAS POR TIPO DE PRODUTO



componentes utilizados na produção. A motivação para o investimento directo estrangeiro estará também associada à dimensão e potencial de crescimento do mercado interno chinês.

Com excepção do investimento directo estrangeiro, os fluxos de entrada e saída de capital na China são ainda significativamente controlados. As autoridades continuam a assumir uma abordagem cautelosa em relação à liberalização dos movimentos de capitais, dada a situação delicada do sistema financeiro chinês e a experiência da crise financeira e cambial asiática de 1997-98. A legislação existente condiciona significativamente o acesso aos mercados accionistas e de títulos chineses por investidores estrangeiros, que ou não é possível ou é pouco atractivo. Por outro lado, o investimento de carteira de chineses no exterior é também fortemente limitado. Em paralelo, o endividamento no exterior das empresas, incluindo aquelas com participação estrangeira, e dos organismos estatais chineses está sujeito a limites máximos anuais e a regras de amortização. Não obstante, o crescimento do comércio internacional e a sofisticação financeira e tecnológica têm tornado os controlos cada vez menos eficazes e têm-se observado alguns passos no sentido da liberalização gradual

dos movimentos de capitais, nomeadamente através da criação de programas de investidores institucionais, quer estrangeiros quer chineses<sup>(4)</sup>.

#### 4. EVOLUÇÃO MACROECONÓMICA RECENTE

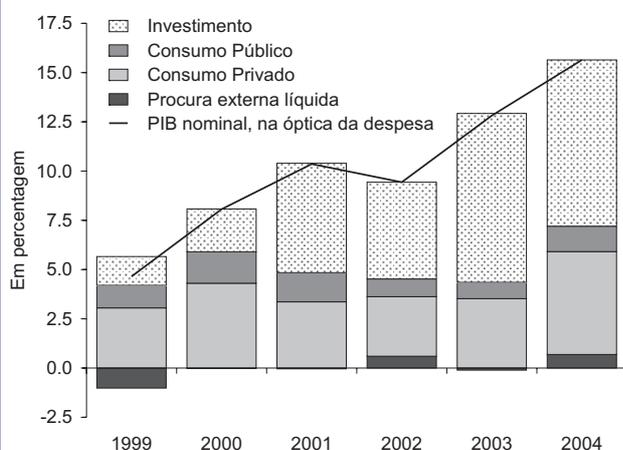
O ritmo de crescimento do PIB na China tem apresentado uma tendência crescente desde 2002. A taxa de crescimento anual do PIB real atingiu 9.5 por cento em 2004. O padrão de crescimento da actividade tem beneficiado, em grande medida, o sector industrial. A produção deste sector, em termos reais, aumentou, nos últimos três anos, cerca de 11 por cento em média anual. A produção do sector agrícola apresentou um crescimento bastante fraco no mesmo período (embora tenha acelerado em 2004, num contexto em que o governo lançou um conjunto de medidas de apoio à agricultura), enquanto o sector dos serviços cresceu ligeiramente abaixo do crescimento do PIB. Note-se que, em 2004, o sector dos serviços representava cerca de 32 por cento do valor acrescentado total, enquanto a indústria e a agricultura representavam cerca de 53 e 15 por cento, respectivamente. Este peso relativamente baixo dos serviços poderá estar relacionado com algumas dificuldades metodológicas nas contas nacionais chinesas, nomeadamente a significativa integração vertical de muitas empresas ou a deficiente cobertura de sectores dos serviços com maior ritmo de crescimento, nomeadamente onde a propriedade pública se tornou menos preponderante ou que se caracterizam por produtores de menor dimensão.

Pela óptica da despesa, o aumento do PIB tem reflectido, em grande medida, o forte estímulo do investimento, que tem contrastado com o comportamento mais moderado do consumo privado. Por outro lado, quer as exportações quer as importações aumentaram significativamente, pelo que o contributo líquido da procura externa para o crescimento do PIB deverá ter-se mantido reduzido (Gráfico 5).

A inflação manteve-se num nível relativamente moderado, apesar de ter registado alguma flutuação (Gráfico 6). Em termos médios anuais, a economia passou de uma situação de queda nos pre-

(4) Para uma descrição exaustiva das restrições aos movimentos de entrada e saída de capital na China veja-se Prasad e Wei (2005).

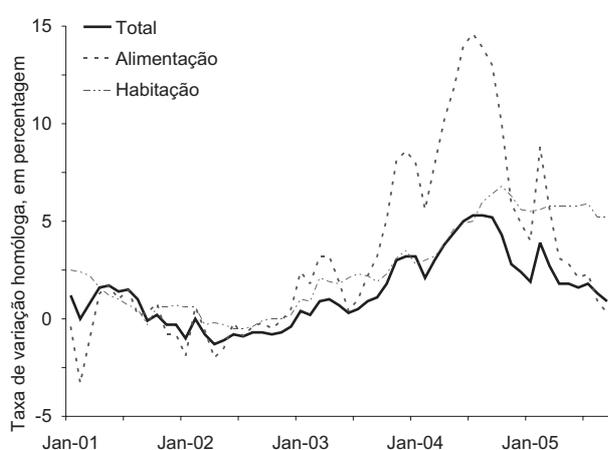
Gráfico 5  
CHINA - CONTRIBUTO DAS COMPONENTES  
DA DESPESA PARA O CRESCIMENTO DO  
PIB NOMINAL



Fonte: CEIC.

Nota: As contas nacionais chinesas na óptica da despesa são divulgadas anualmente e apenas a preços correntes.

Gráfico 6  
CHINA - PREÇOS NO CONSUMIDOR



Fonte: CEIC.

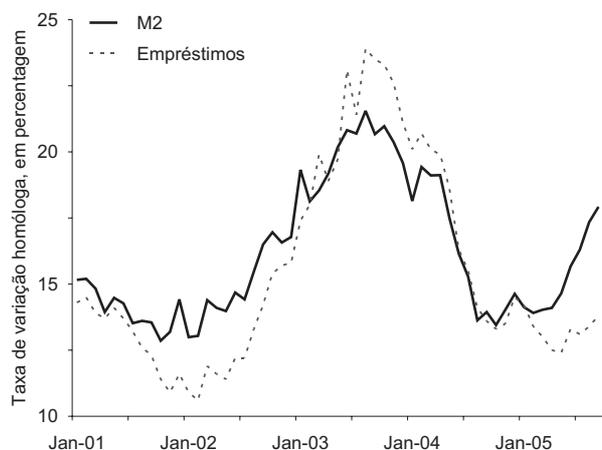
ços do consumidor em 2002 para um nível de inflação moderado em 2004 (3.9 por cento). Desde o final de 2004, a inflação manifestou sinais de abrandamento. Esta evolução deveu-se, em grande medida, ao comportamento do preço dos bens alimentares e, em menor grau, dos custos com a habitação.

No contexto de aceleração da actividade e dos preços em 2003 e 2004, as autoridades decidiram tomar medidas de política macroeconómica, essencialmente de carácter administrativo. As medi-

das incidiram, por exemplo, no controlo da concessão de licenças para novos projectos de investimento. Por outro lado, a autoridade monetária aumentou a taxa de reservas obrigatórias e terá exercido pressão sobre os bancos para restringirem o crédito a certos sectores. Em consequência, o ritmo de crescimento dos agregados monetários e do crédito abrandou em 2004. A variação anual do M2 e dos empréstimos bancários totais situavam-se em cerca de 14.5 por cento no final de 2004, face a 19.6 e 21.1 por cento no final do ano anterior, respectivamente (Gráfico 7). Refira-se que o comportamento das autoridades se concentrou, em grande medida, no controlo do dinamismo excessivo em certos sectores, em detrimento de soluções mais abrangentes que afectariam o crescimento global da economia.

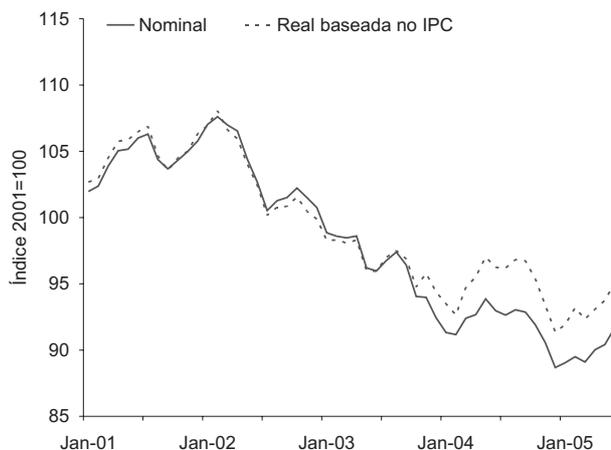
A orientação da política monetária terá continuado expansionista. As taxas de juro nominais mantiveram-se basicamente inalteradas (tendo apenas registado um ligeiro aumento em Outubro de 2004), reflectindo provavelmente os receios das autoridades quanto aos efeitos de uma subida mais rápida das taxas de juro na situação financeira das empresas estatais e nos movimentos de entrada de capital. No contexto de aumento da inflação até ao terceiro trimestre de 2004, as taxas de juro reais atingiram níveis bastante baixos (Gráfico 8). Por outro lado, a taxa de câmbio efectiva real do renminbi (RMB) registou uma depreciação efectiva real de cerca de 11 por cento entre o final de 2001 e meados de 2005, reflectindo em larga medida a evolução internacional do dólar norte-americano (USD) (Gráfico 9). Note-se que, neste período, o regime cambial na China assentou num câmbio fixo do RMB em relação ao USD, permitindo a flutuação em relação a outras moedas. Assim, no sentido de manter o objectivo para o câmbio em relação ao USD, a autoridade monetária comprou quantidades significativas de moeda estrangeira, o que se tem repercutido numa abundante liquidez no sistema bancário. Esta situação é evidenciada pelas elevadas reservas excedentárias dos bancos e pelas baixas taxas de juro do mercado interbancário. Desde o final de 2002, as expectativas de mercado apontam para uma apreciação do RMB em relação ao dólar (Gráfico 10). Em Julho de 2005, a autoridade monetária anunciou uma ligeira apreciação do RMB em relação ao USD (2 por cento). Simultaneamente, o RMB pas-

Gráfico 7  
CHINA - INDICADORES MONETÁRIOS



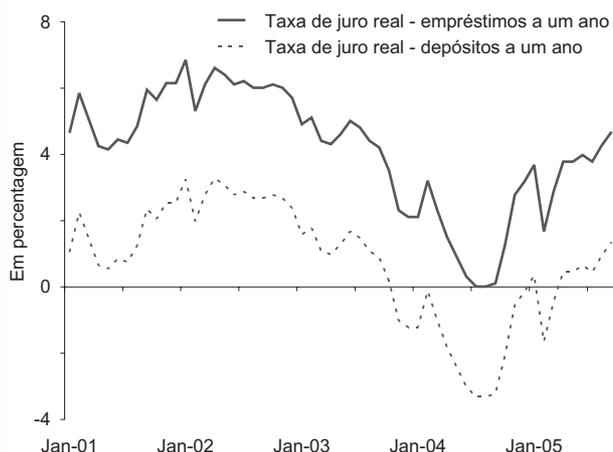
Fonte: CEIC.

Gráfico 9  
CHINA - TAXA DE CÂMBIO EFECTIVA



Fonte: FMI.

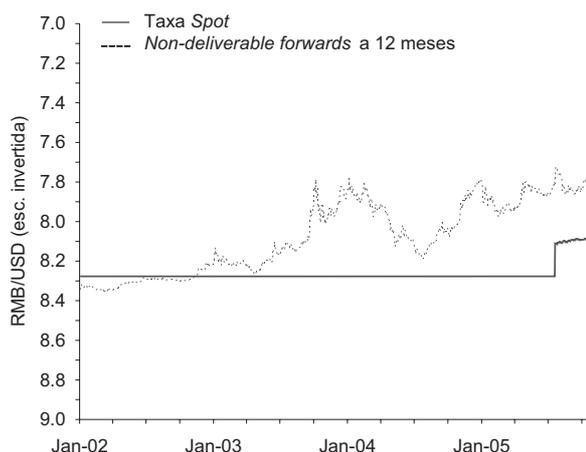
Gráfico 8  
CHINA - TAXAS DE JURO REAIS



Fonte: CEIC.

Nota: Taxas de juro nominais deflacionadas pela taxa de variação homóloga dos preços no consumidor.

Gráfico 10  
CHINA - EXPECTATIVAS DE APRECIAÇÃO DO RMB EM RELAÇÃO AO USD



Fonte: Bloomberg.

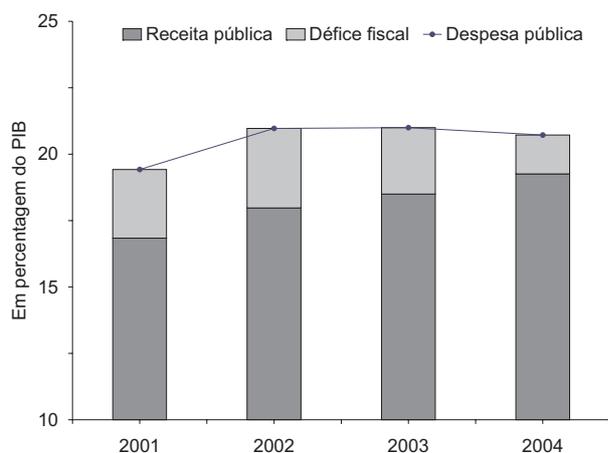
sou a ter como referência um cabaz de moedas e deixou de manter o câmbio fixo em relação ao USD, que passou a estar sujeito a uma banda de variação diária até 0.3 por cento. No entanto, nos meses que se seguiram, a flexibilidade permitida pelo novo regime não foi praticamente utilizada.

Por outro lado, a política fiscal tem passado por um processo de consolidação nos últimos dois anos. O défice das administrações públicas reduziu-se cerca de 1.5 p.p. entre 2002 e 2004, para 1.5 por cento do PIB (Gráfico 11). As receitas públicas têm evoluído favoravelmente, em linha com a me-

lhoria da actividade e do comércio externo. Quanto à despesa pública, as autoridades têm prosseguido, em grande medida, uma política prudente, nomeadamente para poder fazer face no futuro a créditos incobráveis no sistema bancário ou ao aumento da despesa social. As prioridades do governo estão agora mais balanceadas, no sentido em que existe uma menor ênfase no investimento público na indústria e um reforço das políticas de apoio social e à agricultura.

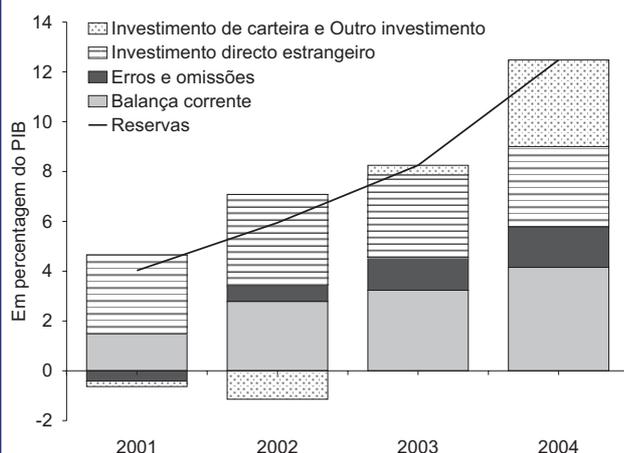
No contexto de estabilidade cambial em relação ao USD, a balança corrente e a balança financeira

Gráfico 11  
CHINA - SECTOR PÚBLICO



Fonte: CEIC.

Gráfico 12  
CHINA - BALANÇA DE PAGAMENTOS



Fonte: CEIC.

têm apresentado excedentes crescentes, o que tem resultado numa acumulação significativa de reservas em divisas (Gráfico 12). O saldo da balança corrente atingiu 4.2 por cento do PIB em 2004, reflectindo a elevada taxa de poupança da economia chinesa. No mesmo ano, o saldo da balança finan-

ceira ascendeu a 6.7 por cento do PIB, em virtude do fluxo constante de entrada de investimento directo estrangeiro, a que acresceu mais recentemente um aumento das entradas líquidas de investimento de carteira. Em 2004, o aumento do investimento de carteira terá sido motivado essencialmente pela expectativa de apreciação do RMB em relação ao USD, dado que, face ao ano anterior, o diferencial entre as taxas de juro chinesas e as taxas norte-americanas manteve-se relativamente estável na primeira metade do ano e reduziu-se mesmo posteriormente. As reservas internacionais ascendiam a cerca de 37 por cento do PIB em 2004, o que corresponde a mais de doze meses de importações.

## 5. PERSPECTIVAS E DESAFIOS DE POLÍTICA ECONÓMICA

O cenário para a economia chinesa que parece dominar a maioria das projecções dos organismos internacionais aponta para uma desaceleração gradual e ligeira da actividade e para a continuação da inflação num nível baixo (Quadro 7). A aceleração da actividade e dos preços nos últimos anos, em paralelo com um crescimento monetário significativo, levantou preocupações quanto a um possível "sobreaquecimento" da economia e consequente abrandamento. Note-se que, apesar do ritmo de crescimento do PIB em 2003 e 2004 ter correspondido aproximadamente ao nível de crescimento médio anual observado desde 1980, estima-se actualmente que o crescimento potencial da economia chinesa é um pouco mais baixo. Por exemplo, existem sinais de que o investimento não estará a ser feito de forma eficiente, dada a ocorrência de estrangulamentos em certos sectores, como nos transportes e na oferta de energia e outras matérias primas, bem como pelo excesso de investimento noutros sectores. Por outro lado, dada a expansão significativa dos últimos anos, o

Quadro 7

### PROJECÇÕES MACROECONÓMICAS PARA A ECONOMIA CHINESA

	2004	2005	2006	2004	2005	2006
PIB real, taxa de variação, em percentagem	9.5	9.0	8.2	9.5	9.2	8.1
Preços no consumidor, taxa de variação, em percentagem	3.9	3.0	3.8	3.9	2.4	2.5
Saldo das Administrações Públicas, em percentagem do PIB	-1.7	-1.7	-1.5	n.d.	n.d.	n.d.
Balança corrente, em percentagem do PIB	4.2	6.1	5.6	n.d.	n.d.	n.d.

Fontes: FMI e *Consensus Economics*.

peso do investimento no PIB encontra-se num nível máximo em termos históricos, cerca de 44 por cento. Neste contexto, a evolução da actividade deverá passar provavelmente por uma diminuição do ritmo de crescimento do investimento e pelo aumento das exportações e do consumo privado.

Não obstante, permanecem obviamente alguns riscos dados os desafios difíceis que a China terá que enfrentar no futuro. Nomeadamente, existem riscos quanto à solidez financeira do sistema bancário na China. A deficiente orientação comercial no sistema bancário resultou no avolumar de crédito de cobrança duvidosa, o que em conjunto com uma pesada estrutura operacional, nomeadamente dos quatro grandes bancos estatais, contribuiu para a baixa rentabilidade e descapitalização do sistema bancário. Note-se que, apesar dos quatro grandes bancos estatais se encontrarem entre os quarenta maiores bancos do mundo em termos de dimensão dos seus activos, apenas um se encontra entre os quinhentos primeiros em termos de rentabilidade dos activos. Por outro lado, o nível de 8 por cento para o rácio de adequação dos fundos próprios do acordo de Basileia não é, em geral, cumprido.

No futuro, coloca-se o desafio de reformar o sistema financeiro, o que deverá ocorrer em paralelo com a liberalização do mercado que, no âmbito da adesão à OMC, está prevista para o final de 2006. Recentemente, parece haver evidência de progressos nestas reformas. O crédito de cobrança duvidosa terá diminuído, embora permaneça alguma incerteza, dado que ao longo do tempo se observou uma certa incongruência nos dados divulgados. No final de 2004, estima-se que o peso do crédito de cobrança duvidosa no sistema financeiro, considerando os bancos e as empresas de gestão de crédito, poderá ter ascendido a cerca de 25 por cento do PIB. Adicionalmente, os bancos estatais têm sido alvo de operações de recapitalização avultadas, nomeadamente através da utilização das reservas em divisas do Estado. Por oposição, a expansão recente do crédito levanta a possibilidade de parte dos novos créditos virem a ser considerados incobráveis, dado o carácter especulativo de alguns dos investimentos a eles associados, nomeadamente no sector imobiliário, e do excesso de capacidade nalguns sectores. Note-se que, nos últimos anos, cerca de vinte por cento do investimento em activos fixos é financiado por

empréstimos bancários.

O aumento das responsabilidades do sector público no futuro constitui um segundo factor de risco. A situação das contas públicas é aparentemente confortável: nos últimos anos, o valor do défice em percentagem do PIB tem diminuído e o rácio da dívida pública no PIB situa-se em cerca de 25 por cento, sendo, em grande medida, dívida interna (a dívida externa ascende a cerca de 4 por cento do PIB). Apesar de moderados, estes valores necessitam de ser qualificados. Primeiro, as receitas das administrações públicas na China em percentagem do PIB são relativamente baixas, o que faz com que a capacidade de cobertura da dívida seja mais baixa do que se poderia perspectivar. Segundo, esta escassez de receita pública impõe obviamente limitações à despesa, pelo que, até recentemente, eram as empresas públicas que tinham a responsabilidade de grande parte das despesas sociais, nomeadamente as relacionadas com a educação, a saúde, o desemprego ou as pensões de reforma. No contexto do declínio do emprego no sector rural e das reformas empresariais em curso, os níveis actuais de despesa pública podem não ser sustentáveis no futuro. É provável que o governo tenha a necessidade de aumentar a despesa pública no conjunto alargado de áreas sociais acima referidas. Adicionalmente, alguns investimentos importantes para a resolução dos problemas relacionados com o ambiente ou com as disparidades em termos de desenvolvimento económico existentes a nível regional terão de ser financiados pelo Estado. Terceiro, existe uma grande incerteza quanto à magnitude de responsabilidades ainda não explicitamente assumidas pelo governo, que permanecem como factores de risco para a situação das contas públicas no futuro. Essas responsabilidades poderão incluir os custos com a reestruturação e recapitalização dos bancos e das empresas estatais, o financiamento do sistema de pensões, que está numa fase de transição de um esquema *pay-as-you-go* para um esquema de capitalização, ou a assunção de dívidas contraídas indirectamente pelos governos locais, num contexto em que as receitas transferidas para estes serviços parecem ser insuficientes para satisfazer as suas responsabilidades.

Contudo, as pressões futuras sobre as contas públicas poderão ser moderadas se o ritmo de crescimento da economia se mantiver elevado ou

se ocorrerem reformas adequadas. Por exemplo, as reformas que contemplem o controlo do aparecimento de novos créditos de cobrança duvidosa ou a alteração das regras do sistema de pensões. Por outro lado, existe margem para o aumento da receita fiscal. Esta evolução poderá ocorrer, quer nas empresas estatais, à medida que ocorra uma recuperação dos seus lucros no âmbito das reformas destas empresas, quer nos sectores onde a evasão tem sido significativa, nomeadamente no sector das empresas não estatais, em especial nos serviços, e nos particulares. Adicionalmente, o Estado é detentor de uma grande quantidade de activos, nomeadamente empresas estatais, terrenos urbanos ou recursos naturais, que poderá vender para satisfazer as eventuais responsabilidades que vier a assumir.

Finalmente, a manutenção da estabilidade da taxa de câmbio do RMB em relação ao USD tem dificultado de forma crescente a condução da política monetária na China e causado algumas fricções a nível internacional. De forma a controlar a liquidez abundante na economia, o Banco central tem tentado esterilizar o impacto na massa monetária das suas intervenções cambiais, através da emissão de títulos para colocação no mercado interbancário. A continuidade desta situação poderá trazer custos acrescidos para a autoridade monetária, nomeadamente tendo em consideração a necessidade de aumentar a taxa de juro destes títulos do banco central. Adicionalmente, a subida das taxas de juro internacionais no contexto do ciclo económico deverá reflectir-se numa descida dos preços dos títulos, o que, acrescido de uma possível apreciação do RMB, poderá implicar perdas de valor consideráveis para o banco central chinês. A nível externo, o valor do RMB tem estado sob pressão internacional com vista à sua flexibilização em relação ao dólar e de maneira a possibilitar um eventual movimento de apreciação. Esta evolução poderia facilitar a correcção dos desequilíbrios macro-económicos a nível global, nomeadamente o défice da conta externa norte-americana, contribuindo por exemplo para uma maior flexibilidade nas moedas de outras economias asiáticas.

Neste contexto, será crucial que a flexibilidade cambial aumente gradualmente no futuro, nomeadamente para garantir a condução da política monetária na China. Em termos financeiros, os riscos

para as empresas e para os bancos não deverão ser significativos, dada a fraca exposição cambial. Por outro lado, poderá contribuir para o desenvolvimento do mercado cambial e de mecanismos de gestão do risco cambial. A necessidade de maior flexibilidade tem sido, aliás, reconhecida pelas autoridades chinesas, embora dependendo dos progressos de outras reformas na economia. Em particular, são receados os efeitos que uma eventual apreciação cambial poderia implicar para o crescimento económico, em particular nas exportações. Todavia, é de referir que, apesar da evolução recente da balança de pagamentos chinesa apontar para uma eventual apreciação do RMB, é extremamente difícil determinar a situação da taxa de câmbio efectiva real do RMB em relação ao seu nível de “equilíbrio” no contexto das reformas económicas em curso. Refira-se, nomeadamente, a liberalização esperada no sector dos serviços no âmbito da adesão à OMC ou a liberalização gradual das saídas de capital, ainda fortemente condicionada pelo sucesso das reformas no sector empresarial e bancário e no desenvolvimento dos mercados financeiros. Recentemente, diversos estudos tentaram estimar o nível de “equilíbrio” do RMB através de diferentes metodologias, persistindo contudo uma grande incerteza dada a amplitude dos resultados alcançados.

## 6. CONCLUSÃO

Nos últimos vinte e cinco anos, a China evidenciou um crescimento económico impressionante e uma integração crescente na economia mundial. Os níveis de crescimento da economia e dos fluxos comerciais observados não são sem precedentes. Noutras economias, em fases semelhantes do processo de desenvolvimento económico, foram observados ritmos de crescimento comparáveis. Em particular, podem destacar-se o Japão (no pós-guerra) e as novas economias industrializadas da Ásia (a partir dos finais da década de 60)<sup>(5)</sup>. No entanto, vários factores apontam para que o impacto do processo de crescimento e integração da China sobre a economia mundial seja muito mais significativo do que no caso de outras economias e que deva continuar a manifestar-se ao longo de

(5) As novas economias industrializadas da Ásia incluem Hong Kong, Singapura, Taiwan e Coreia do Sul.

vários anos. Por um lado, há a destacar a dimensão da China, que concentra cerca de 20 por cento da população mundial. Refira-se que, não obstante o aumento significativo no último quarto de século, o PIB per capita chinês, avaliado em termos de paridade de poder de compra, situa-se ainda muito aquém do observado nas principais economias avançadas (em 2004, equivalia a 14.3 por cento do nível observado nos EUA) ou nas novas economias industrializadas da Ásia (entre 18 a 26 por cento). Este hiato de desenvolvimento aponta para um grande potencial de crescimento, cuja concretização deverá ser suportada por uma evolução macro-económica favorável e pela continuação do processo de reformas estruturais da economia. Na actualidade, este aspecto é confirmado, por exemplo, pelas projecções dos organismos internacionais para a evolução do actual ciclo económico. No entanto, é urgente a continuação da implementação de medidas reformistas que permitam controlar alguns factores de risco, nomeadamente ao nível do sector bancário e do sector público ou na condução das políticas macro-económicas.

Por outro lado, a liberalização em curso deverá continuar a contribuir para o crescimento económico na China, tal como para o aumento da sua importância económica e integração no mundo. Por exemplo, a abolição das quotas impostas pelos países membros da OMC às importações de têxteis e vestuário deverá dar novo impulso às exportações chinesas nos próximos anos e colocará maiores desafios às economias que denotem uma especialização neste tipo de produtos. Por sua vez, os compromissos de abolição gradual das restrições ainda existentes ao investimento directo estrangeiro assumidos pela China nos próximos anos - em particular, no sector do comércio e no sector financeiro - traduzirão uma significativa abertura do mercado interno chinês e sugerem que o envolvimento dos investidores internacionais na economia se manterá significativo, com implicações positivas sobre o crescimento da produtividade e a inovação tecnológica.

O processo de integração da China na economia mundial deverá ter um impacto globalmente positivo, na medida em que permitirá uma maior especialização do comércio internacional, originando ganhos de eficiência na produção e benefícios directos para os consumidores, quer na China

quer no resto do mundo. Note-se que, ao nível das economias asiáticas, estes efeitos têm impulsionado significativamente o comércio e a actividade económica na região nos últimos anos, que têm crescido a um ritmo mais intenso do que no resto do mundo. No entanto, os efeitos sobre cada país podem ser positivos ou negativos, e tenderão a evoluir ao longo do tempo, dependendo, em larga medida, do grau de complementaridade entre o seu padrão de comércio e o da China. Os países que mais tendem a beneficiar da expansão do comércio da China incluem os exportadores relativamente especializados em bens de equipamento ou em produtos semi-processados de maior valor acrescentado. A experiência recente mostra que os exportadores de matérias-primas tenderão igualmente a beneficiar dos efeitos da procura acrescida por este tipo de bens com origem na China. Por outro lado, os países relativamente especializados na exportação de bens semelhantes aos produzidos na China, em que o custo da mão-de-obra é determinante, tenderão a sofrer perdas nos mercados desses produtos.

### REFERÊNCIAS

- Asian Development Bank, "Asian Development Outlook", várias edições
- Bank of Finland Institute for Economies in Transition, "BOFIT China Review", várias edições
- Bank for International Settlements (2003), "China's capital account liberalisation: international perspectives", BIS Papers, N<sup>o</sup> 15
- Chow, Gregory C. (2002), "China's Economic Transformation", Blackwell Publishers
- Consensus Economics (2005), "Asia Pacific Consensus Forecasts", Outubro
- Goldstein, M. (2004), "Adjusting China's Exchange Rate Policies", Institute for International Economics Working Paper, n<sup>o</sup> 1, Junho de 2004
- International Monetary Fund (2003), "China - Competing in the Global Economy", editado por Wanda Tseng e Markus Rodlauer
- International Monetary Fund, "People's Republic of China - Selected Issues", várias edições
- International Monetary Fund, "People's Republic of China: Article IV Consultation - Staff Report", várias edições
- International Monetary Fund (2005), "World Economic Outlook"

- International Monetary Fund (2004), "China's emergence and its impact on the global economy", World Economic Outlook April 2004, Chapter II, 20 pp. 82-102
- International Energy Association, "Oil Market Report", várias edições
- Lardy, N. (2005), "China: The Great New Economic Challenge", The United States and the World Economy: Foreign Economic Policy for the Next Decade editado por C. Fred Bergsten e Institute for International Economics, Chapter 4, 21 pp. 121-141
- National Bureau of Statistics of China (2004), "China Statistical Yearbook", China Statistics Press
- OCDE (2002), "China in the World Economy - The Domestic Policy Challenges"
- OCDE (2005), "Economic Survey of China"
- Prasad, E. (2004), "China's Growth and Integration into the World Economy: Prospects and Challenges", IMF Occasional Papers, nº 232
- Prasad, E. e Wei, S. (2005), "The Chinese Approach to Capital Inflows: Patterns and Possible Explanations", IMF Working Paper, Nº 79
- The Banker (2005), "The top one thousand world banks", Julho
- The People's Bank of China, "China Monetary Policy Report", várias edições
- China Securities Regulatory Commission (2004), "China's Securities and Futures Markets", Abril
- Goldman Sachs, "Charting China", várias edições
- Wong, J. e Ding, L (2002), "China's Economy into the New Century - Structural Issues and Problems", Singapore University Press e World Scientific
- World Bank, "China Quarterly Update", várias edições
- World Bank (2005), "World Development Indicators 2005"
- World Bank (2003), "China - Promoting growth with equity: country economic memorandum", Report No. 24169

## SÉRIES LONGAS MENSAS PARA A ECONOMIA PORTUGUESA\*

Cláudia Duarte\*\*

## 1. INTRODUÇÃO

A existência de séries que cubram um período de tempo razoável é crucial para o trabalho empírico em macroeconomia, para o processo de formulação de políticas macroeconómicas e para o desenvolvimento de uma perspectiva histórica da evolução económica. Apesar de, já há algum tempo, se ter vindo a registar uma preocupação em recolher séries longas, a existência de revisões periódicas, mudanças de bases, actualizações de inquéritos e ajustamentos de conceitos e de classificações vem, frequentemente, gorar os esforços feitos nesse sentido.

Neste contexto, o objectivo deste artigo é construir séries longas mensais, para a economia portuguesa, utilizando para isso os vários segmentos das séries, que foram recolhidos ao longo do tempo<sup>(1)</sup>. As séries escolhidas referem-se a indicadores económicos gerais, que já eram divulgados no *Boletim Estatístico* do Banco de Portugal e para os quais a compilação de séries longas é uma ambição passível de ser concretizada. Mais concretamente, a base de dados abrange as seguintes variáveis: índice de produção industrial (IPI); índice de volume de negócios na indústria e no comércio a

retalho (IVNEI e IVNCR); índice de preços no consumidor (IPC); dormidas; e variáveis qualitativas, relativas aos inquéritos de conjuntura à indústria transformadora, à construção e obras públicas e ao comércio<sup>(2)</sup>.

Até agora, embora fosse possível reunir informação passada, apenas o segmento mais recente das séries era divulgado no *Boletim Estatístico*, devido à existência de quebras metodológicas, tais como mudanças de bases, que impossibilitavam o acesso a séries longas consistentes. A base de dados de séries longas apresentada neste artigo passará a ser divulgada e actualizada regularmente nas edições do *Boletim Estatístico* (ver em [www.bportugal.pt](http://www.bportugal.pt)).

A construção de séries longas a partir de vários segmentos de séries, que representam diferentes realidades e conceitos, é inegavelmente difícil e potencialmente controversa. Ao escolhermos um método de retropolação, somos confrontados com várias opções e, frequentemente, não é possível escolher o método “certo” simplesmente porque ele não existe. Assim sendo, neste artigo é dado destaque a metodologias de retropolação simples e apelativas. Conforme o tipo de dados a ser analisado, nomeadamente consoante se trate de dados quantitativos ou qualitativos, são utilizadas abordagens diferentes. Porém, em qualquer dos casos, assume-se sempre que o segmento mais recente se mantém inalterado.

\* As opiniões expressas neste artigo são da inteira responsabilidade dos autores e não coincidem necessariamente com a posição do Banco de Portugal. A autora agradece os comentários e sugestões de Cristina Fernandes (INE), Teresa Nascimento, António Rua, Fátima Cardoso, Hugo Reis, Luís Morais Sarmiento e Paulo Esteves. Qualquer erro ou omissão é da exclusiva responsabilidade da autora.

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

(1) Este texto assemelha-se nos seus objectivos às Séries Históricas Anuais para a Economia Portuguesa no período pós-Segunda Guerra Mundial (Pinheiro *et al.*, 1999) e às Séries Trimestrais para a Economia Portuguesa: 1977-2003 (Castro e Esteves, 2004).

(2) Apesar deste artigo tratar principalmente de séries mensais, também são consideradas algumas séries trimestrais, relativas aos inquéritos de conjuntura à indústria transformadora e ao comércio, de modo a analisar exaustivamente o conjunto seleccionado de séries divulgadas no *Boletim Estatístico*.

Este artigo está organizado da seguinte forma. A segunda secção apresenta uma descrição dos métodos utilizados e a discussão dos resultados obtidos: a secção 2.1 refere-se às variáveis quantitativas (indicadores de actividade económica (secção 2.1.1) e índice de preços no consumidor (secção 2.1.2)), enquanto a secção 2.2 debruça-se sobre as variáveis qualitativas. Finalmente, na terceira secção apresentam-se algumas conclusões.

## 2. COMPILAÇÃO DE SÉRIES LONGAS

Qualquer método de compilação de séries longas assenta na hipótese de que os vários segmentos originais espelham a mesma série, isto é, o mesmo fenómeno. Dado que a verdadeira série longa é desconhecida, para tornar possível a compilação de séries longas assume-se que o segmento mais recente das séries partilha as características básicas da verdadeira série longa.

Esta hipótese tem duas implicações directas: em primeiro lugar, implica que o segmento mais recente deve ser mantido inalterado; e, em segundo lugar, significa que as características básicas deste segmento devem ser utilizadas como referência na avaliação dos outros segmentos.

Para verificar a similitude entre os vários segmentos, nos períodos comuns, são realizados três tipos de testes<sup>(3)</sup>. Em primeiro lugar, é testado o coeficiente de correlação, para avaliar a significância da correlação entre as séries no período comum. Ao invés de se testar unicamente se o coeficiente de correlação é igual a zero (hipótese nula) ou superior a este valor (hipótese alternativa), aplica-se também um teste mais exigente, através do qual é avaliado se o coeficiente de correlação é superior a 0,5. Em seguida, aplica-se o teste da diferença de médias entre duas amostras, considerando a variância desconhecida, para avaliar se as diferenças entre as médias das séries no período comum são significativas. Finalmente, também é testada a igualdade entre as variâncias amostrais, para o mesmo período, com o intuito de averiguar a existência de potenciais diferenças de volatilidade entre as séries<sup>(4)</sup>.

Se os resultados dos testes apontarem para a manutenção das características gerais das séries,

(3) O período comum é o período de tempo durante o qual os segmentos pré e pós-quebra são recolhidos simultaneamente.

quebra após quebra, então pode-se considerar que existe evidência favorável à compilação de séries longas. Contudo, os resultados dos testes nem sempre são conclusivos e variam com o grau de exigência dos mesmos. Logo, resultados menos favoráveis (por exemplo, no teste do coeficiente de correlação) não põem necessariamente em causa a compilação de séries longas. Portanto, mesmo para as séries cujos resultados dos testes parecem ser menos favoráveis é feita uma tentativa de compilação de séries longas. No entanto, os utilizadores dessas séries deverão ter um cuidado acrescido aquando da sua utilização.

### 2.1. Variáveis quantitativas

#### 2.1.1. Indicadores de actividade económica

##### 2.1.1.1. Metodologia

Para obter séries longas consistentes para os indicadores de actividade económica é seguido um procedimento simples. Conforme foi mencionado anteriormente, o segmento mais recente das séries é mantido inalterado. Em seguida, as taxas de variação em cadeia dos segmentos anteriores são utilizadas para a retropolação a partir do segmento mais recente. Analiticamente, designando a série mais recente por  $x_t$  ( $t = 1, \dots, i, \dots, T$ ) e assumindo que esta série começa no período  $i$ , o método de compilação da série longa é o seguinte:

$$x_t^h = \begin{cases} x_t, & t = i, \dots, T \\ \frac{x_{t+1}^h}{1 + \Delta_{t+1}}, & t = 1, \dots, i - 1 \end{cases}$$

$$\Delta_t = \frac{\tilde{x}_t - \tilde{x}_{t-1}}{\tilde{x}_{t-1}}$$

em que  $x_t^h$  é o valor da série longa para o período  $t$  ( $t = 1, \dots, i, \dots, T$ ) e  $\Delta_t$  é a taxa de variação em cadeia calculada a partir dos segmentos anteriores ( $\tilde{x}_t$ ). Se, em vez de taxas de variação em cadeia, fossem utilizadas taxas de variação homóloga, os resultados obtidos não seriam os mesmos. Enquanto que neste último caso a série longa respeitaria as taxas de variação homóloga dos diversos segmentos, no primeiro caso, são preservadas não só as taxas de

(4) Convém notar que o número reduzido de observações, no período comum, disponível para a realização dos testes pode condicionar os resultados dos mesmos.

variação em cadeia, como as taxas de variação homóloga, excepto nos anos de mudança de base.

### 2.1.1.2 Resultados

#### a) Índices de produção industrial:

O índice de produção industrial (IPI) pretende captar a evolução do valor acrescentado, a custo de factores, pela actividade industrial. O INE tem vindo a compilar séries do IPI há vários anos. A primeira vez que este índice foi divulgado foi em 1976 no *Boletim Estatístico Mensal* (INE), onde é possível encontrar séries desde Janeiro de 1968. A primeira base do índice foi 1970=100 (de Janeiro de 1968 a Dezembro de 1985), mas seguiram-se outras, nomeadamente 1985=100 (de Janeiro de 1985 a Dezembro de 1993), 1990=100 (de Janeiro de 1990 a Dezembro de 1998), 1995=100 (de Janeiro de 1995 a Agosto de 2002) e, actualmente, 2000=100 (iniciada em Janeiro de 2000).

Relativamente à produção industrial, as séries consideradas neste artigo incluem o índice total e outros nove índices, resultantes de dois tipos de desagregações: por Grandes Agrupamentos Industriais (GAI)<sup>(5)</sup> e por actividades económicas. No primeiro caso, são analisados cinco grupos - bens de consumo, bens de consumo duradouro, bens de consumo não duradouro, bens intermédios, bens de investimento e energia. No segundo caso, a classificação subjacente é a Classificação das Actividades Económicas Portuguesas (CAE rev. 2). Apenas três das categorias presentes nesta classificação são divulgadas no *Boletim Estatístico* do Banco de Portugal e, portanto, analisadas neste artigo: indústria extractiva; produção e distribuição de electricidade, gás e água; e indústria transformadora.

Todas as séries são corrigidas dos dias úteis. Actualmente, o INE usa um software específico (X12 ARIMA - Demetra) para realizar a correcção dos dias úteis. Todavia, no passado, outros métodos foram utilizados para este fim, nomeadamente métodos proporcionais. Como tal, para aumentar a coerência do procedimento de compilação, as séries corrigidas dos dias úteis utilizadas para obter as séries longas não são as originalmente divulga-

das pelo INE. Em alternativa, as séries consideradas resultam da correcção das séries brutas do IPI utilizando para tal sempre o mesmo método, que é semelhante ao método utilizado actualmente pelo INE<sup>(6)</sup>.

Após esta correcção, é possível avançar com a compilação das séries longas e realizar os testes acima referidos. Os resultados dos testes são: (i) parece existir uma forte relação entre as taxas de variação em cadeia das séries da base nova e da antiga (ver Quadro 1). Apenas as séries relativas à indústria extractiva é que, esporadicamente, apresentam valores menos favoráveis; (ii) o teste da diferença das médias mostra que, para um nível de significância de 5%, a hipótese nula (igualdade das médias) nunca é rejeitada; (iii) o mesmo acontece com o teste da igualdade das variâncias, excepto no caso da indústria extractiva para 1990=100 vs. 1995=100, onde a respectiva hipótese nula (igualdade das variâncias) é rejeitada<sup>(7)</sup> (ver Quadro 1).

Assim sendo, são compiladas séries longas do IPI desde Janeiro de 1968 (para algumas das categorias) (ver Quadro 2). Ainda que, em alguns casos, os resultados dos testes sejam menos favoráveis, também é compilada uma série longa para o IPI da indústria extractiva. Porém, os utilizadores devem encarar esta série de uma forma mais cuidadosa.

#### b) Índices de volume de negócios na indústria:

O objectivo do índice de volume de negócios na indústria (IVNEI) é medir a evolução mensal das vendas da indústria, sendo um importante indicador de curto prazo da actividade económica em geral. As primeiras séries do IVNEI, também divulgadas pelo INE, começam em Janeiro de 1990 e a sua base é o ano de 1990 (1990=100). A juntar a esta primeira base, seguiram-se mais duas:

(6) De facto, não é possível replicar exactamente os resultados do INE, no caso da base mais recente, porque o INE obtém as séries agregadas corrigidas dos dias úteis através da agregação das séries corrigidas dos dias úteis desagregadas (abordagem indirecta). Neste artigo, devido a limitações na base de dados, a correcção dos dias úteis é aplicada directamente às séries agregadas. No entanto, para a base mais recente, as diferenças detectadas não são significativas.

(7) A hipótese nula é rejeitada a um nível de significância de 5%, mas o mesmo não acontece a um nível de 1%.

(5) Ver Regulamento da Comissão (CE) nº 586/2001 de 26 de Março de 2001.

1995=100 (de Janeiro de 1995 a Agosto de 2002) e, actualmente, 2000=100 (iniciada em Janeiro de 2000).

No que diz respeito ao volume de negócios na indústria, as nove séries que são divulgadas no *Boletim Estatístico* são: o índice total e mais oito séries que resultam da desagregação por GAI<sup>(8)</sup> (como no caso do IPI) e por actividades económicas (CAE rev. 2). Neste último caso, apenas duas das categorias disponíveis na CAE rev. 2 são compiladas: indústria extractiva e indústria transformadora.

Os testes do coeficiente de correlação, da igualdade das médias e das variâncias também são realizados (ver Quadro 1). Apesar das mudanças de bases, os resultados indicam que o comportamento das séries do IVNEI se manteve estável. Efectivamente, a correlação entre as séries parece ser muito forte e a hipótese nula do teste da diferença entre as médias nunca é rejeitada. Por seu lado, os testes da igualdade das variâncias sugerem que a volatilidade das séries também não é afectada pelas quebras<sup>(9)</sup>.

Subsequentemente, aplicando a metodologia acima apresentada, são construídas séries longas para o IVNEI (ver Quadro 2).

### c) Índices de volume de negócios no comércio a retalho:

A compilação do índice de volume de negócios no comércio a retalho (IVNCR) tem como objectivo possibilitar o acompanhamento da evolução mensal das vendas no comércio a retalho, constituindo este índice um importante indicador para o consumo privado. As primeiras séries do IVNCR foram divulgadas pelo INE com base 1995=100 (de Janeiro de 1995 a Agosto de 2002). Estas séries substituíram as do Índice de Vendas no Comércio a Retalho (IVCR) que estiveram disponíveis de Janeiro de 1991 a Dezembro de 1997 (base 1990=100). As séries da base actual (2000=100) têm início em Janeiro de 2000. Considerando a informação apre-

sentada no *Boletim Estatístico*, foram consideradas onze séries relativas ao IVNCR: o índice total e mais dez séries resultantes da sua desagregação por actividades económicas (CAE rev. 2) (ver Quadro 2).

É importante esclarecer um aspecto em relação à transição do IVCR para o IVNCR. Enquanto que o índice total no primeiro caso inclui as vendas de “Automóveis, motociclos e bicicletas com e sem motor” e “Combustíveis”, o índice total do IVNCR exclui estes itens. Para tornar as séries comparáveis, é calculado o índice total do IVCR excluindo estas duas categorias. Esta transformação, a par das mudanças de bases, parece não ter afectado as características gerais das séries do IVNCR (ver Quadro 1). De facto, pode-se dizer que, com raras excepções, a média e a variância parecem manter-se estáveis e os coeficientes de correlação entre as taxas de variação das séries no período comum são bastante significativos<sup>(10)</sup>.

Aplicando a metodologia descrita na secção anterior, é possível compilar séries longas para o IVNCR desde Janeiro 1991 (para algumas das séries consideradas) (ver Quadro 2).

### d) Dormidas:

Aparentemente, dado que as dormidas são medidas em volume, não haveria necessidade de utilizar um método de retroprolação de forma a obter uma série longa consistente para esta variável. Uma das razões que poderia justificar a utilização deste tipo de método seria a existência de uma alteração no conceito subjacente à variável; porém, isso também não se verificou. A série das dormidas sempre se referiu ao número de pessoas que durante um período de tempo específico (das 12 horas de um dia até às 12 horas do dia seguinte) ficam alojadas num estabelecimento adequado para o efeito. Contudo, em 2002, a metodologia utilizada para obter estas séries sofreu uma alteração si-

(8) Ver nota de pé de página 5.

(9) A hipótese nula do teste da igualdade das variâncias é rejeitada unicamente duas vezes: no caso das séries dos bens intermédios (1990=100 vs. 1995=100) e nas dos bens energéticos (1995=100 vs. 2000=100). Apesar destes resultados, também são compiladas séries longas para os bens intermédios e para a energia. Contudo, estas séries devem ser vistas com mais cuidado.

(10) Existe evidência de uma maior volatilidade das séries “Têxteis, vestuário, calçado e artigos de couro” (1990=100 vs. 1995=100), “Produtos alimentares, bebidas e tabaco em estabelecimentos especializados” (1995=100 vs. 2000=100), e “Produtos não alimentares em estabelecimentos não especializados” (1995=100 vs. 2000=100) e a série “Comércio a retalho por correspondência” exhibe menores coeficientes de correlação. Ainda assim, é feita uma tentativa de construção de séries longas também para estas variáveis.

gnificativa, com a incorporação de uma estimativa para a não-resposta das unidades inquiridas (a não-resposta verifica-se quando uma das unidades da amostra falha em responder) com o objectivo de evitar o enviesamento decorrente das não-respostas (para mais pormenores, ver INE, 2003a). As novas séries das dormidas, que têm início em Janeiro de 2001, foram divulgadas pelo INE, em 2002. As séries anteriores foram divulgadas de Janeiro de 1964 (algumas das séries) a Dezembro de 2001. Dado que estas alterações metodológicas tornam as comparações históricas impossíveis, é necessário recorrer a um método de retropolação para obter séries longas das dormidas consistentes.

Como está claramente patente nos resultados dos testes realizados (ver Quadro 1), as alterações metodológicas não afectaram significativamente as características gerais das séries em causa. Os coeficientes de correlação entre as taxas de variação em cadeia das séries actuais e das anteriores são extremamente elevados e não existe evidência de quebras na média e na variância.

Recorrendo à metodologia acima descrita, é possível construir séries longas para as séries das dormidas, que no *Boletim Estatístico* aparecem desagregadas pelo país de residência dos turistas, desde Janeiro de 1964 até ao período mais recente disponível à data de realização deste artigo (ver Quadro 2).

## 2.1.2. Índice de Preços no Consumidor

### 2.1.2.1. Metodologia

O índice de preços no consumidor (IPC) é o principal indicador para medir a inflação. O INE divulga o IPC mensal desde 1977. Devido ao alargamento da cobertura geográfica, da cobertura populacional e da de produtos, à actualização dos pesos e a alterações metodológicas, ocorreram várias mudanças de bases, desde então até agora. As primeiras séries do IPC (Janeiro de 1977 - Dezembro de 1987) têm como base os preços de 1976 (1976=100). Até agora, existem mais quatro bases: 1983=100 (Janeiro de 1988 - Dezembro de 1991), 1991=100 (Janeiro de 1991 - Dezembro de 1997), 1997=100 (Janeiro de 1997 - Dezembro de 2002) e 2002=100 (iniciada em Janeiro de 2002).

Para obter séries longas do IPC consistentes, que permitam calcular as taxas de inflação (mensal, homóloga e média) que são divulgadas no *Boletim Estatístico*, é utilizado um método simples que assenta no facto de existir um período comum entre as séries de duas bases consecutivas. Considerando esse período comum, é calculado um coeficiente de ligação que é o rácio entre a série da base nova e a da base antiga. Se se assumir que o período comum coincide com o ano de base da série nova, então ao multiplicar a série da base antiga pelo coeficiente de ligação estamos a alterar a base dessa série, de forma a ficar igual à da série nova. Conforme anteriormente, a série da base actual é utilizada como referência. Neste caso, isto significa que as séries longas do IPC têm como base os preços de 2002 (2002=100). Por seu lado, as séries das bases anteriores são compatibilizadas com a série da base actual. Sendo  $\hat{i}_t^{2002=100}$  a série longa do IPC com base em 2002 e  $i_t^b$  a série do IPC com uma determinada base b (b = {1976=100, 1983=100, 1991=100, 1997=100, 2002=100}). Então,

$$\hat{i}_t^{2002=100} = \begin{cases} i_t^{2002=100}, & t = 2002:1, 2002:2, \dots \\ i_t^{1997=100} \cdot \frac{100}{i_{2002}^{1997=100}}, & t = 1997:1, \dots, 2001:12 \\ i_t^{1991=100} \cdot \frac{100}{i_{1997}^{1991=100}} \cdot \frac{100}{i_{2002}^{1997=100}}, & t = 1991:1, \dots, 1996:12 \\ i_t^{1983=100} \cdot \frac{100}{i_{1991}^{1983=100}} \cdot \frac{100}{i_{1997}^{1991=100}} \cdot \frac{100}{i_{2002}^{1997=100}}, & t = 1983:1, \dots, 1990:12 \\ i_t^{1976=100} \cdot \frac{100}{i_{1983}^{1976=100}} \cdot \frac{100}{i_{1991}^{1983=100}} \cdot \frac{100}{i_{1997}^{1991=100}} \cdot \frac{100}{i_{2002}^{1997=100}}, & t = 1977:1, \dots, 1987:12 \end{cases}$$

onde  $\bar{i}_\tau^b$  é a média do período  $\tau$  ( $\tau = 1983, 1991, 1997$  e  $2002$ ). Por um lado, este método de retropolação, também utilizado pelo INE, tem a vantagem de conservar a taxa de variação anual dos índices. Por outro lado, como os cálculos baseiam-se nos níveis dos índices, a taxa de variação em cadeia nos meses de mudança de base não é preservada.

### 2.1.2.2 Resultados

Relativamente às taxas de variação do IPC divulgadas no *Boletim Estatístico*, são analisadas treze séries: o índice total e a sua desagregação por classes (doze classes) (ver Quadro 2). Esta desagregação foi adoptada nas duas bases mais recentes

(1997=100 e 2002=100) e obedece à Classificação Individual por Objectivo (COICOP). Nas bases anteriores eram consideradas outras desagregações (nove classes nas bases 1991=100 e 1983=100 e quatro classes na base 1976=100). Em consequência desta realidade, é necessário reagrupar as classes das bases 1991=100, 1983=100 e 1976=100, para obter classes compatíveis para todas as bases consideradas. No caso da base 1991=100 este trabalho já é apresentado pelo INE, que divulga séries do IPC da base 1991 harmonizadas com a base 1997=100. Para a compatibilização das classes das bases 1983=100 e 1976=100 é utilizado um procedimento semelhante ao utilizado pelo INE, que consiste em reagrupar os índices mais desagregados disponíveis, de acordo com as novas características de cada classe<sup>(11)</sup>.

A acrescentar à compatibilização das classes, são assumidas outras hipóteses, nomeadamente em relação às rendas. Os preços relativos às rendas começaram a ser observados mensalmente em 1997. Desde então, o INE passou a divulgar um índice de preços mensal total. Entre 1988 e 1997, estes preços eram apenas observados anualmente e antes de 1988 nem sequer eram observados, devido a dificuldades de registo. Tendo em conta este facto, optou-se por, entre 1988 e 1997, transformar o índice anual da classe “Rendas” num índice mensal e introduzi-lo no cálculo da série longa do índice total. Esta transformação assume que as rendas são actualizadas, todas ao mesmo tempo, uma vez por ano, em Janeiro. Antes de 1988, pelas razões óbvias, o índice “Rendas” não é considerado nos cálculos das séries longas.

Existem ainda mais dois aspectos dignos de nota. O primeiro refere-se à cobertura geográfica do IPC. Apenas da base 1997=100 em diante é que o IPC Nacional é o índice de referência para o cálculo da inflação. Antes desta base, era o IPC do Continente que constituía a referência. Finalmente, de novo desde 1997, as reduções de preços (saldos e promoções) passaram a ser introduzidas no IPC. Esta introdução veio alterar o comportamento sazonal de alguns índices, nomeadamente do índice

“Vestuário e calçado”.

Fazendo uso da base de dados do IPC devidamente compatibilizada e seguindo a metodologia descrita na Secção 2.1.2.1, foram compiladas séries longas do IPC desde Janeiro de 1977 (em alguns casos) (ver Quadro 2).

## 2.2 Variáveis qualitativas

### 2.2.1 Metodologia

A informação qualitativa assume um papel importante na análise económica de curto prazo principalmente porque a sua divulgação não é afectada por desfasamentos temporais significativos. Outra razão relevante que ajuda a explicar esta sua importância é o facto de proporcionar indicações úteis sobre as expectativas dos agentes económicos, podendo indiciar antecipadamente pontos de viragem, por exemplo.

Neste contexto, o INE promove vários inquéritos de opinião, nomeadamente o inquérito de conjuntura à indústria transformadora, à construção e obras públicas e ao comércio. Os resultados destes inquéritos são apresentados sob a forma de saldos de respostas extremas, que traduzem a diferença entre a percentagem de respostas positivas e a de respostas negativas.

Sempre que um novo inquérito é implementado, em resultado da introdução de uma nova questão no questionário, ou da inquirição de uma nova amostra, ou por outra razão, ocorre uma quebra. No entanto, desde que uma determinada questão se mantenha, ao longo do tempo, no questionário, é possível calcular uma série longa associada aos resultados dessa questão.

A metodologia utilizada para calcular séries longas consistentes para os indicadores qualitativos é bastante directa. Conforme anteriormente, dado que as verdadeiras séries longas são desconhecidas, as séries actuais continuam a ser utilizadas como referência para avaliar as semelhanças entre os vários segmentos das séries. Como tal, as séries relativas aos inquéritos actuais são mantidas inalteradas. Adicionalmente, para verificar se as séries novas e antigas têm um comportamento semelhante, são efectuados os testes do coeficiente de correlação, da diferença das médias e da igualdade das variâncias<sup>(12)</sup>.

(11) Aplicando o procedimento de harmonização (utilizado para os índices com base 1983=100 e 1976=100) aos índices com base 1991=100, somos conduzidos a resultados próximos daqueles que são divulgados pelo INE. Isto acontece porque o INE usa um nível de desagregação superior àquele que é utilizado neste trabalho.

Assim, dependendo dos resultados dos testes, uma de duas abordagens de retropolação pode ser seguida, para o cálculo das séries longas. Se ambas as séries (nova e antiga) tiverem um comportamento e um nível semelhantes, então a série antiga seria simplesmente justaposta à série nova, sem quaisquer alterações. Pelo contrário, se os testes revelarem que a série nova e a antiga não partilham a mesma média ou a mesma variância (ou ambas) então a série antiga é modificada antes de ser justaposta à série do inquérito actual. Esta modificação pretende tornar a média e a variância da série antiga iguais às da série mais recente (a referência), tendo em conta o período comum. Analiticamente,

$$x_t^h = \begin{cases} x_t, & t = i, \dots, T \\ \left( \frac{\tilde{x}_t - \bar{\tilde{x}}_t}{\tilde{\sigma}_t} \sigma_t \right) + \bar{x}, & t = 1, \dots, i-1 \end{cases}$$

onde  $x_t^h$  é o valor da série longa para o período  $t$  ( $t = 1, \dots, i, \dots, T$ ),  $x_t$  e  $\tilde{x}_t$  representam as séries do inquérito actual e do anterior, respectivamente,  $\bar{\tilde{x}}_t$  e  $\tilde{\sigma}_t$  identificam a média e a variância das séries dos inquéritos antigos e, finalmente,  $\bar{x}$  e  $\sigma_t$  são a média e a variância das séries do inquérito actual.

## 2.2.2 Resultados

Antecipando alguns resultados, em geral, para os três inquéritos considerados, parece existir evidência de uma correlação bastante significativa entre as séries novas e antigas. Contudo, um pequeno número de séries apresenta valores menos elevados para o coeficiente de correlação. Ainda assim, é feita uma tentativa de compilação de séries longas também para estas séries.

a) Inquérito de conjuntura à indústria transformadora:

Considerando o inquérito de conjuntura à indústria transformadora (ICIT), o INE desenvolve dois tipos de inquéritos: um inquérito mensal e um trimestral. A informação recolhida é organizada segundo uma desagregação por tipo de bens. De acordo com esta desagregação, existem cinco categorias principais: total, bens de consumo, bens intermédios, fabricação de veículos e outros bens de equipamento. No entanto, as categorias da fabricação de veículos e de outros bens de equipamento não são consideradas porque apenas são divulgadas no inquérito mais recente.

Relativamente ao inquérito mensal, as variáveis inquiridas relevantes para este artigo são: produção global, procura global, procura externa, produção prevista, stock de produtos acabados e preços de venda previstos<sup>(13)</sup>. No que se refere ao inquérito trimestral, este artigo cobre apenas uma variável - a capacidade produtiva na indústria transformadora.

Para todas as categorias consideradas, o teste do coeficiente de correlação mostra que as séries do inquérito actual e as dos inquéritos anteriores estão bastante correlacionadas. Relativamente aos testes da média e da variância, os resultados são variados. A variância aparenta ser bastante estável. Efectivamente, de acordo com os resultados dos testes, parece não haver necessidade de corrigir a variância de qualquer uma das séries consideradas. Contrastando com este cenário, a média de várias variáveis mudou com os questionários. A partir do Quadro 1 verifica-se que a média de cerca de 50% das séries (11 em 21 séries) parece precisar de ser corrigida.

Desta forma, aplicando a metodologia descrita na secção anterior, são compiladas séries longas mensais do ICIT desde Janeiro de 1987 e séries longas trimestrais desde o quarto trimestre de 1987 (ver Quadro 2).

(12) Para além do teste genérico da variância, foram realizados outros dois testes, comparando a variância da série nova e a da antiga na primeira e na segunda metade do período comum. *A priori*, poderia esperar-se uma maior variabilidade das séries relativas ao inquérito novo na primeira metade do período comum, devido à existência de uma transição na amostra. Se isto fosse verdade, então manter inalteradas as séries relativas ao inquérito novo poderia ser uma opção questionável. Contudo, para todos os inquéritos, os resultados dos testes não parecem apontar para a existência de diferenças estatisticamente significativas entre as variâncias de ambas as metades do período comum, corroborando a escolha de manter inalterado o segmento mais recente das séries na construção das séries longas.

(13) Ainda que a variável "Procura interna" também seja divulgada no *Boletim Estatístico*, não é possível compilar séries longas para esta variável porque a questão que lhe está associada só foi introduzida no inquérito mais recente.

b) Inquérito de conjuntura à construção e obras públicas:

No que diz respeito a este inquérito, são consideradas quatro variáveis - apreciação da actividade, carteira de encomendas, perspectivas de emprego e perspectivas de preços. Cada variável é avaliada em quatro sectores diferentes: total, habitação, edifícios não residenciais e obras públicas. Ao todo, são analisadas dezasseis séries.

De novo, são realizados os testes do coeficiente de correlação, da média e da variância. As conclusões que daí se retiram não estão longe do esperado. Em primeiro lugar e em geral, os resultados do teste do coeficiente de correlação apontam para a existência de evidência favorável à compilação de séries longas<sup>(14)</sup>. No caso deste inquérito, a juntar à correcção da média, também é necessário ajustar a variância de algumas das séries (ver Quadro 1).

Subsequentemente, é possível compilar séries longas relativas ao inquérito de conjuntura da construção e obras públicas (ICCOP) desde Fevereiro de 1991 até à data mais recente possível (ver Quadro 2).

c) Inquérito de conjuntura ao comércio:

Relativamente ao inquérito de conjuntura ao comércio (ICT), o INE promove dois tipos de inquéritos: o inquérito mensal e o trimestral. Em ambos os casos, existem questionários separados para o comércio por grosso e para o comércio a retalho. Em relação ao inquérito mensal, as variáveis inquiridas, que são divulgadas no *Boletim Estatístico*, são: vendas, existências, perspectivas de encomendas a fornecedores, preços de venda, actividade no mês e actividade nos próximos 6 meses. Considerando o inquérito trimestral, são analisadas duas variáveis - as perspectivas de volume e de preços de venda. Neste último caso, existe mais do que um inquérito anterior; mais concretamente,

existem dois inquéritos anteriores (de 1976:1 a 1989:4 e de 1988:4 a 1996:1).

Os testes habituais (coeficiente de correlação, média e variância) são realizados. Em geral, os resultados do teste da correlação mostram que as séries no período comum estão bastante correlacionadas. Existem casos excepcionais, em que os valores para o coeficiente de correlação são menos elevados do que o que seria desejável. Nestes casos, os utilizadores devem ser mais cuidadosos aquando da utilização das séries. No que diz respeito aos outros testes, a variância revela ser bastante estável. De facto, só é efectuado o ajustamento da variância uma única vez. As diferenças nas médias são consideravelmente mais frequentes (ver Quadro 1).

Levando em conta as limitações dos dados, são construídas séries longas mensais e trimestrais do ICT desde Janeiro de 1989 e desde o primeiro trimestre de 1976, respectivamente (ver Quadro 2).

### 3. CONCLUSÕES

O principal objectivo deste artigo é construir séries longas mensais para algumas séries económicas portuguesas. Mais concretamente, as séries consideradas são as do IPI, do IVNEI, do IVNCR, do IPC e diversas séries relativas aos inquéritos de opinião (indústria transformadora, construção e obras públicas e comércio). Os métodos que guiam a compilação das séries longas também são apresentados. Para tentar reduzir o mais possível a subjectividade intrínseca a este tipo de trabalho, recorre-se a metodologias de compilação simples. Desta forma, é feita uma tentativa para produzir uma base de dados coerente, que possa ser útil em análises futuras.

---

(14) De forma análoga ao que foi realizado para outras séries, é feita uma tentativa para apresentar séries longas também para as séries que apresentam valores para o coeficiente de correlação não tão elevados.

**BIBLIOGRAFIA**

- Castro, Gabriela e Esteves, Paulo (2004) Séries trimestrais para a economia portuguesa: 1977 - 2003, *Boletim Económico*, Junho, Banco de Portugal.
- Eurostat (2002) *Methodology of short-term business statistics: Interpretation and guidelines*, [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int).
- INE, Diversos Boletins Mensais
- INE (2003a) Estatísticas do Turismo, [www.ine.pt](http://www.ine.pt).
- INE (2003b) Índices de Preços no Consumidor Base 2002 - Nota Metodológica, [www.ine.pt](http://www.ine.pt).
- Mansfield, Edwin (1986) *Basic Statistics with Applications*, Norton.
- Pinheiro et al. (1997) *Séries Históricas Anuais para a Economia Portuguesa no período pós-Segunda Guerra Mundial*, Vol. II - notas metodológicas, Banco de Portugal.
- Pinheiro et al. (1999) *Séries Históricas Anuais para a Economia Portuguesa no período pós-Segunda Guerra Mundial*, Vol. I - séries estatísticas, versão revista e alargada a 1994 e 1995, Banco de Portugal.

**Anexo**  
**Quadro 1**  
**TESTES DO COEFICIENTE DE CORRELAÇÃO, MÉDIA E VARIÂNCIA - continua**

	Coeficiente de correlação	Estatísticas de teste	
		Média	Variância
<b>Índice de produção industrial</b>			
1970=100 vs. 1985=100			
Total .....	0,95*	-0.051	1.707
Indústria extractiva.....	0,43	0.144	0.965
Produção e distribuição de electricidade, gás e água .....	0,98*	0.031	0.797
Indústria transformadora .....	0,95*	-0.061	1.856
1985=100 vs. 1990=100			
Total .....	0,98*	-0.077	1.269
Indústria extractiva.....	0,84*	0.711	0.356
Produção e distribuição de electricidade, gás e água .....	0,92*	-0.026	1.093
Indústria transformadora .....	0,99*	-0.185	1.456
1990=100 vs. 1995=100			
Total .....	0,97*	-0.054	1.001
Indústria extractiva.....	0,57'	-0.158	1,805*
Produção e distribuição de electricidade, gás e água .....	0,80*	-0.243	0.988
Indústria transformadora .....	0,98*	0.067	0.758
Bens de consumo.....	0,96*	0.052	0.691
Bens intermédios.....	0,97*	-0.002	0.915
Bens de investimento .....	0,94*	0.193	0.686
1995=100 vs. 2000=100			
Total .....	0,99*	0.001	0.980
Indústria extractiva.....	0,87*	0.112	0.658
Produção e distribuição de electricidade, gás e água .....	0,85*	-0.009	1.244
Indústria transformadora .....	0,99*	0.003	0.956
Bens de consumo.....	0,98*	-0.046	1.284
Bens de consumo duradouro .....	0,99*	0.025	0.862
Bens de consumo não duradouro.....	0,97*	-0.052	1.362
Bens intermédios.....	0,99*	0.021	0.946
Bens de investimento .....	0,98*	0.053	0.662
Energia .....	0,79*	-0.024	1.331
<b>Índice de volume de negócios na indústria</b>			
1990=100 vs. 1995=100			
Total .....	0,99*	0.007	0.979
Indústria extractiva.....	0,97*	-0.157	1.252
Indústria transformadora .....	0,99*	0.001	0.989
Bens de consumo.....	0,98*	0.045	0.855
Bens de consumo duradouro .....	0,93*	-0.146	1.335
Bens de consumo não duradouro.....	0,97*	0.059	0.823
Bens intermédios.....	0,98*	-0.232	2,072*
Bens de investimento .....	0,99*	-0.019	1.070
1995=100 vs. 2000=100			
Total .....	0,99*	-0.068	1.427
Indústria extractiva.....	0,96*	0.072	0.863
Indústria transformadora .....	0,99*	-0.045	1.157
Bens de consumo.....	0,96*	0.023	1.488
Bens de consumo duradouro .....	0,98*	0.033	0.909
Bens de consumo não duradouro.....	0,93*	0.045	1.519
Bens intermédios.....	1,00*	-0.061	1.101
Bens de investimento .....	0,96*	0.005	0.735
Energia .....	0,77*	-0.205	2,528*
<b>Índice de volume de negócios no comércio a retalho</b>			
1990=100 vs. 1995=100			
Total .....	0,97*	-0.198	1.529
Produtos alimentares, bebidas e tabaco .....	0,92*	-0.200	1.607
Produtos farmacêuticos, médicos, cosméticos e de higiene.....	0,90*	-0.023	0.921
Têxteis, vestuário, calçado e artigos de couro .....	0,50'	-0.480	1,963*
Móveis, artigos de iluminação e outros artigos para o lar.....	0,93*	0.495	0.423

**Quadro 1**  
**TESTES DO COEFICIENTE DE CORRELAÇÃO, MÉDIA E VARIÂNCIA - continua**

	Coeficiente de correlação	Estatísticas de teste	
		Média	Variância
1995=100 vs. 2000=100			
Total .....	0,96*	-0.228	1.552
Produtos alimentares, bebidas e tabaco .....	0,89*	-0.117	1.234
Produtos não alimentares .....	0,95*	-0.236	1.427
Produtos alimentares, bebidas e tabaco em estabelecimentos não especializados .....	0,88*	-0.084	1.089
Produtos alimentares, bebidas e tabaco em estabelecimentos especializados .....	0,82*	-0.246	2,290*
Produtos não alimentares em estabelecimentos não especializados .....	0,86*	-0.866	3,200*
Produtos farmacêuticos, médicos, cosméticos e de higiene .....	0,83*	-0.103	1.211
Têxteis, vestuário, calçado e artigos de couro .....	0,94*	-0.251	1.131
Móveis, artigos de iluminação e outros artigos para o lar .....	0,96*	-0.224	1.498
Livros, jornais e artigos de papelaria e outros produtos .....	0,79*	-0.004	0.866
Comércio a retalho por correspondência .....	0.28	0.227	0.178
Dormidas			
Portugal .....	1,00*	-0.055	0.980
Estrangeiro .....	0,99*	-0.029	0.999
Europa .....	0,99*	-0.024	0.986
União Europeia .....	0,99*	-0.025	0.987
Alemanha .....	0,99*	-0.012	1.034
Espanha .....	1,00*	-0.027	0.990
França .....	1,00*	-0.017	0.929
Itália .....	1,00*	-0.032	1.034
Países Baixos .....	1,00*	-0.016	0.975
Reino Unido .....	0,99*	-0.029	0.978
América .....	1,00*	-0.038	1.026
Brasil .....	1,00*	-0.055	0.945
Canadá .....	1,00*	-0.017	0.978
Estados Unidos da América .....	1,00*	-0.030	0.986
África .....	1,00*	-0.111	0.984
Ásia e Oceânia .....	1,00*	-0.070	0.980
Japão .....	1,00*	-0.046	1.013
Inquérito de conjuntura à indústria transformadora - série mensais			
Total			
Produção actual .....	0,85*	-3,511*	1.070
Procura global .....	0,88*	-2,838*	0.387
Procura externa .....	0,90*	-1.397	0.739
Produção prevista .....	0,81*	-2,726*	1.229
Stocks de produtos acabados .....	0,86*	-0.237	0.914
Preços de venda previstos .....	0,94*	1.77	0.747
Bens de consumo			
Produção actual .....	0,46'	-5,543*	1.211
Procura global .....	0,42'	-5,603*	0.869
Procura externa .....	0,67'	-4,002*	0.724
Produção prevista .....	0.17	-3,512*	1.263
Stocks de produtos acabados .....	0,73*	3,524*	1.059
Preços de venda previstos .....	0,89*	0.742	1.121
Bens intermédios			
Produção actual .....	0,82*	-1.911	1.121
Procura global .....	0,96*	-1.925	0.730
Procura externa .....	0,87*	-1.808	0.724
Produção prevista .....	0,85*	-2,526*	1.607
Stocks de produtos acabados .....	0,89*	-0.733	1.376
Preços de venda previstos .....	0,92*	1.754	0.664
Inquérito de conjuntura à indústria transformadora - série trimestrais			
Capacidade produtiva na indústria transformadora			
Total .....	0,72'	-4,822*	2.187
Bens de consumo .....	0,59'	-7,332*	0.757
Bens intermédios .....	0,85*	-0.817	0.422

**Quadro 1**  
**TESTES DO COEFICIENTE DE CORRELAÇÃO, MÉDIA E VARIÂNCIA - continuação**

	Coeficiente de correlação	Estatísticas de teste	
		Média	Variância
<b>Inquérito de conjuntura à construção e obras públicas</b>			
Apreciação da actividade			
Total .....	0,29	-3,116*	2,017
Habituação .....	0,81*	-3,587*	3,931*
Edifícios não residenciais.....	0,53'	-5,433*	2,091
Obras públicas.....	0,08	-0,467	0,436
Carteira de encomendas			
Total .....	0,44	-6,166*	2,399
Habituação .....	0,65'	-7,469*	0,789
Edifícios não residenciais.....	0,66'	-6,068*	1,317
Obras públicas.....	0,80*	-1,032	2,667
Perspectivas de emprego			
Total .....	0,67'	-7,333*	4,582*
Habituação .....	-0,09	-10,57*	1,273
Edifícios não residenciais.....	0,41	-9,076*	1,762
Obras públicas.....	0,53'	-1,302	0,941
Perspectivas de preços			
Total .....	0,27	4,199*	7,578*
Habituação .....	-0,3	6,009*	3,389*
Edifícios não residenciais.....	0,75'	-0,698	1,508
Obras públicas.....	0,52'	4,085*	2,066
<b>Inquérito de conjuntura ao comércio - séries mensais</b>			
Vendas			
Grosso.....	0,73*	-2,043*	0,833
Retalho .....	0,76*	-5,044*	0,740
Existências			
Grosso.....	0,45'	-4,95*	1,123
Retalho .....	-0,09	-3,085*	1,197
Perspectivas de encomendas a fornecedores			
Grosso.....	0,46'	-2,46*	0,997
Retalho .....	0,44'	-8,869*	1,121
Preços de venda			
Grosso.....	0,84*	4,168*	0,420
Retalho .....	0,84*	4,212*	0,879
Actividade no mês			
Grosso.....	0,19	-4,791*	0,326
Retalho .....	-0,17	-14,554*	1,969
Actividade nos próximos 6 meses			
Grosso.....	0,22	-2,106*	0,570
Retalho .....	0,25	-8,330*	2,610**
<b>Inquérito de conjuntura ao comércio - séries trimestrais.....</b>			
Primeiro e segundo inquéritos			
Perspectivas de volume de vendas			
Grosso.....	0,94*	-1,021	0,210
Retalho .....	-0,11	-1,226	0,032
Perspectivas de preços de venda			
Grosso.....	0,89'	0,479	1,092
Retalho .....	0,91*	0,140	1,181
Segundo e terceiro (actual) inquéritos			
Perspectivas de volume de vendas			
Grosso.....	0,86*	-1,681	0,809
Retalho .....	0,57'	-2,914*	0,296
Perspectivas de preços de venda			
Grosso.....	0,89*	1,380	0,634
Retalho .....	0,88*	3,064*	1,238

## Notas:

\* - A hipótese nula é rejeitada para um nível de significância de 5%. No caso do ensaio de hipóteses relativo ao coeficiente de correlação, a hipótese nula é a de que este coeficiente é igual a 0,5 e sob a hipótese alternativa o coeficiente de correlação é superior a 0,5.

' - Rejeita-se a hipótese de que o coeficiente de correlação é igual a zero, com um nível de significância de 5%.

**Quadro 2**  
**DATA DA PRIMEIRA OBSERVAÇÃO DAS SÉRIES LONGAS - continua**

	Data da primeira observação
Índice de produção industrial	
Total .....	Janeiro 1968
Indústria extractiva .....	Janeiro 1968
Produção e distribuição de electricidade, gás e água .....	Janeiro 1968
Indústria transformadora .....	Janeiro 1968
Bens de consumo .....	Janeiro 1990
Bens de consumo duradouro .....	Janeiro 1995
Bens de consumo não duradouro .....	Janeiro 1995
Bens intermédios .....	Janeiro 1990
Bens de investimento .....	Janeiro 1990
Energia .....	Janeiro 1995
Índice de volume de negócios na indústria	
Total .....	Janeiro 1990
Indústria extractiva .....	Janeiro 1990
Indústria transformadora .....	Janeiro 1990
Bens de consumo .....	Janeiro 1990
Bens de consumo duradouro .....	Janeiro 1990
Bens de consumo não duradouro .....	Janeiro 1990
Bens intermédios .....	Janeiro 1990
Bens de investimento .....	Janeiro 1990
Energia .....	Janeiro 1995
Índice de volume de negócios no comércio a retalho	
Total .....	Janeiro 1991
Produtos alimentares, bebidas e tabaco .....	Janeiro 1991
Produtos não alimentares .....	Janeiro 1995
Produtos alimentares, bebidas e tabaco em estabelecimentos não especializados .....	Janeiro 1995
Produtos alimentares, bebidas e tabaco em estabelecimentos especializados .....	Janeiro 1995
Produtos não alimentares em estabelecimentos não especializados .....	Janeiro 1995
Produtos farmacêuticos, médicos, cosméticos e de higiene .....	Janeiro 1991
Têxteis, vestuário, calçado e artigos de couro .....	Janeiro 1991
Móveis, artigos de iluminação e outros artigos para o lar .....	Janeiro 1991
Livros, jornais e artigos de papelaria e outros produtos .....	Janeiro 1995
Comércio a retalho por correspondência .....	Janeiro 1995
Dormidas	
Portugal .....	Janeiro 1964
Estrangeiro .....	Janeiro 1964
Europa .....	Janeiro 1993
União Europeia .....	Janeiro 1975
Alemanha .....	Janeiro 1964
Espanha .....	Janeiro 1964
França .....	Janeiro 1964
Itália .....	Janeiro 1964
Países Baixos .....	Janeiro 1964
Reino Unido .....	Janeiro 1964
América .....	Janeiro 1975
Brasil .....	Janeiro 1964
Canadá .....	Janeiro 1964
Estados Unidos da América .....	Janeiro 1964
África .....	Janeiro 1975
Ásia e Oceânia .....	Janeiro 1983
Japão .....	Janeiro 1983

**Quadro 2**  
**DATA DA PRIMEIRA OBSERVAÇÃO DAS SÉRIES LONGAS - continua**

	Data da primeira observação
Índice de preços no consumidor	
Total .....	Janeiro 1977
Produtos alimentares e bebidas não alcoólicas .....	Janeiro 1977
Bebidas alcoólicas e tabaco .....	Janeiro 1993
Vestuário e calçado .....	Janeiro 1975
Habitação, água, electricidade, gás e outros combustíveis .....	Janeiro 1977
Acessórios para o lar, equipamento doméstico e manutenção corrente da habitação .....	Janeiro 1977
Saúde .....	Janeiro 1977
Transportes .....	Janeiro 1977
Comunicações .....	Janeiro 1977
Lazer, recreação e cultura .....	Janeiro 1977
Educação .....	Janeiro 1977
Restaurantes e hotéis .....	Janeiro 1977
Bens e serviços diversos .....	Janeiro 1977
Inquérito de conjuntura à indústria transformadora - série mensais	
Total	
Produção actual .....	Janeiro 1987
Procura global .....	Janeiro 1987
Procura externa .....	Janeiro 1987
Produção prevista .....	Janeiro 1987
Stocks de produtos acabados .....	Janeiro 1987
Preços de venda previstos .....	Janeiro 1987
Bens de consumo	
Produção actual .....	Janeiro 1987
Procura global .....	Janeiro 1987
Procura externa .....	Janeiro 1987
Produção prevista .....	Janeiro 1987
Stocks de produtos acabados .....	Janeiro 1987
Preços de venda previstos .....	Janeiro 1987
Bens intermédios	
Produção actual .....	Janeiro 1987
Procura global .....	Janeiro 1987
Procura externa .....	Janeiro 1987
Produção prevista .....	Janeiro 1987
Stocks de produtos acabados .....	Janeiro 1987
Preços de venda previstos .....	Janeiro 1987
Inquérito de conjuntura à indústria transformadora - série trimestrais	
Capacidade produtiva na indústria transformadora	
Total .....	1986Q1
Bens de consumo .....	1986Q1
Bens intermédios .....	1986Q1
Inquérito de conjuntura à construção e obras públicas	
Apreciação da actividade	
Total .....	Fevereiro 1991
Habitação .....	Fevereiro 1991
Edifícios não residenciais .....	Fevereiro 1991
Obras públicas .....	Fevereiro 1991
Carteira de encomendas	
Total .....	Fevereiro 1991
Habitação .....	Fevereiro 1991
Edifícios não residenciais .....	Fevereiro 1991
Obras públicas .....	Fevereiro 1991
Perspectivas de emprego	
Total .....	Fevereiro 1991
Habitação .....	Fevereiro 1991
Edifícios não residenciais .....	Fevereiro 1991
Obras públicas .....	Fevereiro 1991

**Quadro 2**  
**DATA DA PRIMEIRA OBSERVAÇÃO DAS SÉRIES LONGAS - continuação**

	Data da primeira observação
Perspectivas de preços	
Total .....	Fevereiro 1991
Habitação .....	Fevereiro 1991
Edifícios não residenciais .....	Fevereiro 1991
Obras públicas .....	Fevereiro 1991
Inquérito de conjuntura ao comércio - séries mensais	
Vendas	
Grosso .....	Janeiro 1989
Retalho .....	Janeiro 1989
Existências	
Grosso .....	Janeiro 1989
Retalho .....	Janeiro 1989
Perspectivas de encomendas a fornecedores	
Grosso .....	Janeiro 1989
Retalho .....	Janeiro 1989
Preços de venda	
Grosso .....	Janeiro 1989
Retalho .....	Janeiro 1989
Actividade no mês	
Grosso .....	Janeiro 1989
Retalho .....	Janeiro 1989
Actividade nos próximos 6 meses	
Grosso .....	Janeiro 1989
Retalho .....	Janeiro 1989
Inquérito de conjuntura ao comércio - séries trimestrais	
Perspectivas de volume de vendas	
Grosso .....	1982Q1
Retalho .....	1976Q1
Perspectivas de preços de venda	
Grosso .....	1976Q1
Retalho .....	1976Q1

## Cronologia das principais medidas financeiras

## Janeiro

- **7 de Janeiro (Dec.-Lei nº 13/2005, DR nº 5, 1ª Série A)**  
Procede à alteração do regime jurídico dos fundos de investimento imobiliário, aprovado pelo Dec.-Lei nº 60/2002, de 20-3.
- **17 de Janeiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 102/2004/DSB)**  
Fornece indicações sobre o modelo contabilístico a adoptar pelas instituições sujeitas à supervisão do Banco de Portugal que não se encontrem abrangidas pelo artº 4 do Regulamento nº 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19-07, bem como sobre a aplicação de um regime transitório durante o exercício que se inicia em 01-01-2005.
- **17 de Janeiro (Instrução do Banco de Portugal nº 23/2004)**  
Estabelece os procedimentos a observar no reporte de informação contabilística consolidada, elaborada de acordo com as Normas Internacionais de Contabilidade.
- **13 de Janeiro Regulamento da CMVM nº 1/2005, DR nº 31, 2ª Série**  
Altera diversos artigos, adita outros e republica, com as modificações introduzidas, o regulamento nº 8/2002, de 18-6, que estabelece o conjunto de normas que concretizam o regime jurídico dos fundos de investimento imobiliário.
- **24 de Janeiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 7/2005/DET)**  
O Banco de Portugal considera que as Instituições de Crédito deverão assegurar práticas de distribuição de notas através das ATM's que atendam à estrutura da circulação fiduciária do país, por forma a permitir uma melhor adequação da oferta à procura de numerário.

## Fevereiro

- **15 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal nº 1/2005)**  
Regulamenta o envolvimento e o “apoio implícito” em operações de titularização.
- **15 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal nº 2/2005)**  
Define os locais e condições através dos quais podem ser efectuados depósitos e levantamentos de moeda metálica corrente no Banco de Portugal. Revoga a Instrução nº 3/2003, publicada no BO nº 2, de 17-02-2003.
- **15 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal nº 4/2005)**  
Determina a aplicação de uma taxa reduzida para o cálculo da contribuição anual a entregar ao Fundo de Garantia de Depósitos relativamente aos depósitos constituídos nas sucursais financeiras exteriores das zonas francas da Madeira e da Ilha de Santa Maria. Revoga a Instrução nº 122/96, publicada no BNPB nº 5, de 15-10-1996.
- **17 de Fevereiro (Decreto-Lei n.º 35/2005, DR n.º 34, 1ª Série A)**  
Transpõe para a ordem jurídica interna a Directiva n.º 2003/51/CE, que altera as Directivas n.ºs 78/660/CEE, 83/349/CEE, 86/635/CEE e 91/674/CE, relativas às contas anuais e consolidadas de certas formas de sociedades.
- **21 de Fevereiro (Aviso do Banco de Portugal nº 1/2005, DR nº 41, 1ª Série B)**  
Determina que as instituições devem elaborar as demonstrações financeiras em base individual e em base consolidada de acordo com as Normas Internacionais de Contabilidade (NIC), tal como adoptadas, em cada momento, por regulamento da UE. Estabelece ainda um regime transitório, durante o ano de 2005, para as situações não sujeitas à exigência do Regulamento (CE) nº 1606/2002, de 19-07.
- **21 de Fevereiro (Aviso do Banco de Portugal nº 2/2005, DR nº 41, 1ª Série B)**  
Altera o Aviso nº 12/92 relativo ao enquadramento regulamentar dos fundos próprios e rácio de solvabilidade, na sequência da adopção das Normas Internacionais de Contabilidade (NIC).
- **21 de Fevereiro (Aviso do Banco de Portugal nº 3/2005, DR nº 41, 1ª Série B)**  
Redefine, na sequência da adopção das Normas Internacionais de Contabilidade (NIC), o regime de provisões a constituir pelas Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras.
- **21 de Fevereiro (Aviso do Banco de Portugal nº 4/2005, DR nº 41, 1ª Série B)**  
Altera, na sequência da adopção das Normas Internacionais de Contabilidade (NIC), o Aviso nº 12/2001, de 23-11, relativo à cobertura das responsabilidades com pensões de reforma e sobrevivência.

- **21 de Fevereiro (Aviso do Banco de Portugal n.º 5/2005, DR n.º 41, 1.ª Série B)** Altera, na sequência da adopção das Normas Internacionais de Contabilidade (NIC), o Aviso n.º 10/94, de 18-11, relativo à supervisão e ao controlo dos grandes riscos das instituições sujeitas à supervisão do Banco de Portugal.
- **21 de Fevereiro (Aviso do Banco de Portugal n.º 6/2005, DR n.º 41, 1.ª Série B)** Altera, tendo em conta a transposição da Directiva n.º 2003/51/CE, de 18-6, pelo Dec.-Lei n.º 35/2005, de 17-02, o Aviso n.º 8/94, de 15-11, no que toca ao perímetro de consolidação para efeitos de supervisão prudencial.
- **28 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal n.º 6/2005)** Regulamenta o Aviso n.º 1/2005, de 28-02, no que respeita a crédito vencido (enquadramento contabilístico).
- **28 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal n.º 7/2005)** Consagra disposições acerca da imparidade.
- **28 de Fevereiro (Carta-Circular do Banco de Portugal n.º 13/05/DSB)** Estabelece o regime contabilístico a aplicar durante 2005.

### Março

- **10 de Março (Declaração de Rectificação n.º 10/2005 Diário da República, I-Série B, n.º 49)** Rectificação do Aviso do Banco de Portugal n.º 4/2005, publicado no Diário da República, I-Série B, n.º 41, de 28 de Fevereiro.
- **17 de Março (Carta-Circular do Banco de Portugal n.º 9/2005/DET)** Divulga, na sequência da Decisão de 16-12-2004 do Conselho de Governadores do Banco Central Europeu, o quadro comum para a recirculação de notas de euro pelas Instituições de Crédito e outros profissionais que operam com numerário, no que toca à aferição da sua autenticidade e qualidade.
- **18 de Março (Instrução do Banco de Portugal n.º 9/2005, distribuída através da Carta Circular n.º 18/2005/DSB)** Reporte, ao Banco de Portugal, de informação contabilística preparada de acordo com as Normas Internacionais de Contabilidade (NIC) ou com as Normas de Contabilidade Ajustadas (NCA).
- **21 de Março (Carta-Circular do Banco de Portugal n.º 13/2005/DSB)** Proceda, na sequência do Aviso n.º 1/2005, de 28-2, e da Carta-Circular n.º 102/04/DSBDR, de 23-12, ao esclarecimento sobre os cenários possíveis de aplicação das regras contabilísticas, a observar no regime transitório para 2005, pelas instituições que têm de preparar demonstrações financeiras, em base consolidada e individual, ou apenas em base individual.
- **24 de Março (Carta-Circular do Banco de Portugal n.º 19/2005/DSB)** Presta novos esclarecimentos sobre a informação pré-contratual, no âmbito de pedidos de financiamento para aquisição de bens ou serviços.

### Abril

- **1 de Abril (Carta-Circular do Banco de Portugal n.º 20/2005/DSB)** Recomenda às instituições de crédito e sociedades financeiras que devem identificar os intervenientes e examinar com especial atenção as operações contratadas com diversas pessoas, singulares ou colectivas, residentes ou estabelecidas em determinados países ou territórios, no âmbito das medidas preventivas do branqueamento de capitais. Revoga a Carta-Circular n.º 101/2004/DSB, de 03-12-2004.
- **11 de Abril (Regulamento Ministério das Finanças - Instituto de Seguros de Portugal n.º 28/2005, DR n.º.70, 2.ª.Série)** Define, ao abrigo da alínea a) do n.º 1 do art.º 13 do DL n.º 35/2005, de 17-2, o âmbito subjectivo e o regime de aplicação das normas internacionais de contabilidade adoptadas nos termos do Regulamento (CE) n.º 1606/2002, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19-7, relativamente às empresas de seguros, sociedades gestoras de fundos de pensões e sociedades de mediação de seguros. A presente norma é aplicável a partir do exercício que se inicie em 2005.Cronologia de Maio 2005

- **14 de Abril (Regulamento da CMVM n.º 2/2005 DR n.º 96, 2ª Série)**  
Estabelece o regime a que obedece a contabilidade dos fundos de investimento imobiliário, cujo regime jurídico foi aprovado pelo DL n.º 60/2002, de 20-3, com as alterações introduzidas pelo DL n.º 13/2005, de 7-1.
- **29 de Abril (Regulamento da CMVM n.º 4/2005 DR 2ª Série)**  
Altera o regime legal aplicável às entidades gestoras de mercados, de sistemas centralizados de valores mobiliários, de sistemas de liquidação de valores mobiliários, e de serviços.
- **29 de Abril (Regulamento da CMVM n.º 5/2005 DR 2ª Série)**  
Altera a regulamentação relativa ao funcionamento dos mercados em geral e, em especial, dos mercados de bolsa, pondo fim à tradição de sujeitar as comissões cobradas pelas entidades gestoras de mercados a um procedimento de registo prévio junto da CMVM, substituindo-o por um regime de simples notificação prévia.

### Maio

- **5 de Maio (Resolução do Conselho de Ministros n.º 100/2005, DR n.º 103, 1ª Série B)**  
Adopta orientações e medidas com vista a garantir a existência de uma resposta adequada do sistema judicial ao fenómeno da litigância de massa e a protecção do utilizador ocasional do sistema de justiça.
- **16 de Maio (Instrução do Banco de Portugal n.º 13/2005, BNP n.º 5/2005)**  
Altera a Instrução n.º 9/2003 (mapas de provisões), na sequência da introdução das Normas Internacionais de Contabilidade (NIC) e das Normas de Contabilidade Ajustadas (NCA).
- **16 de Maio (Instrução do Banco de Portugal n.º 14/2005, BNP n.º 5/2005)**  
Altera a Instrução n.º 25/97 (informações periódicas de natureza prudencial), na sequência da introdução das Normas Internacionais de Contabilidade (NIC) e das Normas de Contabilidade Ajustadas (NCA).
- **16 de Maio (Instrução do Banco de Portugal n.º 15/2005, BNP n.º 5/2005)**  
Prestação de informação sobre o impacto em fundos próprios e em requisitos de fundos próprios, decorrentes da adopção das Normas Internacionais de Contabilidade (NIC) e das Normas de Contabilidade Ajustadas (NCA).

### Junho

- **1 de Junho (Carta-Circular do Banco de Portugal n.º 41/2005/DSB)**  
Transmite um conjunto de recomendações e princípios que as instituições de crédito e entidades equiparadas deverão ter em conta no âmbito da sua actividade internacional, designadamente ao nível da sua organização e definição do sistema de controlo interno.
- **6 de Junho (Aviso do Banco de Portugal n.º 7/2005 DR n.º 108 1ª Série B)**  
Altera, tendo em consideração a evolução verificada nos respectivos recursos financeiros, a taxa contributiva de base para a determinação das contribuições anuais para o Fundo de Garantia de Depósitos. Aviso Banco de Portugal n.º 8/2005 DR N.º 108 1ª Série B. Procede à alteração das regras relativas à adequação dos fundos próprios das empresas de investimento e das instituições de crédito constante do aviso n.º 7/96, de 24-12: (a) sujeita à sua disciplina as sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliário quando autorizadas a exercer cumulativamente a actividade de gestão discricionária e individualizada de carteiras de valores mobiliários pertencentes a clientes; (b) estabelece requisitos mínimos de fundos próprios para cobertura de riscos de mercadorias; (c) altera os requisitos mínimos de fundos próprios para cobertura de riscos de liquidação e de contraparte; e (d) permite, sujeita a autorização prévia do Banco de Portugal, a utilização de modelos internos para a determinação de requisitos mínimos de fundos próprios para cobertura dos riscos de posição em instrumentos financeiros da carteira de negociação, dos riscos cambiais e dos riscos de mercadorias.
- **15 de Junho (Instrução do Banco de Portugal n.º 18/2005, BNP n.º 6/2005)**  
Estabelece o reporte ao Banco de Portugal das demonstrações financeiras e notas às contas das instituições que adoptem as normas internacionais de contabilidade (NIC) ou as normas de contabilidade ajustadas (NCA).
- **15 de Junho (Instrução do Banco de Portugal n.º 19/2005, BNP n.º 6/2005)**  
Estabelece normas sobre o acompanhamento prudencial do risco de taxa de juro.

- **15 de Junho (Instrução do Banco de Portugal n.º 20/2005, BNPB n.º 6/2005)**

Altera a Instrução n.º 72/96, relativa ao sistema de controlo interno, nos domínios do risco de “compliance”, da prevenção de operações relacionadas com o branqueamento de capitais e da auditoria interna.
- **24 de Junho (Aviso do Banco de Portugal n.º 9/2005, DR n.º 120 1ª Série B)**

Altera, tendo em conta a aplicação das normas internacionais de contabilidade, o Aviso n.º 6/2003, de 15-1, relativo à publicação das contas pelas instituições sujeitas à supervisão do Banco de Portugal. O presente aviso entra em vigor na data da sua publicação, sendo aplicável à publicação do balanço trimestral relativo a 31-3-2005, a menos que já tenha sido solicitada a sua publicação em formato diferente..
- **24 de Junho (Aviso Banco de Portugal n.º 10/2005, DR n.º 120 1ª Série B)**

Introduz alterações ao regime jurídico das cobranças por débito em conta constante dos Avisos n.ºs 1/2002, de 13-3, relativamente ao sistema de débitos directos, e 10/2003, de 17-9, referente às demais cobranças por débito em conta. Salvaguardada a excepção nele prevista, o presente aviso entra em vigor no dia 1-10-2005.
- **27 de Junho (Portaria do Ministério das Finanças n.º 556/2005 DR n.º.121 1ª Série B)**

Aprova, ao abrigo do art.º 5 do DL n.º 232/96, de 5-12 e para efeitos da Directiva n.º 93/22/CEE, do Conselho, de 10-5, a lista de mercados regulamentados.
- **28 de Junho (Parecer Comité Económico e Social Europeu, JOUE n.º 157 SÉRIE C)**

Emite parecer sobre a “Proposta de directiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa à revisão legal das contas individuais e consolidadas e que altera as Directivas 78/660/CEE e 83/349/CEE do Conselho” (COM (2004) 177 final - 2004/0065 (COD)).

### Julho

- **7 de Julho (Regulamento n.º 1073/2005/CE da Comissão, JOUE n.º 175, Série L)**

Altera o Regulamento (CE) n.º 1725/2003 da Comissão, de 21-9, que adoptou certas normas internacionais de contabilidade, nos termos do Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, relativamente à IFRIC 2.
- **13 de Julho (Regulamento n.º 3/2005 Ministério das Finanças.CMVM, DR n.º.133 2ª Série)**

Procede à adaptação da regulamentação dos mercados regulamentados a contado, do mercado especial de operações por grosso e do novo mercado, bem como as regras relativas à prestação de serviços integrados de registo, compensação e liquidação e respectivas taxas, na sequência da reestruturação que conduziu à adopção de apenas um mercado regulamentado, também mercado de cotações oficiais, o *Eurolist by Euronext*, e a consequente extinção do segundo mercado.
- **13 de Julho (Aviso Banco de Portugal n.º 11/2005, DR n.º 139 1ª Série B)**

Regula as condições gerais de abertura de contas de depósito bancário nas instituições de crédito com sede ou sucursal em território nacional. O presente aviso entra em vigor 90 dias após a sua publicação.
- **15 de Julho (Instrução do Banco de Portugal n.º 22/2005, Boletim Oficial n.º 7/2005)**

Determina os procedimentos a tomar no processo de reconhecimento e acompanhamento de modelos internos que as instituições pretendam utilizar na determinação de requisitos de fundos próprios para cobertura dos riscos de mercado.
- **15 de Julho (Instrução do Banco de Portugal n.º 26/2005, Boletim Oficial n.º 7/2005)**

Estabelece mecanismos preventivos da utilização do sistema financeiro português para efeitos de branqueamento de capitais. Revoga a Instrução n.º 8/2002.
- **19 de Julho (Portaria n.º 597/2005 Ministério das Finanças e da Administração Pública e da Justiça, DR n.º.137 1ª Série B)**

Estabelece os critérios de fixação da taxa supletiva de juros moratórios relativamente a créditos de que sejam titulares empresas comerciais, singulares ou colectivas, nos termos do n.º 3 do art.º 102 do Código Comercial. O valor da referida taxa será divulgado por aviso da Direcção-Geral do Tesouro, até 15 de Janeiro e 15 de Julho de cada ano. A presente portaria reporta os seus efeitos a 1-10-2004. As referências feitas nos avisos entretanto publicados à Portaria n.º 1105/2004 (2 Série) de 16-10, entendem-se como efectuadas à presente portaria. Taxa actual: 9,05% (cfr. Aviso n.º 6923/2005 (2 Série) de 19-7, in DR, 2 Série, n.º 141, de 25-7-2005).

### Agosto

- **11 de Agosto (Regulamento dos Ministério das Finanças e da Administração Pública. Instituto de Seguros de Portugal nº 56/2005, DR nº 120 2ª Série)**  
Emite norma regulamentar no que concerne à prevenção do branqueamento de capitais, e concomitantemente, revoga a norma regulamentar nº 16/2002-R, de 7 de Junho.
- **12 de Agosto (Portaria do Ministério das Finanças e da Administração Pública nº.651/2005, DR Nº 155 1ª Série B)**  
Aprova, ao abrigo do disposto no art 5, nº 1, da Lei nº 39-A/2005, de 29-7, o modelo declarativo para regularização tributária de elementos patrimoniais colocados no exterior (declaração de regularização tributária) e as respectivas instruções de preenchimento, publicados em anexo à presente portaria.
- **12 de Agosto (Carta-Circular do Banco de Portugal. nº 17/05/DET)**  
Consagra, no âmbito da aprovação do Regime Excepcional de Regularização Tributária de elementos patrimoniais colocados no exterior (RERT), disposições de implementação dos procedimentos entre o Banco de Portugal e as instituições de crédito aquando da recepção da Declaração de Regularização Tributária (DRT) e o correspondente pagamento.
- **25 de Agosto (Portaria Ministério das Finanças e da Administração Pública nº 712/2005, DR Nº 163 1ª Série B)**  
Altera os nºs 1, 2 e 3 da Portaria nº 913-I/2003, de 30-8, que estabeleceu o novo sistema de taxas de supervisão do mercado de valores mobiliários. A presente portaria entra em vigor no dia 1 de Setembro de 2005.
- **26 de Agosto (Carta-Circular do Banco de Portugal n.º 100/2005/DSB)**  
Divulga um conjunto de princípios, entendidos como “boas práticas”, que deverão ser adoptados pelas instituições em situações de contingência, quer de natureza operacional, quer de carácter financeiro.
- **26 de Agosto (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 100/05/DSB)**  
Procede à divulgação de um conjunto de Princípios sobre o Planeamento de Contingências nas instituições de crédito e sociedades financeiras, por forma a garantir a existência de um conjunto de procedimentos que permitam assegurar a continuidade da actividade das instituições em situações de crise.
- **29 de Agosto (Lei nº 48/2005, DR nº 165 1ª Série A)**  
Dá nova redacção aos artºs 2, 8, 11 e 11-A do Decreto-Lei nº 454/91, de 28-12, que aprovou o regime jurídico do cheque sem provisão. A presente lei entra em vigor 30 dias após a sua publicação.

### Setembro

- **14 Setembro (Regulamento dos Ministério das Finanças e da Administração Pública. Comissão do Mercado de Valores Mobiliários nº 7/2005, DR Nº 177 2ª Série)**  
Altera o regulamento nº 12/2000, que estabelece o regime a que ficam sujeitas as actividades de intermediação financeira. O presente regulamento entra em vigor em 1-1-2006.
- **15 Setembro (Regulamento do Ministério das Finanças e da Administração Pública. Comissão do Mercado de Valores Mobiliários nº 6/2005, DR Nº 178 2ª Série)**  
Altera o regulamento nº 5/2004 que procede à actualização do regime regulamentar dos *warrants* autónomos, na sequência das modificações introduzidas no respectivo regime pelo DL nº 70/2004, de 25-3, que alterou o DL nº 172/99, de 20-5.
- **15 Setembro (Decreto-Lei do Ministério da Economia e da Inovação nº 156/2005, DR Nº 178 1ª Série A)**  
Estabelece a obrigatoriedade de disponibilização do livro de reclamações a todos os fornecedores de bens ou prestadores de serviços que tenham contacto com o público em geral, reforçando os procedimentos de defesa dos direitos dos consumidores e utentes. O regime aqui previsto não se aplica aos serviços e organismos da Administração Pública a que se refere o artº 38 do DL nº 135/99, de 22-4. O presente diploma entra em vigor em 1-1-2006.
- **21 Setembro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 35/2005/DPG)**  
Recomenda, na sequência da entrada em vigor da Lei nº 48/2005, de 29-8, que as instituições de crédito tomadoras indiquem a data em que foi verificado o motivo de devolução concretamente apurado pelas instituições de crédito sacadas.

- **21 de Setembro (Aviso do Banco de Portugal de 29 Julho de 2005, DR Nº 182 3ª Série parte A)**

Torna público que se encontram disponíveis para consulta, nas instalações do Banco de Portugal, durante 30 dias, as contas finais apresentadas pela comissão liquidatária da Caixa de Crédito Agrícola Mútuo do Concelho da Feira, C.R.L. - em liquidação.
- **21 de Setembro (Regulamento do Ministério das Finanças e da Administração Pública. Comissão do Mercado de Valores Mobiliários nº 8/2005, DR Nº 182 2ª Série)**

Altera o regulamento nº 7/2004, de 23-12, relativo à comercialização de organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM) estrangeiros que não disponham de prospecto simplificado, por forma a dar acolhimento à recomendação emitida pelo Comité Europeu de Reguladores de Valores Mobiliários (CESR) para que os Estados membros da União Europeia, posteriormente a 30-9-2005, apenas aceitem a comercialização no seu território de OICVM provenientes de outro Estado membro caso possuam já o respectivo prospecto simplificado, elaborado nos termos da Directiva nº 2001/107/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21-1-2002. Rectificado pela Rectificação nº 1644/2005, de 21-9, in DR, 2 Série, nº 189, de 30-9-2005.
- **22 de Setembro (Instrução do Banco de Portugal n.º 27/2005, BNPB nº. 10/2005)**

Fixa em 0,03% a taxa contributiva de base para determinação das contribuições anuais para o Fundo de Garantia de Depósitos no ano de 2006. Revoga a Instrução n.º 21/2005 e foi distribuída com a Carta Circular n.º 106/2005/DSB, de 22.09.
- **22 de Setembro (Instrução do banco de Portugal n.º 28/2005, BNPB nº. 10/2005)**

Fixa o limite do compromisso irrevogável de pagamento a aplicar nas contribuições do ano de 2006 para o Fundo de Garantia de Depósitos (foi distribuída com a Carta Circular n.º 106/2005/DSB, de 22.09).
- **22 de Setembro (Parecer do Comité Económico e Social Europeu de 9 Mar 2005 (2005/C 234/02), JOUE Nº 234 Série C)**

Emite Parecer sobre as “Propostas de directivas do Parlamento Europeu e do Conselho que reformulam a Directiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20-3-2000, relativa ao acesso à actividade das instituições de crédito e ao seu exercício, e a Directiva 93/6/CEE do Conselho, de 15-3-1993, relativa à adequação dos fundos próprios das empresas de investimento e das instituições de crédito” (COM (2004) 486 final - 2004/0155 e 2004/0159 (COD)).
- **22 Set 2005 (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 105)**

Esclarece que a Carta-Circular nº 8/98/DSB, de 25-2, a qual estabelece a dedução a fundos próprios, na parte ainda não afecta a resultados, de diversos custos equiparáveis a activos incorpóreos, não é aplicável às instituições que elaborem as suas contas de acordo com as NIC ou as NCA, nos termos do aviso nº 1/2005.
- **23 de Setembro (Despacho do Ministério das Finanças e da Administração Pública. Comissão de Normalização Contabilística, nº 20289/2005, DR Nº 184 2ª Série)**

Determina, na sequência da aprovação do Regulamento nº 1606/2002, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19-7, e com a entrada em vigor do Regulamento nº 1725/2003, da Comissão, de 21-9, pelos quais passaram a ser adoptadas na União Europeia as normas internacionais de contabilidade, as regras a que se deve subordinar a adopção dos princípios contabilísticos geralmente aceites no normativo contabilístico nacional. A presente directriz substitui a directriz contabilística nº 18 “Objectivos das demonstrações financeiras e princípios contabilísticos geralmente aceites”, emitida em 18-12-96.
- **28 de Setembro (Relatório e contas da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários de 2004, DR Nº 187 3ª Série Parte A, Supl.2)**

Publica o relatório da actividade desenvolvida pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários durante o ano de 2004.
- **28 de Setembro (Regulamento do Ministério das Finanças e da Administração Pública. Comissão do Mercado de Valores Mobiliários nº 9/2005, DR nº 187 2ª Série)**

Procede à alteração do regulamento nº 15/2003, que regulamenta o regime jurídico dos organismos de investimento colectivo (OIC), aprovado pelo DL nº 252/2003, de 17-10.

### Outubro

- 25 Out 2005 (*Regulamento da Comissão das Comunidades Europeias N<sup>o</sup> 1751/2005, Jornal Oficial da União Europeia. Série L 2005*)
- 27 de Outubro (*Parecer do Comité Económico e Social Europeu (2005/C 267/05), JOUE n<sup>o</sup> 267, Série C*)

Altera o Regulamento (CE) n<sup>o</sup> 1725/2003 da Comissão, de 21-9, que adopta certas normas internacionais de contabilidade, nos termos do Regulamento (CE) n<sup>o</sup> 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, no que diz respeito à IFRS 1, à IAS 39 e à SIC 12. O presente regulamento entra em vigor no terceiro dia seguinte ao da sua publicação no JOUE. Aplicar-se-á aos exercícios financeiros das sociedades com início em 1-1-2005 ou numa data posterior.

Emite Parecer sobre a “Proposta de Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa à prevenção da utilização do sistema financeiro para efeitos de branqueamento de capitais, incluindo o financiamento do terrorismo (COM (2004) 448 final).

### Novembro

- 3 de Novembro (*Instrução do Ministério das Finanças e da Administração Pública. Comissão de Normalização Contabilística n<sup>o</sup> 3/2005 (2<sup>a</sup> Série) de 17 Out. 2005, DR n<sup>o</sup> 211, 2<sup>a</sup> Série*)
- 7 de Novembro (*Decreto-Lei n<sup>o</sup> 192/2005, Ministério das Finanças e da Administração Pública, DR n<sup>o</sup> 213, 1<sup>a</sup> Série A*)
- 7 de Novembro (*Decreto-Lei n<sup>o</sup> 193/2005, Ministério das Finanças e da Administração Pública, DR n<sup>o</sup> 213, 1<sup>a</sup> Série A*)
- 15 Nov 2005 (*Instrução do Banco de Portugal n<sup>o</sup> 30/2005, Boletim Oficial n<sup>o</sup> 11/2005*)
- 18 de Novembro (*Regulamento do Ministério das Finanças e da Administração Pública e Comissão do Mercado de Valores Mobiliários n<sup>o</sup> 10/2005, DR n<sup>o</sup> 222, 2<sup>a</sup> Série*)

Procede à interpretação técnica das disposições relativas à apresentação, nas demonstrações financeiras, das quantias relativas ao exercício anterior, tendo em conta as alterações introduzidas no POC pelo DL n<sup>o</sup> 35/2005, de 17-2.

Altera os códigos do IRS e do IRC, bem como o Estatuto dos Benefícios Fiscais, com o objectivo de prevenir práticas de evasão fiscal em matéria de tributação dos lucros distribuídos. O presente diploma entra em vigor no dia 1-1-2006.

Aprova o Regime Especial de Tributação dos Rendimentos de Valores Mobiliários Representativos de Dívida, o qual entra em vigor em 1-1-2006.

Estabelece que as instituições que adoptem as NIC e as NCA, devem fornecer ao Banco de Portugal elementos de informação suplementares.

Procede à alteração dos regulamentos da CMVM n<sup>os</sup> 7/2001 e 4/2004, relativos ao governo das sociedades e a deveres de informação, por forma a reforçar o sistema de fiscalização, ampliar a transparência e a adaptar a informação intercalar ao referencial IAS/IFRS. Rectificado nos termos da Rectificação n<sup>o</sup> 1946/2005, de 21-11, in DR, 2<sup>a</sup> Série, n<sup>o</sup> 228, de 28-11-2005.

Working papers

## WORKING PAPERS

### 1998

- 1/98 A COMPARATIVE STUDY OF THE PORTUGUESE AND SPANISH LABOUR MARKETS  
— *Olympia Bover, Pilar Garcia-Perea, Pedro Portugal*
- 2/98 EARNING FUNCTIONS IN PORTUGAL 1982-1994: EVIDENCE FROM QUANTILE REGRESSIONS  
— *José A. F. Machado, José Mata*
- 3/98 WHAT HIDES BEHIND AN UNEMPLOYMENT RATE: COMPARING PORTUGUESE AND US UNEMPLOYMENT  
— *Olivier Blanchard, Pedro Portugal*
- 4/98 UNEMPLOYMENT INSURANCE AND JOBLESSNESS IN PORTUGAL  
— *Pedro Portugal, John T. Addison*
- 5/98 EMU, EXCHANGE RATE VOLATILITY AND BID-ASK SPREADS  
— *Nuno Cassola, Carlos Santos*
- 6/98 CONSUMER EXPENDITURE AND COINTEGRATION  
— *Carlos Robalo Marques, Pedro Duarte Neves*
- 7/98 ON THE TIME-VARYING EFFECTS OF UNEMPLOYMENT INSURANCE ON JOBLESSNESS  
— *John T. Addison, Pedro Portugal*
- 8/98 JOB SEARCH METHODS AND OUTCOMES  
— *John T. Addison, Pedro Portugal*

### 1999

- 1/99 PRICE STABILITY AND INTERMEDIATE TARGETS FOR MONETARY POLICY  
— *Vitor Gaspar, Ildeberta Abreu*
- 2/99 THE OPTIMAL MIX OF TAXES ON MONEY, CONSUMPTION AND INCOME  
— *Fiorella De Fiore, Pedro Teles*
- 3/99 OPTIMAL EXECUTIVE COMPENSATION: BONUS, GOLDEN PARACHUTES, STOCK OWNERSHIP AND STOCK OPTIONS  
— *Chongwoo Choe*
- 4/99 SIMULATED LIKELIHOOD ESTIMATION OF NON-LINEAR DIFFUSION PROCESSES THROUGH NON-PARAMETRIC PROCEDURE WITH AN APPLICATION TO THE PORTUGUESE INTEREST RATE  
— *João Nicolau*
- 5/99 IBERIAN FINANCIAL INTEGRATION  
— *Bernardino Adão*
- 6/99 CLOSURE AND DIVESTITURE BY FOREIGN ENTRANTS: THE IMPACT OF ENTRY AND POST-ENTRY STRATEGIES  
— *José Mata, Pedro Portugal*

### 2000

- 1/00 UNEMPLOYMENT DURATION: COMPETING AND DEFECTIVE RISKS  
— *John T. Addison, Pedro Portugal*
- 2/00 THE ESTIMATION OF RISK PREMIUM IMPLICIT IN OIL PRICES  
— *Jorge Barros Luís*
- 3/00 EVALUATING CORE INFLATION INDICATORS  
— *Carlos Robalo Marques, Pedro Duarte Neves, Luís Morais Sarmiento*

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

**2001**

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

**2002**

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

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

## 2003

- 1/03 FOUNDING CONDITIONS AND THE SURVIVAL OF NEW FIRMS  
— *P.A. Geroski, José Mata, Pedro Portugal*
- 2/03 THE TIMING AND PROBABILITY OF FDI:  
An Application to the United States Multinational Enterprises  
— *José Brandão de Brito, Felipa de Mello Sampayo*
- 3/03 OPTIMAL FISCAL AND MONETARY POLICY: EQUIVALENCE RESULTS  
— *Isabel Correia, Juan Pablo Nicolini, Pedro Teles*
- 4/03 FORECASTING EURO AREA AGGREGATES WITH BAYESIAN VAR AND VECM MODELS  
— *Ricardo Mourinho Félix, Luís C. Nunes*
- 5/03 CONTAGIOUS CURRENCY CRISES: A SPATIAL PROBIT APPROACH  
— *Álvaro Novo*
- 6/03 THE DISTRIBUTION OF LIQUIDITY IN A MONETARY UNION WITH DIFFERENT PORTFOLIO RIGIDITIES  
— *Nuno Alves*
- 7/03 COINCIDENT AND LEADING INDICATORS FOR THE EURO AREA: A FREQUENCY BAND APPROACH  
— *António Rua, Luís C. Nunes*
- 8/03 WHY DO FIRMS USE FIXED-TERM CONTRACTS?  
— *José Varejão, Pedro Portugal*
- 9/03 NONLINEARITIES OVER THE BUSINESS CYCLE: AN APPLICATION OF THE SMOOTH TRANSITION AUTOREGRESSIVE MODEL TO CHARACTERIZE GDP DYNAMICS FOR THE EURO-AREA AND PORTUGAL  
— *Francisco Craveiro Dias*
- 10/03 WAGES AND THE RISK OF DISPLACEMENT  
— *Anabela Carneiro, Pedro Portugal*
- 11/03 SIX WAYS TO LEAVE UNEMPLOYMENT  
— *Pedro Portugal, John T. Addison*
- 12/03 EMPLOYMENT DYNAMICS AND THE STRUCTURE OF LABOR ADJUSTMENT COSTS  
— *José Varejão, Pedro Portugal*

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

2004

- 1/04 HOW DOES THE UNEMPLOYMENT INSURANCE SYSTEM SHAPE THE TIME PROFILE OF JOBLESS  
DURATION?  
— *John T. Addison, Pedro Portugal*
- 2/04 REAL EXCHANGE RATE AND HUMAN CAPITAL IN THE EMPIRICS OF ECONOMIC GROWTH  
— *Delfim Gomes Neto*
- 3/04 ON THE USE OF THE FIRST PRINCIPAL COMPONENT AS A CORE INFLATION INDICATOR  
— *José Ramos Maria*
- 4/04 OIL PRICES ASSUMPTIONS IN MACROECONOMIC FORECASTS: SHOULD WE FOLLOW FUTURES  
MARKET EXPECTATIONS?  
— *Carlos Coimbra, Paulo Soares Esteves*
- 5/04 STYLISED FEATURES OF PRICE SETTING BEHAVIOUR IN PORTUGAL: 1992-2001  
— *Mónica Dias, Daniel Dias, Pedro D. Neves*
- 6/04 A FLEXIBLE VIEW ON PRICES  
— *Nuno Alves*
- 7/04 ON THE FISHER-KONIECZNY INDEX OF PRICE CHANGES SYNCHRONIZATION  
— *D.A. Dias, C. Robalo Marques, P.D. Neves, J.M.C. Santos Silva*
- 8/04 INFLATION PERSISTENCE: FACTS OR ARTEFACTS?  
— *Carlos Robalo Marques*
- 9/04 WORKERS' FLOWS AND REAL WAGE CYCLICALITY  
— *Anabela Carneiro, Pedro Portugal*
- 10/04 MATCHING WORKERS TO JOBS IN THE FAST LANE: THE OPERATION OF FIXED-TERM  
CONTRACTS  
— *José Varejão, Pedro Portugal*
- 11/04 THE LOCATIONAL DETERMINANTS OF THE U.S. MULTINATIONALS ACTIVITIES  
— *José Brandão de Brito, Felipa Mello Sampayo*
- 12/04 KEY ELASTICITIES IN JOB SEARCH THEORY: INTERNATIONAL EVIDENCE  
— *John T. Addison, Mário Centeno, Pedro Portugal*

- 13/04 RESERVATION WAGES, SEARCH DURATION AND ACCEPTED WAGES IN EUROPE  
— *John T. Addison, Mário Centeno, Pedro Portugal*
- 14/04 THE MONETARY TRANSMISSION IN THE US AND THE EURO AREA:  
COMMON FEATURES AND COMMON FRICTIONS  
— *Nuno Alves*
- 15/04 NOMINAL WAGE INERTIA IN GENERAL EQUILIBRIUM MODELS  
— *Nuno Alves*
- 16/04 MONETARY POLICY IN A CURRENCY UNION WITH NATIONAL PRICE ASYMMETRIES  
— *Sandra Gomes*
- 17/04 NEOCLASSICAL INVESTMENT WITH MORAL HAZARD  
— *João Ejarque*
- 18/04 MONETARY POLICY WITH STATE CONTINGENT INTEREST RATES  
— *Bernardino Adão, Isabel Correia, Pedro Teles*
- 19/04 MONETARY POLICY WITH SINGLE INSTRUMENT FEEDBACK RULES  
— *Bernardino Adão, Isabel Correia, Pedro Teles*
- 20/04 ACCOUNTING FOR THE HIDDEN ECONOMY:  
BARRIERS TO ILLEGALITY AND LEGAL FAILURES  
— *António R. Antunes, Tiago V. Cavalcanti*

## 2005

- 1/05 SEAM: A SMALL-SCALE EURO AREA MODEL WITH FORWARD-LOOKING ELEMENTS  
— *José Brandão de Brito, Rita Duarte*
- 2/05 FORECASTING INFLATION THROUGH A BOTTOM-UP APPROACH:  
THE PORTUGUESE CASE  
— *Cláudia Duarte, António Rua*
- 3/05 USING MEAN REVERSION AS A MEASURE OF PERSISTENCE  
— *Daniel Dias, Carlos Robalo Marques*
- 4/05 HOUSEHOLD WEALTH IN PORTUGAL: 1980-2004  
— *Fátima Cardoso, Vanda Geraldes da Cunha*
- 5/05 ANALYSIS OF DELINQUENT FIRMS USING MULTI-STATE TRANSITIONS  
— *António Antunes*
- 6/05 PRICE SETTING IN THE AREA: SOME STYLIZED FACTS FROM INDIVIDUAL CONSUMER PRICE  
DATA  
— *Emmanuel Dhyne, Luis J. Álvarez, Hervé Le Bihan, Giovanni Veronese, Daniel Dias, Johannes Hoffmann, Nicole Jonker, Patrick Lünnemann, Fabio Rumler, Jouko Vilmunen*
- 7/05 INTERMEDIATION COSTS, INVESTOR PROTECTION AND ECONOMIC DEVELOPMENT  
— *António Antunes, Tiago Cavalcanti, Anne Villamil*
- 8/05 TIME OR STATE DEPENDENT PRICE SETTING RULES? EVIDENCE FROM PORTUGUESE MICRO  
DATA  
— *Daniel Dias, Carlos Robalo Marques, João Santos Silva*
- 9/05 BUSINESS CYCLE AT A SECTORAL LEVEL: THE PORTUGUESE CASE  
— *Hugo Reis*
- 10/05 THE PRICING BEHAVIOUR OF FIRMS IN THE EURO AREA: NEW SURVEY EVIDENCE  
— *S. Fabiani, M. Druant, I. Hernando, C. Kwapil, B. Landau, C. Loupias, F. Martins, T. Mathä, R. Sabbatini, H. Stahl, A. Stokman*
- 11/05 CONSUMPTION TAXES AND REDISTRIBUTION  
— *Isabel Correia*

- 12/05** UNIQUE EQUILIBRIUM WITH SINGLE MONETARY INSTRUMENT RULES  
— *Bernardino Adão, Isabel Correia, Pedro Teles*
- 13/05** A MACROECONOMIC STRUCTURAL MODEL FOR THE PORTUGUESE ECONOMY  
— *Ricardo Mourinho Félix*
- 14/05** THE EFFECTS OF A GOVERNMENT EXPENDITURES SHOCK  
— *Bernardino Adão, José Brandão de Brito*
- 15/05** MARKET INTEGRATION IN THE GOLDEN PERIPHERY THE LISBON/LONDON EXCHANGE,  
1854-1891  
— *Rui Pedro Esteves, Jaime Reis, Fabiano Ferramosca*