

A ECONOMIA PORTUGUESA NO PRIMEIRO SEMESTRE DE 2000

1. INTRODUÇÃO

A evolução da economia portuguesa apresentou-se, no primeiro semestre de 2000, em linha com as previsões divulgadas no *Boletim Económico* de Março, que apontavam para um crescimento do Produto Interno Bruto (PIB), no conjunto do ano, entre 2 ¾ a 3 ¼ por cento (quadro 1.1).

De acordo com a informação disponível, no primeiro semestre de 2000 a taxa de variação do PIB, em termos reais, terá estabilizado em relação ao verificado em 1999. Continuou a verificar-se uma recomposição do crescimento económico, caracterizada por um abrandamento do consumo privado e uma aceleração das exportações. Esta recomposição é ilustrada, de uma forma sintética, pela evolução distinta da confiança dos industriais — em clara recuperação desde o segundo semestre de 1999, reflectindo em particular uma apreciação mais favorável da procura externa — e da confiança dos consumidores — que sofreu uma redução acentuada no primeiro semestre de 2000 (gráfico 1.1).

O enquadramento externo da economia portuguesa, na primeira metade de 2000, continuou a ser caracterizado por uma aceleração da actividade na generalidade das economias desenvolvidas, traduzida num fortalecimento do comércio mundial de bens e serviços. A aceleração da actividade económica na área do euro — espaço económico em que se concentram cerca de 2/3 das relações comerciais de Portugal — verificou-se, de uma forma regular, ao longo de 1999 e início de 2000. A evolução da actividade económica na área do euro encontra reflexo na evolução dos indicadores de confiança dos consumidores e industriais que, no segundo trimestre de 2000, se situaram em níveis historicamente elevados (gráfico 1.2). Em resultado deste enquadramento externo mais favorável,

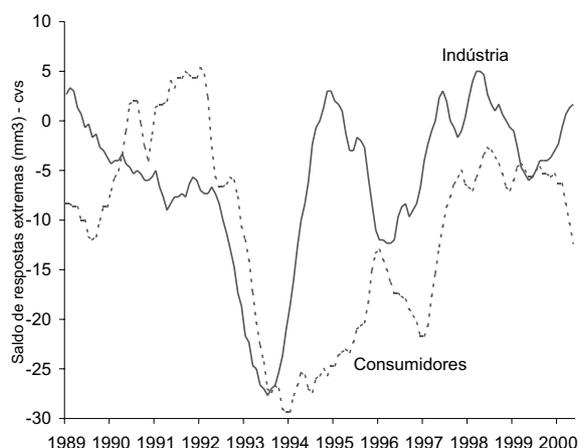
Quadro 1.1

PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICOS
Taxas de variação, em percentagem

	1999	2000
Consumo privado	4.9	3 ¼ - 3 ¾
Consumo público.....	3.4	2 - 2 ½
FBCF	5.3	3 ¾ - 4 ¾
Procura interna	4.8	3 ¼ - 3 ¾
Exportações	4.6	7 ½ - 8 ½
Procura global	4.8	4 ¼ - 4 ¾
Importações	9.0	8 - 9
PIB	3.0	2¾ - 3 ¼
Balança corrente + balança de capital (% PIB).....	-6.6	-9 ½; -8 ½

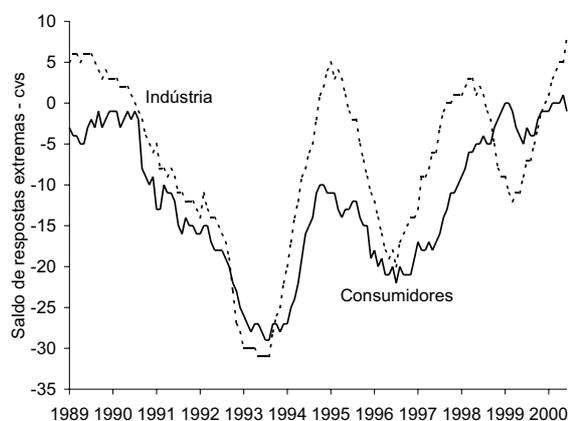
Nota: Os valores deste quadro foram divulgados no *Boletim Económico* de Março de 2000.

Gráfico 1.1
PORTUGAL
INDICADORES DE CONFIANÇA



Fonte: Comissão Europeia.

Gráfico 1.2
ÁREA DO EURO
INDICADORES DE CONFIANÇA



Fonte: Comissão Europeia.

continuou, no primeiro trimestre de 2000, a aceleração das exportações portuguesas.

O abrandamento do consumo privado, no primeiro semestre de 2000, poderá ser atribuído, numa parte considerável, à alteração das expectativas dos consumidores que, conforme já foi referido, se traduziu numa redução acentuada do indicador de confiança. Este indicador situou-se, no primeiro semestre de 2000, em níveis claramente inferiores aos verificados nos dois anos anteriores. A evolução do indicador de confiança dos consumidores, em Portugal, diferiu de uma forma marcada do observado na área do euro.

Dadas as condições actuais do mercado de trabalho — taxa de desemprego abaixo da respectiva taxa natural, aumentos regulares do emprego, aumento da participação no mercado de trabalho e crescimento dos salários reais — a redução da confiança dos consumidores ter-se-á ficado a dever, pelo menos em parte, ao aumento das taxas de juro. A inversão da tendência de descida das taxas de juro bancárias, verificada a partir do segundo semestre de 1999, terá contribuído para uma alteração das expectativas dos agentes económicos em relação à evolução destas taxas no médio prazo. Este elemento ter-se-á acentuado com as decisões de política monetária do Conselho do Banco Central Europeu (BCE) no primeiro semestre do corrente ano. O progressivo aumento do custo do crédito — implicando um crescimento do serviço da

dívida — terá pois constituído um elemento importante na redução da confiança dos consumidores em Portugal, em particular após um período de subida muito acentuada dos níveis de endividamento das famílias portuguesas.

Face aos níveis mínimos atingidos em 1999, as taxas de juro bancárias activas e passivas aumentaram até Junho de 2000 cerca de 1 ponto percentual (p.p.), observando-se uma subida das taxas activas ligeiramente superior à das taxas passivas. Não obstante a evolução do custo de crédito, os agregados de crédito interno ao sector residente não monetário (excluindo administrações públicas) continuam a apresentar taxas de crescimento elevadas, acima de 20 por cento. Em Maio, o *stock* de crédito a particulares registou uma taxa de variação homóloga de 23.6 por cento (34.8 e 27.9 por cento respectivamente em Junho e Dezembro de 1999), enquanto o crédito a sociedades não financeiras cresceu 28.8 por cento (24.1 por cento em Dezembro de 1999). A aceleração do crédito a sociedades não financeiras reflecte, em larga medida, o financiamento de operações de reestruturação financeira de empresas.

A análise do balanço consolidado das instituições financeiras monetárias revela que o elevado crescimento do crédito ao sector privado da economia tem sido, no essencial, financiado através da captação de recursos no exterior. O aumento dos passivos líquidos dos bancos em relação ao exterior nos primeiros cinco meses de 2000 foi significativamente superior ao observado no período homólogo de 1999. A captação de recursos internos (quer através de depósitos, quer através da emissão de títulos) manteve-se relativamente estável, não acompanhando as variações registadas no crédito e nos passivos face ao exterior.

No primeiro semestre de 2000 a taxa de variação homóloga do Índice de Preços no Consumidor (IPC) registou um forte aumento, de 0.9 p.p. (2.9 por cento em Junho de 2000, que compara com 2.0 por cento em Dezembro de 1999). Para esta evolução contribuiu, de uma forma muito significativa, a subida dos preços dos combustíveis, ocorrida no final de Março. Estima-se que esta alteração de preços tenha tido um impacto de cerca de 0.45 p.p. no aumento, em Abril, da taxa de variação homóloga do IPC. Posteriormente, verificaram-se ajustamentos nos preços de outros serviços particularmente sensíveis ao preço dos combustíveis, como

a distribuição de gás e os transportes. Para a aceleração do IPC contribuiu também a evolução dos preços dos produtos alimentares. O comportamento dos preços destes bens determinou o perfil irregular do IPC ao longo do primeiro semestre, reflectindo, em particular, efeitos de base do ano anterior.

O indicador de tendência de inflação homóloga, média aparada a 10 por cento, apresentou também um aumento considerável entre Dezembro de 1999 e Junho de 2000 (de 2.0 para 2.8 por cento). Com efeito, os principais factores explicativos da inflação não apresentaram, no primeiro semestre de 2000, uma evolução favorável. No que respeita às condições internas, é de referir que, apesar do abrandamento do consumo privado, o mercado de trabalho continuou a revelar alguma tensão. Por sua vez, o enquadramento externo foi marcado por uma subida dos preços do petróleo e da generalidade das matérias-primas e, também, pela continuação da depreciação, em termos nominais efectivos, do euro, que implicaram uma aceleração acentuada dos preços de importação.

Os preços de exportação aceleraram igualmente nos primeiros meses de 2000, embora de uma forma bastante menos acentuada do que os preços de importação. Neste contexto, verificou-se uma forte perda de termos de troca que, conjugada com um crescimento em volume das importações ainda superior ao das exportações, determinou um novo agravamento do défice conjunto da Balança Corrente e da Balança de Capital.

2. ENQUADRAMENTO EXTERNO DA ECONOMIA PORTUGUESA

Na primeira metade de 2000, o enquadramento externo da economia portuguesa continuou a ser caracterizado por um elevado dinamismo em diversas economias, quer desenvolvidas quer de mercados emergentes, que, de acordo com as projecções mais recentes, deverá prosseguir no resto do ano. Os Estados Unidos da América (EUA) mantiveram um crescimento acentuado no primeiro trimestre, ainda que nos últimos meses tenham surgido indícios de uma possível moderação. No Reino Unido, a actividade económica continuou a crescer a bom ritmo. A actividade na área do euro, beneficiando da evolução externa favorável, voltou a crescer a um ritmo significativo no início do

ano, sendo as indicações mais recentes de manutenção de um crescimento elevado.

O comportamento dos preços nas principais economias desenvolvidas continuou a ser bastante influenciado pela evolução do preço internacional do petróleo, que se manteve nos últimos meses a um nível elevado. As últimas projecções apontam para alguma aceleração dos preços no consumidor, em 2000, na generalidade destes países, em grande parte associada ao aumento do preço da energia.

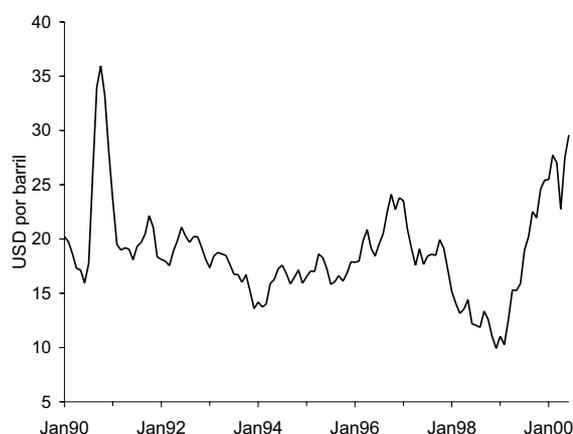
No primeiro semestre de 2000, voltaram a verificar-se aumentos de taxas de juro oficiais nos EUA e na área do euro, com o objectivo de contrariar os riscos para a estabilidade de preços a médio prazo. As taxas de juro a 10 anos interromperam a trajectória claramente ascendente observada ao longo do ano anterior. No que se refere à evolução dos mercados cambiais, a tendência de depreciação do euro face ao dólar norte-americano prolongou-se até Maio, tendo-se observado, no entanto, uma apreciação em Junho (de cerca de 5 por cento, face ao mês anterior). Em Junho, o euro encontrava-se depreciado em cerca de 6 por cento face ao dólar (3 por cento em termos nominais efectivos), relativamente ao nível de Dezembro de 1999.

2.1 Enquadramento internacional da área do euro

A economia mundial continuou a crescer a um ritmo assinalável na primeira metade de 2000. De acordo com as projecções mais recentes da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE), o crescimento do conjunto das economias pertencentes à OCDE deverá situar-se em 4.0 por cento em 2000, abrandando para 3.1 por cento em 2001 (3.0 por cento em 1999), o que representa uma revisão em alta de 1.1 e 0.5 pontos percentuais, respectivamente, face às previsões de Dezembro de 1999. Por sua vez, as economias de diversos mercados emergentes não pertencentes à OCDE deverão apresentar crescimentos significativos em 2000 e 2001. O rápido crescimento económico a nível mundial deverá ser acompanhado por uma aceleração pronunciada do comércio em 2000, seguida de alguma moderação em 2001.

As projecções para a evolução dos preços apontam para algum aumento da inflação em 2000. Os preços no consumo, na generalidade das economias, deverão apresentar uma aceleração no ano

Gráfico 2.1
PREÇO INTERNACIONAL DO PETRÓLEO
Brent, em dólares norte-americanos



Fonte: *Financial Times*.

corrente (de 2.8 para 3.2 por cento no conjunto dos países pertencentes à OCDE, a avaliar pelo deflator do consumo privado), reflectindo em grande parte o efeito do aumento do preço da energia. O preço internacional do petróleo, depois de ter apresentado alguma redução nos meses de Março e Abril, na sequência da decisão da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de aumentar as quotas de produção, retomou uma trajectória ascendente nos dois meses seguintes, voltando a atingir valores muito elevados (gráfico 2.1). Assim, o preço do *Brent* em dólares, situou-se, em Junho, 9.4 por cento acima do nível de Março e 16.4 por cento face a Dezembro de 1999. Dada a manutenção do preço do petróleo em níveis muito elevados, a OPEP decidiu, no dia 21 de Junho, proceder a um novo aumento das quotas de produção, a ter efeito a partir do dia 1 de Julho. Até dia 12 de Julho, o preço do petróleo situou-se em torno de 30 USD/barril. Na primeira metade do ano, os preços das outras matérias-primas industriais, em dólares, continuaram a situar-se bastante acima dos níveis do período homólogo (aumento de 4.9 por cento, face a -2.3 por cento no semestre anterior, de acordo com o índice HWWA⁽¹⁾), embora se tenha verificado alguma moderação do ritmo

(1) Índice de preços de matérias-primas desenvolvido pelo *Institut für Wirtschaftsforschung* (Hamburgo), que inclui matérias-primas alimentares e industriais.

de crescimento nos últimos meses. De acordo com a OCDE, é possível que o crescimento económico global se revele mais forte do que o esperado, dada a manutenção de um elevado dinamismo em grande parte das economias, o que se poderá reflectir em novos aumentos dos preços internacionais das matérias-primas, com possíveis riscos para a inflação.

A economia norte-americana manteve, no início de 2000, um elevado ritmo de crescimento, reflectindo a manutenção de um assinalável dinamismo da procura interna (gráfico 2.2). O PIB acelerou de 4.6 por cento no quarto trimestre de 1999, em taxa homóloga, para 5.1 por cento no primeiro trimestre do ano corrente. A procura interna apresentou um ritmo de crescimento semelhante ao do trimestre anterior (5.8 por cento), sendo de destacar o forte aumento do consumo privado (5.9 por cento). O contributo das exportações líquidas para o crescimento do PIB registou uma evolução favorável neste trimestre. As exportações aceleraram de 4.8 para 7.9 por cento e as importações continuaram a crescer a um ritmo elevado (12.4 por cento), bastante próximo do observado no trimestre anterior (12.6 por cento).

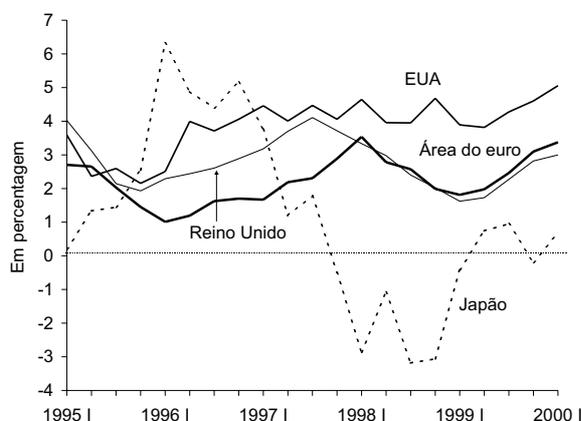
Os indicadores mais recentes, continuam a evidenciar um forte dinamismo no segundo trimestre, embora o ritmo de crescimento face ao trimestre anterior deva ter sido menos acentuado do que no início do ano. A produção industrial continuou a apresentar um crescimento forte (5.9 por cento no segundo trimestre, em termos homólogos, face a 5.3 por cento no trimestre anterior), apesar de se ter verificado uma redução da confiança dos industriais nos últimos meses. O sector da construção, que apresentou um abrandamento ao longo de 1999 e início de 2000, deverá ter continuado a apresentar um comportamento pouco dinâmico no segundo trimestre. Segundo a OCDE, no conjunto do ano a economia dos EUA deverá apresentar um crescimento perto de 5 por cento, o que a verificar-se será o crescimento mais elevado do actual ciclo económico. Tal reflecte em grande medida o forte crescimento observado no início do ano já que é esperada uma desaceleração na segunda metade de 2000.

No que se refere à evolução do mercado de trabalho nos EUA, o forte dinamismo da actividade no início do ano parece ter sido acompanhado por um maior crescimento das remunerações, muito

Gráfico 2.2

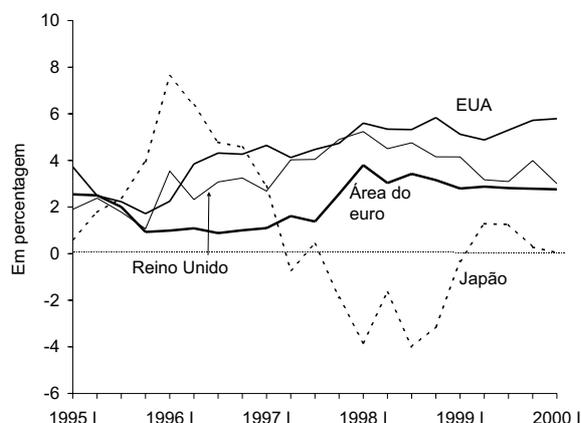
PRODUTO INTERNO BRUTO

Taxa de variação homóloga, em termos reais



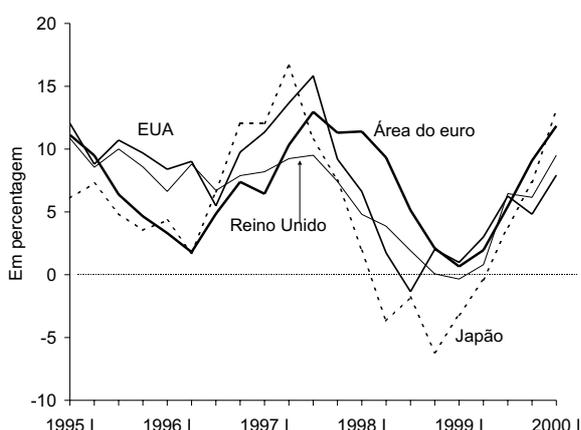
PROCURA INTERNA

Taxa de variação homóloga, em termos reais



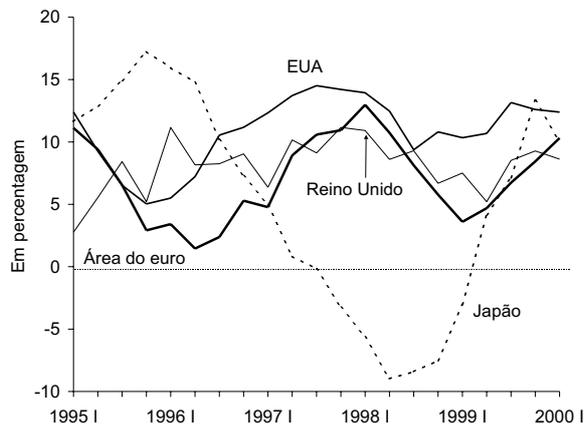
EXPORTAÇÕES

Taxa de variação homóloga, em termos reais



IMPORTAÇÕES

Taxa de variação homóloga, em termos reais



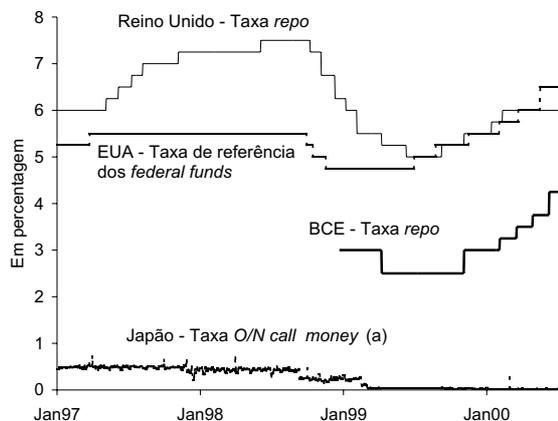
Fonte: Eurostat e Datastream.

embora nem todos os indicadores apontem no mesmo sentido. O indicador de remuneração horária (inclui salários e outros benefícios) apresentou uma aceleração no primeiro trimestre, de 3.4 para 4.3 por cento, em termos homólogos. A taxa de desemprego continuou a situar-se, no segundo trimestre deste ano, a um nível bastante baixo (4.0 por cento) e a criação de emprego manteve-se elevada (2.4 por cento). A inflação continuou a ser fortemente influenciada pela evolução da componente energética. A taxa homóloga do IPC situou-se em 3.7 por cento, em Junho, o que compara com 3.1 por cento em Maio e 2.7 por cento em Dezembro de 1999. Excluindo a componente energética, o aumento do IPC em Junho foi de 2.4 por cento (2.3 por cento em Maio), ficando acima do

crescimento observado no final de 1999 (2.0 por cento).

No dia 16 de Maio, a Reserva Federal aumentou novamente a taxa de referência dos *federal funds*, tendo considerado que o balanço dos riscos era maioritariamente no sentido de se gerarem pressões inflacionistas num futuro próximo. O aumento foi de 0.5 p.p., o que colocou a taxa de referência dos *federal funds* em 6.5 por cento, ou seja, 1.0 p.p. acima do observado imediatamente antes do período de instabilidade financeira internacional do Verão de 1998 (gráfico 2.3). As taxas de juro a 3 meses evoluíram em linha com as taxas de intervenção, tendo registado alguma estabilização no mês de Junho. A taxa de rendibilidade das obrigações de dívida pública a 10 anos situou-se no

Gráfico 2.3
TAXAS DE JURO OFICIAIS

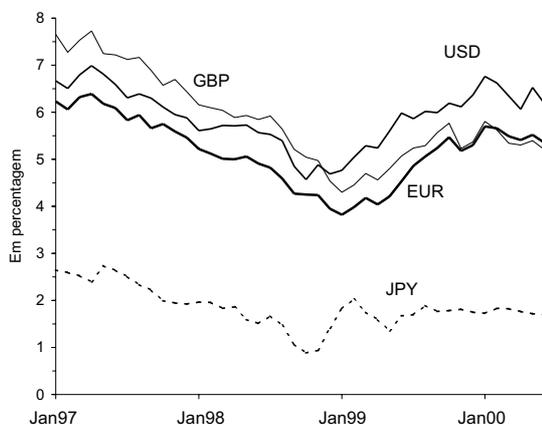


Fonte: Bloomberg.

Nota:

(a) No dia 12 de Fevereiro de 1999, o Banco do Japão decidiu alterar a referência para a taxa *call money* de 0.25 para 0.15 por cento inicialmente, induzindo posteriormente uma redução para níveis próximos de zero.

Gráfico 2.4
TAXA DE RENDIBILIDADE DAS OBRIGAÇÕES DE DÍVIDA PÚBLICA A 10 ANOS



Fonte: Reuters e Banco Central Europeu.

mês de Junho em 6.2 por cento (6.4 por cento em Dezembro de 1999), apesar de ter interrompido temporariamente, em Maio, a trajectória descendente que se vinha a observar desde Fevereiro (gráfico 2.4).

No primeiro trimestre de 2000, o PIB no Japão apresentou um aumento de 2.4 por cento face ao trimestre anterior, depois de ter registado quedas

em dois trimestres consecutivos, em parte resultado de um efeito favorável de dias úteis neste trimestre (os dados das contas nacionais não são corrigidos do efeito de dias úteis). Em termos homólogos, o crescimento situou-se em 0.7 por cento, o que compara com uma queda de 0.2 por cento no quarto trimestre de 1999 (gráfico 2.2). A procura interna do sector privado voltou a apresentar um fortalecimento, na sequência do observado ao longo do ano passado. O consumo privado apresentou uma aceleração de 0.1 para 1.0 por cento e a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) do sector privado aumentou 4.8 por cento (2.2 por cento no quarto trimestre de 1999). No entanto, a recuperação da despesa interna do sector privado não compensou totalmente a redução das despesas públicas. O contributo das exportações líquidas para o crescimento passou a ser positivo, pela primeira vez desde finais de 1998, tendo aumentado de -0.5 para 0.6 p.p., reflectindo não apenas a aceleração registada pelas exportações (de 7.4 para 13.1 por cento) como o menor crescimento das importações (10.0 por cento face a 13.3 por cento no final de 1999).

Os indicadores disponíveis para o segundo trimestre parecem apontar para a continuação do dinamismo da FBCF do sector privado, a avaliar pela evolução das encomendas internas de máquinas do sector privado (crescimento de 12.5 por cento em taxa homóloga nos três meses até Maio, o que compara com 6.2 e 12.9 por cento no quarto trimestre de 1999 e primeiro trimestre de 2000, respectivamente), a par da melhoria da confiança dos empresários e do comportamento favorável esperado para as vendas e para os lucros. Com efeito, os empresários esperam uma melhoria do investimento no presente ano fiscal, particularmente significativa na indústria transformadora. Em relação ao consumo privado, as perspectivas permanecem algo incertas, ainda que se tenha vindo a verificar um aumento da confiança dos consumidores. A taxa de desemprego manteve-se, nos primeiros cinco meses de 2000, em níveis historicamente elevados (4.6 por cento em Maio o que compara com 4.7 por cento em Dezembro de 1999) e o emprego continua a registar quedas, embora ligeiras, face ao período homólogo. De acordo com as projecções da OCDE, o PIB deverá fortalecer-se em 2000, conduzindo a um crescimento de 1.7 por cento em média no ano (0.3 por cento em 1999), re-

flectindo, fundamentalmente, a continuação da recuperação das exportações e da FBCF.

Os preços no consumidor na economia japonesa continuaram a registar, até Maio, variações negativas face ao período homólogo, ainda que não estejam a agravar-se. Em Maio, o IPC caiu 0.7 por cento, em taxa homóloga, o que compara com uma queda de 1.1 por cento em Dezembro de 1999.

A actividade económica no Reino Unido apresentou um crescimento homólogo de 3.0 por cento no primeiro trimestre, que compara com 2.8 por cento no último trimestre de 1999 (gráfico 2.2). A procura interna desacelerou de 4.0 para 3.0 por cento, reflectindo, em grande parte, a desaceleração da FBCF (de 5.4 para 1.7 por cento) e do consumo privado (de 4.9 para 3.9 por cento). O menor dinamismo da procura interna foi compensado por um contributo bastante menos negativo das exportações líquidas (-0.2 p.p. face a -1.3 p.p. no quarto trimestre). As exportações de bens e serviços cresceram a um ritmo superior ao do trimestre anterior (9.5 por cento face a 6.2 por cento no trimestre anterior), apesar de a libra esterlina ter registado uma apreciação nominal efectiva de 7.4 por cento face ao trimestre homólogo. As importações registaram um crescimento um pouco menor, 8.6 por cento, face a 9.3 por cento no trimestre anterior.

A produção industrial, depois de ter apresentado alguma moderação no primeiro trimestre (crescimento homólogo de 1.5 por cento face a 1.8 por cento no final de 1999), aumentou 2.1 por cento nos três meses até Maio. No entanto, a informação qualitativa disponível para o primeiro semestre de 2000 aponta para uma evolução do sector menos favorável do que anteriormente. A confiança na indústria apresentou uma redução no segundo trimestre, tendo-se verificado uma deterioração das expectativas de produção nos últimos meses.

No conjunto de 2000, o crescimento do PIB deverá aumentar para 2.9 por cento de acordo com a OCDE (cerca de 2 por cento em 1999). A procura interna deverá continuar relativamente dinâmica e as exportações líquidas, apesar de manterem um contributo negativo para o crescimento do PIB, deverão apresentar uma evolução mais favorável do que no ano anterior.

No mercado de trabalho, a taxa de desemprego⁽²⁾ permaneceu em níveis muito baixos — em Junho situou-se ao nível dos dois meses anteriores,

3.8 por cento, o que compara com 4.1 por cento no último trimestre de 1999 — e o número de desempregados continuou a reduzir-se até Maio, face ao período homólogo. As remunerações, depois de terem apresentado uma aceleração no final de 1999 e início de 2000, em parte devido a factores especiais⁽³⁾, apresentaram alguma desaceleração no trimestre terminado em Maio (4.6 por cento em taxa homóloga, o que compara com 5.5 e 5.7 por cento no quarto trimestre de 1999 e primeiro de 2000, respectivamente). A inflação, medida pela taxa de variação homóloga dos preços no consumidor excluindo juros de crédito hipotecário, permaneceu relativamente estável até Junho, tendo-se situado em 2.2 por cento neste mês⁽⁴⁾.

2.2 Área do euro

A actividade económica na área do euro continuou a crescer a um ritmo significativo no primeiro trimestre de 2000, 3.4 por cento em taxa homóloga (3.1 por cento no trimestre anterior), de acordo com os dados revistos do *Eurostat*, depois do fortalecimento registado ao longo de 1999 (gráfico 2.2). Neste trimestre, quer o consumo privado quer a FBCF cresceram a ritmos semelhantes aos registados no final de 1999 (2.3 e 4.8 por cento, respectivamente). O contributo das exportações líquidas para o crescimento do PIB aumentou, dada a aceleração das exportações⁽⁵⁾ (de 9.1 para 11.8 por cento). As importações⁽⁶⁾ registaram, igualmente, um crescimento mais elevado (10.3 por cento face a 8.4 por cento no trimestre anterior), em linha com a aceleração da procura global (de 4.4 para 5.1 por cento).

Os indicadores mais recentes apontam para a manutenção de um elevado crescimento económico na área do euro durante o segundo trimestre. A produção industrial manteve, até Abril, a trajectória de aceleração, tendo aumentado 5.8 por cento em taxa homóloga no trimestre terminado neste

(2) Baseada no número de pessoas que reclamam benefícios de desemprego.

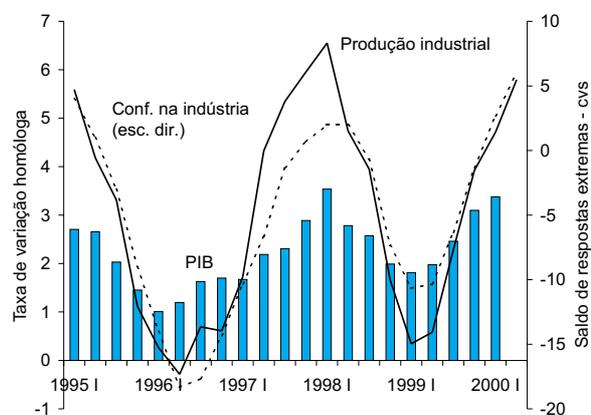
(3) Relacionados com pagamentos de bónus adicionais na mudança de ano.

(4) A inflação no Reino Unido encontra-se desde Abril de 1999 abaixo do objectivo oficial do Banco de Inglaterra, de 2.5 por cento.

(5) Inclui comércio entre os países participantes na área do euro.

(6) Ver nota (5) em pé-de-página.

Gráfico 2.5
ÁREA DO EURO
PRODUTO INTERNO BRUTO, PRODUÇÃO
INDUSTRIAL E CONFIANÇA
NA INDÚSTRIA



Fonte: Eurostat e Comissão Europeia.

Nota: O segundo trimestre da produção industrial corresponde à média de três meses até Abril.

mês, face a 3.9 e 4.7 por cento no quarto trimestre de 1999 e no primeiro de 2000, respectivamente (gráfico 2.5). A utilização da capacidade produtiva na indústria transformadora apresentou um novo aumento em Abril, para 83.7 por cento (face a 83.0 por cento em Janeiro), tendo praticamente voltado aos níveis observados em meados de 1998. A informação dos inquéritos de opinião aponta igualmente para um elevado dinamismo da actividade no sector industrial. A confiança dos empresários industriais registou um novo aumento no segundo trimestre, tendo-se situado no mês de Junho a um nível historicamente elevado, reflectindo, em grande parte, uma avaliação mais positiva da carteira de encomendas. Em particular, o sector deverá continuar a beneficiar do fortalecimento do enquadramento externo da área do euro, dada a avaliação mais favorável das encomendas para exportação neste trimestre. A confiança dos consumidores permaneceu inalterada no segundo trimestre de 2000, a níveis muito elevados em termos históricos. Neste trimestre, é de destacar a continuada melhoria da avaliação da situação económica geral passada e futura. No entanto, os consumidores voltaram a apresentar uma menor disponibilidade para realizarem compras de grande montante. A confiança dos consumidores tem beneficiado da

evolução favorável do mercado de trabalho. A taxa de desemprego manteve uma trajectória de redução, tendo-se situado em 9.2 por cento em Maio (9.6 por cento no final de 1999).

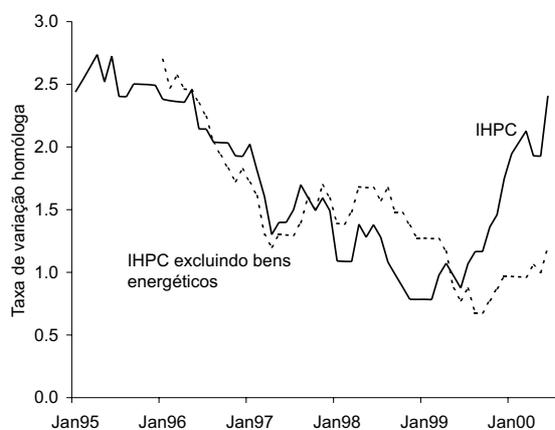
De acordo com a OCDE, as perspectivas para a evolução da economia da área do euro a curto prazo são bastante favoráveis. Para o ano corrente, a projecção aponta para uma aceleração da actividade, de 2.3 para 3.5 por cento, em linha com a generalidade das outras projecções mais recentes. Segundo a OCDE, os elevados níveis de confiança dos agentes económicos deverão favorecer o investimento empresarial e o consumo privado, enquanto que os desenvolvimentos positivos no enquadramento externo da área, a par da evolução do euro, deverão sustentar as exportações.

No primeiro trimestre de 2000, as quatro maiores economias da área do euro continuaram a apresentar um fortalecimento da actividade económica, com excepção da economia alemã onde se manteve o ritmo de crescimento do PIB (2.3 por cento em termos homólogos). A actividade em França registou um crescimento ligeiramente superior ao do trimestre anterior, 3.4 por cento face a 3.2 por cento no final de 1999. A economia italiana, que, em 1999, apresentou um dos crescimentos mais baixos da área do euro, acelerou significativamente no início de 2000, para 3.0 por cento (2.2 por cento no último trimestre de 1999). A Espanha continuou a ser a mais dinâmica de entre as maiores economias da área do euro, tendo o PIB acelerado de 3.7 para 4.2 por cento. É de destacar, na generalidade destes países, a aceleração quer das importações quer das exportações de bens e serviços⁽⁷⁾, neste último caso em linha com a evolução do enquadramento internacional e com a tendência de depreciação real efectiva que o euro tem vindo a apresentar.

A evolução dos preços na área do euro ao longo da primeira metade deste ano continuou a ser bastante influenciada pelo comportamento dos preços da energia. A manutenção do preço internacional do petróleo a níveis muito elevados, reforçada pela depreciação nominal do euro, traduziu-se em fortes aumentos dos preços de importação nos pri-

(7) No caso da Espanha, embora se tenha verificado um menor aumento das exportações e das importações no primeiro trimestre deste ano, estas continuaram a crescer a taxas muito elevadas (11.1 e 12.8 por cento respectivamente).

Gráfico 2.6
ÁREA DO EURO
ÍNDICE HARMONIZADO
DE PREÇOS NO CONSUMIDOR



Fonte: Eurostat.

meios meses de 2000, superiores a 10 por cento (em termos homólogos) em vários países da área do euro. No que se refere à evolução dos preços no consumidor, a taxa de variação homóloga do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) situou-se em 2.4 por cento em Junho, face a 1.9 por cento nos dois meses anteriores e 2.0 por cento no primeiro trimestre (gráfico 2.6). Excluindo a componente energética, a variação do IHPC na área do euro aumentou para 1.2 por cento em Junho, depois de se ter mantido relativamente estável em torno de 1.0 por cento nos primeiros cinco meses do ano.

No dia 8 de Junho, o Conselho do BCE decidiu aumentar as taxas de intervenção em 0.5 p.p.⁽⁸⁾, por considerar que os riscos para a estabilidade de preços no médio prazo tinham continuado a aumentar, num contexto de forte crescimento económico (gráfico 2.3). A taxa de juro das operações principais de refinanciamento passou a situar-se em 4.25 por cento e as taxas de juro da facilidade de depósito e da facilidade permanente de cedência de liquidez passaram a situar-se em 3.25 e 5.25

(8) Nesta reunião, o Conselho do BCE decidiu também que as operações principais de refinanciamento do Eurosistema passariam a ser conduzidas sob a forma de leilões de taxa variável, utilizando o procedimento de colocação de taxa múltipla. O novo mecanismo de leilão surgiu em resposta ao elevado grau de *overbidding* registado no anterior contexto de leilões de taxa fixa.

por cento, respectivamente. As taxas de juro a 3 meses mantiveram até Junho a trajectória ascendente observada desde o início deste ano, situando-se naquele mês em 4.5 por cento, cerca de 1 p.p. acima do nível em Dezembro de 1999. As taxas de juro a 10 anos na área do euro não prosseguiram o movimento marcadamente ascendente observado ao longo do ano anterior e até ao início de 2000. Em Junho, a taxa de rendibilidade das obrigações de dívida pública a 10 anos situou-se em 5.4 por cento, ou seja, abaixo do valor atingido em Janeiro (5.7 por cento) mas ainda acima do nível médio em Dezembro de 1999 (5.3 por cento) (gráfico 2.4).

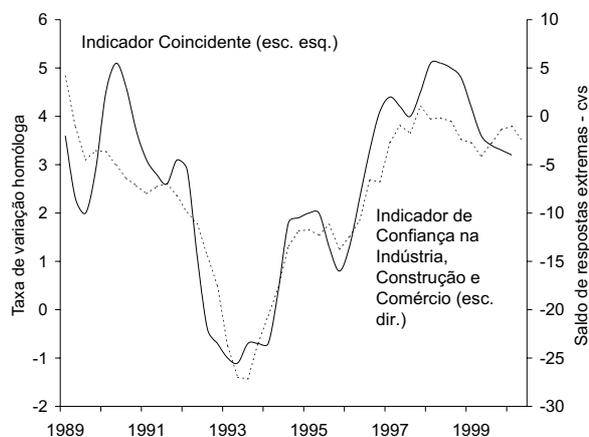
A taxa de câmbio do euro, em termos nominais efectivos, continuou a apresentar uma depreciação nos primeiros cinco meses de 2000, tendo no entanto registado uma apreciação de cerca de 3.5 por cento no mês de Junho face ao mês anterior. Em Junho, o euro apresentava-se depreciado em 3.0 por cento em relação a Dezembro de 1999 e 14.3 por cento face ao início de 1999.

3. PROCURA E PRODUÇÃO

A informação disponível para a economia portuguesa sugere que o crescimento da actividade económica estabilizou nos primeiros meses de 2000. Para tal aponta o indicador coincidente do Banco de Portugal — que, no primeiro trimestre de 2000, registou uma estabilização face ao último trimestre do ano anterior — e o indicador de confiança na Indústria, Construção e Comércio — que se manteve praticamente inalterado entre o segundo semestre de 1999 e o primeiro semestre de 2000, em termos médios (gráfico 3.1). A conjuntura económica na primeira metade do ano terá continuado a ser caracterizada por uma recomposição do crescimento económico, nomeadamente pela aceleração das exportações e pelo abrandamento do consumo privado. Esta recomposição é ilustrada pela evolução da confiança dos industriais — relacionada, em grande parte, com a avaliação da carteira de encomendas externas do sector — e dos consumidores (gráfico 1.1). O investimento terá registado alguma aceleração, em particular, o investimento em construção e material de transporte.

Em termos gerais, a evolução da actividade económica no período analisado apresentou-se em linha com as previsões divulgadas no *Boletim Económico* de Março, que apontavam para um cresci-

Gráfico 3.1
INDICADOR COINCIDENTE DA ACTIVIDADE
E CONFIANÇA NA INDÚSTRIA,
CONSTRUÇÃO E COMÉRCIO



Fonte: Comissão Europeia, INE “Inquérito Mensal de Conjuntura ao Comércio” e Banco de Portugal.

Nota:

(a) Média aritmética simples dos indicadores de conjuntura da indústria, da construção, do comércio a retalho e do comércio por grosso.

mento do PIB no intervalo de 2 $\frac{3}{4}$ e 3 $\frac{1}{4}$ por cento no conjunto do ano de 2000 (3.0 por cento em 1999).

Na primeira metade de 2000, a tendência de abrandamento do consumo privado ter-se-á mantido. Este comportamento — antecipado na previsão divulgada no *Boletim Económico* de Março para o conjunto do ano — pode ser atribuído, em larga medida, à alteração significativa das expectativas dos consumidores ao longo da primeira metade do ano. O indicador de confiança dos consumidores registou uma redução acentuada a partir de Março, situando-se desde então a níveis bastante inferiores aos observados nos dois anos anteriores (gráfico 1.1). Esta redução resultou de uma avaliação menos positiva de todas as questões que compõem o indicador, com ênfase para as questões referentes à situação económica geral do país. A recente subida das taxas de juro, combinada com os níveis elevados de endividamento das famílias a taxa de juro variável, terá sido um dos factores determinantes da redução da confiança das famílias.

A desaceleração do consumo privado terá estado relacionada com o comportamento da despesa em bens de consumo duradouros, em particular,

Gráfico 3.2
INDICADOR COINCIDENTE
DO CONSUMO PRIVADO



com a aquisição de automóveis. As vendas de automóveis de passageiros incluindo todo-o-terreno registaram uma redução homóloga de 4.6 por cento no primeiro semestre de 2000, após os crescimentos muito elevados observados nos dois anos anteriores (11.4 e 17.9 por cento, respectivamente, em 1999 e 1998). De acordo com o Índice de Volume de Negócios no Comércio a Retalho, a aquisição de outro tipo de bens duradouros (mobiliário, electrodomésticos, etc.) manteve-se muito dinâmica em Janeiro e Fevereiro, mas registou nos meses seguintes uma forte desaceleração (quadro 3.1). Refira-se que, de acordo com o Inquérito de opinião aos consumidores da Comissão Europeia, as intenções de efectuar grandes compras continuaram a reduzir-se ao longo do primeiro semestre do ano.

No primeiro trimestre de 2000, o indicador coincidente do consumo privado do Banco de Portugal — que resume a informação de natureza qualitativa sobre este agregado — apresentou uma desaceleração mantendo-se, no entanto, a níveis elevados (gráfico 3.2). As importações nominais de bens de consumo, que não incluem automóveis de passageiros, mantiveram um elevado dinamismo neste período (quadro 3.1). A informação disponível para o segundo trimestre de 2000 aponta para um reforço da tendência de desaceleração do consumo privado. Neste período, de acordo com o Inquérito Mensal de Conjuntura ao Comércio, verificou-se uma diminuição dos saldos de resposta

Quadro 3.1

INDICADORES DA PROCURA
Taxas de variação homóloga

	1997	1998	1999	2000 ^(a)	Último mês	1998			1999			2000			1998			1999			2000	
						1ºS	2ºS	1ºS	2ºS	1ºS	1ºT	2ºT	3ºT	4ºT	1ºT	2ºT	3ºT	4ºT	1ºT	2ºT		
Consumo privado																						
Índice de volume de negócios no comércio a retalho	5.1	11.1	6.7	6.5	Abr	12.3	10.2	6.1	7.2													
Índice de volume de negócios no comércio a retalho - bens duradouros	7.4	10.9	6.8	9.3	Abr	13.4	8.8	5.2	8.3													
Vendas de automóveis ligeiros de passageiros incluindo todo-o-terreno	-0.6	17.9	11.4	-4.6	Jun	13.7	22.4	24.7	-1.9	-4.6												
Crédito bancário a particulares (exc.habituação)	22.9	23.1	23.2	19.7	Mai	18.0	23.1	29.6	23.2													
Investimento																						
Vendas de cimento	11.9	4.7	3.1	7.1	Jun	4.6	4.7	2.1	4.0	7.1	10.0	-0.2	0.2	9.9	-0.6	4.8	5.6	2.3	13.4	1.2		
Obras adjudicadas	26.1	-27.1	9.3	33.7	Jun	-26.2	-28.2	-14.6	41.8	33.7	-14.8	-36.9	-14.5	-40.5	-26.5	0.3	14.3	77.6	70.1	0.0		
Crédito bancário a particulares para habitação	27.4	34.8	29.7	25.1	Mai	31.4	34.8	36.9	29.7		29.5	31.4	32.6	34.8	36.5	36.9	32.5	29.7	26.3			
IPI de bens de equipamento, excluindo fabricação de automóveis e carroçarias	-0.1	8.8	-2.6	-5.6	Mar	9.5	8.1	-1.9	-3.3		8.5	10.6	8.4	7.8	0.4	-4.2	-3.7	-2.9	-5.6			
Importações de bens de equipamento, excluindo material de transporte ^(b)	14.7	22.3	8.8	19.3	Mar																	
Exportações de bens de equipamento, excluindo material de transporte ^(b)	22.2	20.3	19.2	5.2	Mar																	
Vendas de veículos comerciais ligeiros	20.9	12.0	1.3	14.1	Jun	8.9	14.8	5.2	-2.2	14.1	14.7	2.9	6.9	21.0	-0.5	11.7	12.7	-12.5	17.2	11.1		
Vendas de veículos comerciais pesados	32.0	15.8	19.4	9.8	Jun	31.3	2.4	21.8	16.8	9.8	67.4	3.8	0.9	3.6	10.8	35.2	34.0	3.2	17.4	2.2		
Matrículas de veículos comerciais pesados	35.6	22.4	17.5	6.0	Jun	32.2	13.2	17.9	17.0	6.0	48.5	18.1	0.9	26.9	13.2	23.1	25.8	9.2	7.9	4.1		
Comércio externo ^(b)																						
Exportações totais	10.5	6.3	3.3	14.5	Mar	11.0	1.9	0.8	6.0		12.5	9.5	5.6	-1.3	1.5	0.1	4.2	7.8	14.5			
Exportações totais excluindo combustíveis	10.5	7.1	3.2	13.7	Mar																	
Exportações de bens de consumo	7.9	4.1	2.1	5.1	Mar																	
Exportações de bens de equipamento	12.6	14.0	7.0	10.5	Mar																	
Exportações de bens intermédios	12.8	5.1	1.2	29.7	Mar																	
Exportações de combustíveis	9.7	-27.9	11.1	95.3	Mar																	
Importações totais	13.1	12.6	9.2	25.3	Mar	16.3	9.1	4.9	13.8		16.0	16.6	11.3	7.3	5.2	4.6	11.8	15.6	25.3			
Importações totais excluindo combustíveis	13.0	15.6	7.6	18.3	Mar																	
Importações de bens de consumo	11.3	17.8	12.9	13.4	Mar																	
Importações de bens de equipamento	14.2	21.9	12.1	20.7	Mar																	
Importações de bens intermédios	12.8	8.0	-0.9	18.7	Mar																	
Importações de combustíveis	15.2	-23.3	38.3	149.0	Mar																	

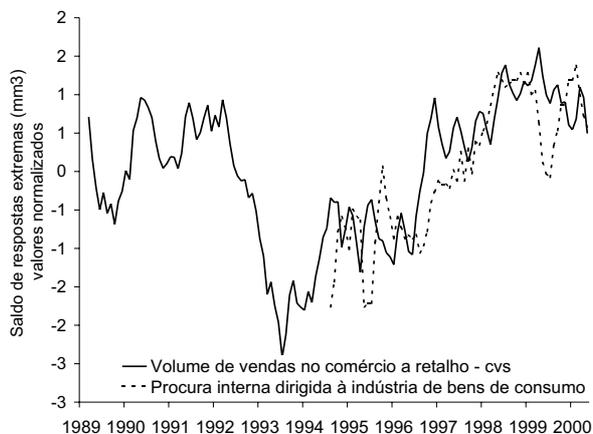
Fonte: INE, Direcção Geral de Viação, ACAP, Cimpor, Secil e ANEOP.

Notas:

(a) Valores acumulados até ao último mês disponível.

(b) As taxas de variação das exportações e importações resultam da comparação das versões definitivas, em 1997 e 1998, e da comparação de valores declarados preliminares para o período de Janeiro a Dezembro, em 1999, e da comparação de valores declarados preliminares para o período de Janeiro a Março, em 2000.

Gráfico 3.3
INDICADORES QUALITATIVOS
DO CONSUMO PRIVADO



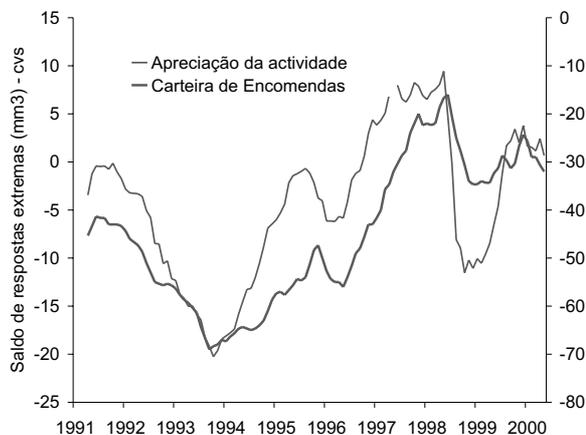
Fonte: INE, "Inquérito Mensal de Conjuntura ao Comércio" e "Inquérito Mensal de Conjuntura à Indústria Transformadora".

extremas (s.r.e) referentes ao volume de vendas, encomendas a fornecedores, actividade corrente e actividade futura no comércio a retalho face ao primeiro trimestre do ano. Na mesma linha, também os s.r.e. referentes à opinião dos empresários produtores de bens de consumo relativamente ao nível da procura interna registaram uma redução no mesmo período em relação ao trimestre anterior (gráfico 3.3).

O investimento registou um crescimento forte no primeiro semestre de 2000, devendo mesmo ter acelerado, em resultado do comportamento da FBCF em construção — nomeadamente, no segmento de obras públicas — e material de transporte. Os indicadores disponíveis relativamente à FBCF em máquinas dão indicações de sinal contrário. Por outro lado, no mesmo período, a informação relativa à apreciação do nível de existências, contida nos Inquéritos de Conjuntura à Indústria e Comércio indicam uma redução de *stocks*, sugerindo assim, uma contribuição negativa desta componente da despesa para o crescimento do PIB.

O forte crescimento da FBCF total na primeira metade de 2000 pode implicar que o crescimento deste agregado no conjunto do ano se venha a situar acima do intervalo previsto no *Boletim Económico* de Março de 2000 (3 $\frac{3}{4}$ - 4 $\frac{3}{4}$ por cento, que compara com 5.3 por cento em 1999). Sublinhe-se, contudo, que uma reavaliação do crescimento da

Gráfico 3.4
INDICADORES QUALITATIVOS DO
INVESTIMENTO EM CONSTRUÇÃO
Apreciação da actividade e carteira
de encomendas para o conjunto do sector

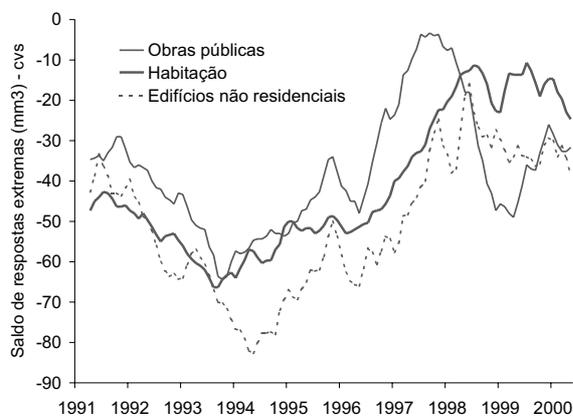


Fonte: INE, "Inquérito Mensal de Conjuntura à Construção e Obras Públicas".

FBCF terá implicações nas importações, em particular dado o comportamento do investimento em material de transporte, que tem um elevado conteúdo importado. Refira-se, finalmente, que é esperada a manutenção da tendência de desaceleração da construção no segmento habitacional, na segunda metade do ano.

No caso particular da FBCF em construção, os indicadores de consumo de materiais apontam para uma aceleração no período de Janeiro a Junho de 2000. As vendas de cimento, neste período, aumentaram 7.1 por cento (3.1 no conjunto de 1999). De acordo com o Inquérito Mensal de Conjuntura à Construção e Obras Públicas, os s.r.e. relativos à apreciação da actividade e da carteira de encomendas no conjunto do sector situaram-se, no período de Janeiro a Junho de 2000, acima do observado no período homólogo do ano anterior (gráfico 3.4). Tal reflectiu, em particular, o comportamento do subsector das obras públicas (gráfico 3.5). A melhoria da carteira de encomendas deste sector reflecte o crescimento acentuado das obras públicas adjudicadas ao longo do segundo semestre de 1999. Este crescimento manteve-se elevado nos primeiros meses de 2000 pelo que as perspectivas para este subsector no segundo semestre se mantêm positivas (quadro 3.1). A informação qualitativa continuou a apontar para uma desaceleração do

Gráfico 3.5
CARTEIRA DE ENCOMENDAS DO SECTOR
DE CONSTRUÇÃO E OBRAS PÚBLICAS
Principais subsectores

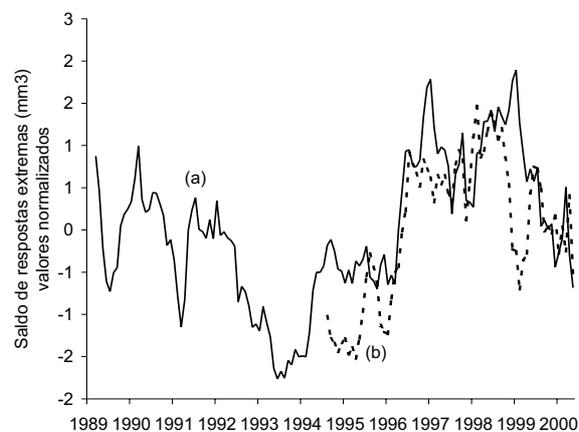


Fonte: INE, "Inquérito Mensal de Conjuntura à Construção e Obras Públicas".

subsector da Construção de Habitação. De acordo com o Inquérito Mensal de Conjuntura à Construção e Obras Públicas, a carteira de encomendas daquele subsector continuou a reduzir-se. Por outro lado, o inquérito da AECOPS revela que a apreciação dos empresários do subsector de construção residencial relativamente às vendas de fogos se deteriorou nos primeiros meses de 2000, face ao período homólogo de 1999. De referir que, em Maio, o crédito a particulares para aquisição de habitação registou uma desaceleração face ao final do ano de 1999 (a taxa de variação homóloga em Maio de 2000 foi 25.1 por cento que compara com 29.7 por cento em Dezembro de 1999). Esta desaceleração do investimento neste subsector está associada essencialmente à recente subida das taxas de juro e ao efeito das alterações ao sistema bonificado do crédito à aquisição e construção de casa própria.

O investimento em material de transporte registou um crescimento muito elevado no primeiro semestre do ano, em particular, no primeiro trimestre. A aprovação tardia do Orçamento de Estado para 2000 terá levado ao adiamento de compras de veículos comerciais do último trimestre de 1999 para o primeiro trimestre de 2000. Assim, as vendas de veículos comerciais ligeiros apresentaram um crescimento de 17.2 por cento no primeiro trimestre, que se reduziu para 14.1 por cento no pe-

Gráfico 3.6
INDICADORES QUALITATIVOS DE
INVESTIMENTO EM MÁQUINAS



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

Notas:

- (a) Apreciação do volume de vendas no comércio por Grosso de máquinas e materiais-cvs.
- (b) Apreciação da procura interna dirigida à indústria de bens de equipamento (excluindo fabricação de automóveis).

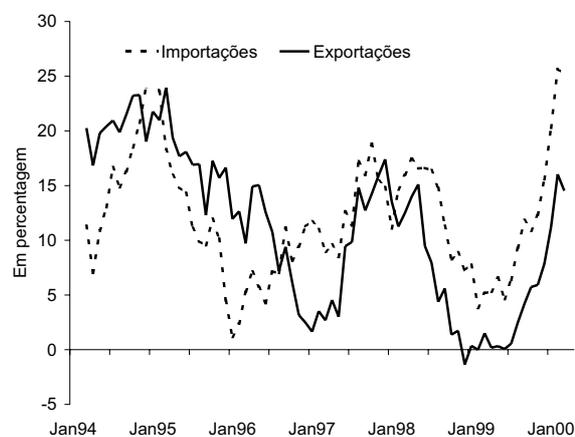
ríodo de Janeiro a Junho (1.3 por cento no conjunto de 1999). Por outro lado, as vendas de veículos comerciais pesados aumentaram igualmente 17.4 por cento no primeiro trimestre de 2000, cifrando-se o crescimento acumulado até Junho em 9.8 por cento (19.4 no conjunto de 1999).

Os indicadores relativos ao investimento em equipamento, excluindo material de transporte, dão indicações de sinal contrário, não permitindo concluir sobre o comportamento do agregado na primeira metade do ano. Por um lado, os indicadores qualitativos sugerem um menor dinamismo da FBCF em máquinas na primeira metade do ano (gráfico 3.6). Para tal aponta igualmente o Índice de Volume de Negócios da Indústria no mercado interno de bens de investimento⁽⁹⁾, que registou uma redução de 4.8 por cento nos primeiros quatro meses do ano, após uma queda de 4.5 por cento no conjunto do ano de 1999. Mas, por outro

(9) Dado que a maior parte da produção nacional de material de transporte é exportada, o volume de negócios da indústria de bens de equipamento no mercado nacional reporta-se essencialmente a máquinas (isto é, bens de equipamento excluindo material de transporte).

Gráfico 3.7
**EXPORTAÇÕES E IMPORTAÇÕES
 DE MERCADORIAS**

Taxa de variação homóloga, não acumulada, do trimestre terminado no mês
 Em termos nominais



Fonte: INE.

lado, as importações nominais de bens de equipamento excluindo material de transporte apresentaram um forte crescimento nos primeiros três meses de 2000 (19.3 por cento, que compara com 8.8 por cento em 1999).

No período de Janeiro a Março de 2000, as exportações nominais de mercadorias aumentaram 14.5 por cento, enquanto que as importações cresceram 25.3 por cento (variações de 3.3 e 9.2 por cento, respectivamente, no conjunto do ano de 1999; gráfico 3.7), segundo a informação relativa ao comércio externo divulgada pelo Instituto Nacional de Estatística. A dimensão destas variações deve, no entanto, ser considerada com alguma cautela, dadas as revisões a que são habitualmente sujeitos os dados do comércio externo⁽¹⁰⁾. Relativamente ao comércio de serviços com o exterior, verificou-se uma aceleração quer das exportações quer das importações nos primeiros quatro meses de 2000 (veja-se secção 6. *Balança de Pagamentos*).

A aceleração das exportações nominais de mercadorias no primeiro trimestre de 2000 está, em parte, relacionada com o comportamento dos preços de venda ao exterior⁽¹¹⁾. Observou-se igualmente uma aceleração dos volumes exportados, em linha com as indicações de aceleração da procura externa no período. No primeiro trimestre de

2000, as importações de bens e serviços⁽¹²⁾ da área do euro aumentaram 10.7 por cento, em termos reais, face a 8.2 por cento no quarto trimestre de 1999. A procura externa dirigida à economia portuguesa, medida como a média ponderada das taxas de crescimento, em volume, das importações de bens e serviços dos 7 principais países para os quais Portugal exporta, cresceu 10.6 por cento no primeiro trimestre de 2000 (9.6 por cento no quarto trimestre de 1999).

A aceleração das vendas ao exterior de mercadorias foi extensiva aos mercados intra e extra-comunitários, em termos nominais. O valor das vendas de mercadorias para mercados comunitários aumentou 11.6 por cento no primeiro trimestre do ano (4.9 por cento em 1999). Esta aceleração foi extensiva a todos os destinos geográficos dentro da UE com a excepção da Alemanha, onde se registou uma redução de 8.7 por cento. As exportações para países não pertencentes à União Europeia, para as quais existe informação disponível para o período de Janeiro a Maio, apresentaram um aumento de 25.3 por cento (-3.6 por cento em 1999).

A generalidade dos grupos de produtos exportados apresentaram taxas de crescimento nominais muito elevadas no primeiro trimestre de 2000. Destaque-se os crescimentos das exportações de combustíveis (superior a 100 por cento) e dos produtos incluídos em “Químicos, Plásticos e Borrachas”, “Pastas Celulósicas e Papel”, “Agrícolas” e

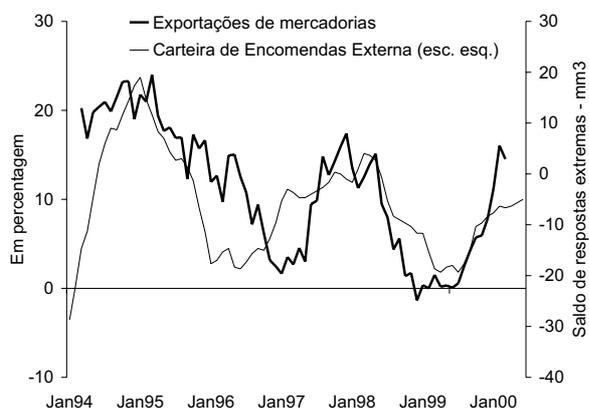
(10) Por exemplo, a taxa de variação homóloga mensal das exportações em Janeiro foi revista para baixo em 3.5 p.p. entre a publicação de Janeiro e a publicação de Março. A variação homóloga de Fevereiro foi revista em baixa em 2.6 p.p.. Do mesmo modo, a taxa de variação homóloga das importações em Janeiro foi revista para cima em 1.0 p.p. entre a publicação de Janeiro e a publicação de Fevereiro e para baixo em 1.0 p.p. entre a publicação de Fevereiro e a publicação de Março. A taxa para o mês de Fevereiro foi igualmente revista, em -1.3 p.p.

(11) Evidência de uma aceleração dos preços de exportação de mercadorias no primeiro trimestre de 2000 é fornecida pela informação já disponível para algumas economias da área do euro. Neste período, o deflator das exportações de mercadorias da Alemanha aumentou 2.6 por cento (1.2 por cento no quarto trimestre de 1999; -0.5 por cento no conjunto de 1999). Em Itália, o preço das exportações registou um crescimento de 4.3 por cento (2.7 por cento no quarto trimestre de 1999; 0.0 por cento em 1999), enquanto que em Espanha esse aumento foi de 5.5 por cento (2.5 por cento no quarto trimestre de 1999; -0.9 por cento no conjunto do ano de 1999).

(12) As importações de bens e serviços na área do euro incluem o comércio entre os diversos Estados-membros.

Gráfico 3.8
**EXPORTAÇÕES DE MERCADORIAS
 E PROCURA EXTERNA**

Taxa de variação homóloga, não acumulada,
 do trimestre terminado no mês das exportações
 nominais e avaliação da carteira
 de encomendas externas



Fonte: INE.

“Metais Comuns” (em todos os casos, superior a 30 por cento), que estarão muito associados ao comportamento dos preços. As exportações de produtos incluídos em “Máquinas e outros equipamentos” e em “Veículos e outro material de Transporte” apresentaram crescimentos de 12.3 e 11.8 por cento, respectivamente, no mesmo período. As vendas ao exterior de “Matérias têxteis” registaram igualmente um crescimento apreciável (13.3 por cento). Como exceção surgem, tal como já tinha sido observado em 1999, as exportações nominais de “Vestuário” e de Calçado”, com variações de -0.1 e -6.7 por cento no primeiro trimestre de 2000.

Os indicadores avançados das exportações apontam para que a recuperação destes fluxos —

iniciada em meados de 1999 — se tenha mantido nos meses mais recentes. De acordo com a opinião dos empresários da indústria transformadora, a sua carteira de encomendas externas voltou a registar uma melhoria no segundo trimestre de 2000 (gráfico 3.8). No entanto, as vendas ao exterior de material de transporte deverão experimentar uma desaceleração nos meses de Abril e Maio, explicada pelo efeito temporário da redução da produção de uma grande empresa do ramo automóvel, onde se verificou um processo de reorganização da produção⁽¹³⁾. Este efeito reflectiu-se no Índice de Volume de Negócios do total da indústria no mercado externo que, no trimestre terminado em Abril, aumentou 4.9 por cento, desacelerando face ao primeiro trimestre do ano (11.0 por cento), mas mantendo uma taxa claramente superior à registada em 1999 (-0.9 por cento).

O elevado crescimento nominal das importações no primeiro trimestre reflecte, numa parte muito significativa, a evolução dos preços de importação, tendo-se acentuado a trajectória de aceleração verificada ao longo de 1999⁽¹⁴⁾. Esta evolução traduziu-se numa forte deterioração dos termos de troca nos primeiros meses de 2000, que está associada ao comportamento dos preços internacionais das matérias-primas, em particular do petróleo (veja-se secção 2. *Enquadramento Internacional da Economia Portuguesa*).

Não obstante, o crescimento em volume das importações portuguesas manteve-se forte no primeiro trimestre de 2000. Neste período, a procura interna voltou a registar um crescimento significativo, ainda que mais moderado do que no ano anterior. No entanto, algumas componentes com elevado conteúdo importado, como o investimento em material de transporte, apresentaram um crescimento bastante forte. Por outro lado, a evolução da produção industrial no período terá igualmente contribuído para o forte crescimento das importações de bens intermédios.

(13) A redução de produção em causa teve lugar essencialmente nos meses de Março e Abril. De acordo com dados da Associação de Industriais de Montagem de Automóveis, a produção nacional de veículos ligeiros de passageiros após ter aumentado 29.3 por cento no período de Janeiro a Fevereiro de 2000, em termos homólogos, registou uma redução de 42.8 e 45.0 por cento, respectivamente, em Março e Abril. Em Maio, a redução foi bastante mais reduzida (4.9 por cento). O impacto sobre o volume de negócios da indústria foi notado já em Março, mas atendendo aos desfasamentos entre produção e vendas, deverá incidir predominantemente sobre os meses de Abril e Maio.

(14) O comportamento dos preços em Portugal estará em linha com o verificado noutros países da área do euro. No primeiro trimestre de 2000, os preços de importação de mercadorias subiram 10.3 por cento na Alemanha (6.1 por cento no quarto trimestre de 1999, -0.5 por cento no conjunto de 1999), 13.6 por cento em Itália (6.4 por cento no último trimestre de 1999; -0.9 por cento em 1999) e 11.5 por cento em Espanha (5.4 por cento no quarto trimestre de 1999, -0.1 por cento no conjunto de 1999).

Quadro 3.2

INDICADORES DA OFERTA

		1997	1998	1999	2000 ^(a)	último mês	1998		1999		1998				1999				2000
							1ºS	2ºS	1ºS	2ºS	1ºT	2ºT	3ºT	4ºT	1ºT	2ºT	3ºT	4ºT	1ºT 00
							Indústria												
Índices de produção industrial (base 95)																			
Indústria transformadora	tvh	2.9	3.7	1.1	-2.2	Abr	4.2	3.3	0.0	2.3	4.4	3.9	4.1	2.6	0.8	-0.7	1.2	3.4	-2.1
Indústria de bens de consumo	tvh	-0.6	5.6	-0.8	-3.7	Abr	5.2	5.9	-2.2	0.7	4.1	6.2	6.9	5.0	-1.3	-3.1	0.0	1.3	-4.6
Indústria de bens de investimento	tvh	0.7	5.5	-4.4	-15.5	Abr	8.0	2.9	-2.4	-6.6	8.1	7.9	10.2	-2.9	2.6	-7.0	-7.8	-5.6	-13.1
Indústria de bens intermédios	tvh	4.4	5.9	6.7	3.0	Abr	6.0	5.9	6.5	6.9	6.0	5.9	6.4	5.4	5.4	7.6	6.4	7.3	3.4
Índices de volume de negócios (base 95)																			
Indústria transformadora	tvh	5.9	6.2	-0.1	5.4	Abr	8.9	3.6	-1.8	1.6	11.1	6.9	5.4	1.8	-1.8	-1.8	-0.9	3.9	8.3
Indústria de bens de consumo	tvh	2.8	6.0	-1.1	2.1	Abr	8.5	3.6	-2.1	-0.1	10.6	6.6	5.7	1.5	-2.7	-1.6	-1.4	1.4	4.1
Indústria de bens de investimento	tvh	8.1	12.2	-2.5	-8.9	Abr	17.7	7.2	-0.9	-4.1	19.4	16.3	16.6	-0.1	5.5	-6.5	-7.9	-0.6	-5.9
Indústria de bens intermédios	tvh	6.6	4.8	2.3	11.7	Abr	6.5	3.2	0.2	4.5	8.9	4.4	3.0	3.3	-1.0	1.2	2.6	6.4	14.8
Taxa de utilização da capacidade produtiva																			
Indústria transformadora	%	81	82	81	80	1ºT	82	81	80	81	83	81	81	82	80	81	81	82	80
Indústria de bens de consumo	%	79	79	79	79	1ºT	79	80	78	79	80	78	80	80	79	78	80	78	79
Indústria de bens de investimento, excl.fabricação de automóveis	%	84	87	88	89	1ºT	87	87	87	89	85	90	89	85	85	89	90	88	89
Indústria de fabricação de automóveis	%	85	82	81	78	1ºT	83	80	82	80	85	82	79	82	81	82	80	80	78
Indústria de bens intermédios	%	81	83	82	80	1ºT	83	82	81	83	84	83	82	83	80	82	81	85	80
Construção																			
Taxa de utilização da capacidade produtiva	%	79	79	76	76	1º T	81	77	75	77	82	79	77	76	73	76	77	76	76

Fonte: INE.

tvh= taxa de variação homóloga.

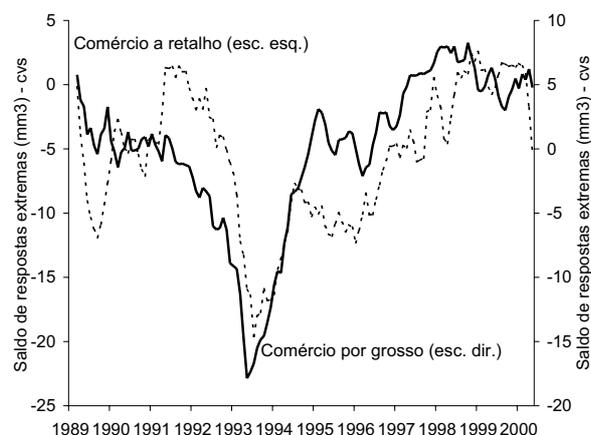
Nota:

(a) Valores acumulados até ao último mês disponível.

Relativamente à evolução dos principais sectores produtivos, a actividade no sector da construção terá registado uma aceleração nos primeiros meses de 2000, enquanto ao nível dos serviços e, em particular, no comércio por grosso e a retalho se terá verificado alguma perda de dinamismo. A actividade na indústria excluindo o sector de produção de material de transporte terá continuado em recuperação, em linha com a aceleração das exportações no período. Pelo contrário, a indústria de material de transporte terá sido afectada por factores de natureza temporária já referidos, que se traduziram numa quebra da produção nos primeiros meses de 2000.

Ao longo do primeiro semestre de 2000, o indicador de confiança na indústria continuou a melhorar, prolongando a tendência observada desde meados de 1999 (gráfico 1.1). Para tal contribuiu uma avaliação mais positiva de todas as componentes do indicador, nomeadamente, a avaliação da carteira de encomendas — em particular da carteira de encomendas externa — do nível de *stocks* de produtos acabados e das expectativas de produção. O Índice de Volume de Negócios (IVN) na indústria transformadora apresentou um aumento de 5.4 por cento no período de Janeiro a Abril, que compara com uma subida de 3.9 por cento no quarto trimestre de 1999. Uma parte da aceleração será explicada pela evolução dos preços de produção industrial. De facto, o IVN para o total da indústria transformadora excluindo a fabricação de coque, produtos petrolíferos refinados e combustíveis nucleares — produtos cujos preços registaram uma aceleração acentuada no período — apresentou igualmente uma aceleração (3.4 por cento nos primeiros quatro meses do ano que compara com 2.6 por cento no último trimestre de 1999). Dado que se verificou igualmente uma redução de *stocks* no período, o andamento da produção deverá ter sido menos marcado que o do volume de negócios⁽¹⁵⁾. Refira-se que o IVN registou alguma desaceleração nos meses de Março e Abril (quadro 3.2). Esta desaceleração resultou, em larga medida, de uma forte redução do volume de negócios no subsector de material de transporte relacionada, como já referido, com a reorganização da produção numa grande unidade fabril do ramo. No primeiro trimestre de 2000, a taxa de utilização de capacidade produtiva na indústria transformadora manteve-se a níveis elevados (quadro 3.2).

Gráfico 3.9
INDICADOR DE CONFIANÇA NO COMÉRCIO



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

A actividade na construção acelerou no primeiro semestre do ano, como já referido, em resultado do comportamento do subsector das obras públicas. Esta evolução reflectiu-se no nível de utilização de capacidade produtiva do sector, que aumentou para 76 por cento no primeiro trimestre de 2000 (73 por cento no período homólogo).

A informação disponível para 2000 sugere um menor dinamismo da actividade no sector do comércio. De acordo com o Inquérito de Conjuntura ao Comércio, verificou-se uma redução do s.r.e relativos à apreciação do volume de vendas e da actividade por parte dos empresários dos subsectores do comércio por grosso e comércio a retalho no primeiro semestre de 2000 face ao ano anterior, particularmente notória nos meses mais recentes. A evolução dos indicadores de confiança nos dois subsectores ilustra igualmente o menor dinamismo

(15) O Índice de Produção Industrial (IPI) para a indústria transformadora sugere, contrariamente à evolução do IVN, uma desaceleração acentuada da actividade do sector nos primeiros meses de 2000 (variação de -2.2 por cento no período de Janeiro a Abril de 2000 contra um aumento de 3.4 por cento no último trimestre de 1999). A aceleração dos preços na produção industrial e a redução de existências de produtos acabados na indústria que se terá verificado, de acordo com os inquéritos de opinião, podem explicar uma parte da discrepância entre a evolução do IVN e do IPI. No entanto, a redução da produção industrial sugerida pelo IPI para a generalidade das indústrias — interrompendo uma clara tendência de recuperação — parece difícil de conciliar com a melhoria da confiança dos industriais no mesmo período.

mo da actividade neste sector (gráfico 3.9). O subsector de comércio a retalho terá sido particularmente afectado, o que estará relacionado com o abrandamento do consumo privado no período.

No que respeita à actividade turística, as receitas de turismo apresentaram um forte crescimento nominal no período Janeiro-Abril de 2000, 17.9 por cento face ao período homólogo (aumento de 1.0 por cento no conjunto do ano anterior). Dados preliminares sobre as dormidas de estrangeiros na hotelaria apontam para um crescimento, em termos homólogos, de 3.1 por cento no primeiro trimestre deste ano, face a uma variação de -0.1 por cento no conjunto de 1999. Apesar da desaceleração das dormidas de nacionais — crescimento de 1.7 por cento no primeiro trimestre, que compara com 3.5 por cento em 1999 — a actividade do sector terá apresentado um crescimento mais forte no primeiro trimestre do que no conjunto do ano anterior, de acordo com a evolução das dormidas totais (2.6 e 1.0 por cento, respectivamente).

4. MERCADO DE TRABALHO

No primeiro trimestre de 2000, o mercado de trabalho continuou a reflectir a evolução cíclica da economia, verificando-se um aumento da taxa de actividade, um aumento do emprego total e por conta de outrem e uma redução da taxa de desemprego face ao período homólogo.

Segundo o Inquérito ao Emprego do INE, a taxa de actividade — considerando apenas os indivíduos com idades compreendidas entre os 15 e os 64 anos — situou-se em 71.1 por cento, o que equivale a um aumento de 0.6 p.p. em termos homólogos. Este é o nível mais elevado observado para este indicador no presente ciclo económico⁽¹⁶⁾.

No que se refere ao emprego total, observou-se, no primeiro trimestre de 2000, um aumento de 1.6 por cento do número de trabalhadores face ao primeiro trimestre do ano anterior, o que representa um crescimento idêntico ao do quarto trimestre de 1999. No entanto, o emprego medido pelo número de horas trabalhadas registou um aumento menos significativo, dado que o número médio semanal de horas habitualmente trabalhadas voltou a registar uma redução, de 0.7 por cento.

O emprego por conta de outrem aumentou 2.6 por cento no primeiro trimestre de 2000, o mesmo que no quarto trimestre de 1999. O número destes

trabalhadores com vínculos contratuais permanentes aumentou 0.6 por cento, enquanto que o número de trabalhadores por conta de outrem com contratos não permanentes aumentou 11.7 por cento.

A análise do Inquérito ao Emprego do INE revela a manutenção da tendência de aumento do peso dos sectores dos Serviços e da Construção no emprego total. No primeiro trimestre de 2000, as contribuições destes sectores para a evolução do emprego total foram de, respectivamente, 2.1 e 0.9 p.p. Esta evolução é acompanhada por uma diminuição do peso dos sectores da Indústria e da Agricultura e Pescas. Estes sectores contribuíram respectivamente com -1.0 e -0.4 p.p. para a referida evolução homóloga de 1.6 por cento no emprego total⁽¹⁷⁾.

No primeiro trimestre de 2000, a taxa de desemprego continuou a apresentar um comportamento consistente com a fase do ciclo económico, com os habituais desfasamentos, situando-se em 4.4 por cento, menos 0.3 p.p. que no trimestre homólogo de 1999. Corrigida de sazonalidade, a taxa de desemprego terá registado um ligeiro aumento face ao quarto trimestre de 1999⁽¹⁸⁾. O número de desempregados reduziu-se em 5.5 por cento, face ao período homólogo, isto é, menos que nos dois trimestres anteriores.

Com o nível da taxa de desemprego a situar-se abaixo da estimativa da taxa natural de desemprego, alguns sinais de tensão no mercado de trabalho fazem-se sentir. Assim, tem-se verificado uma subida na percentagem de empresas que refere a dificuldade em recrutar pessoal qualificado como factor limitativo da sua actividade, em particular, no sector da construção, mas também na indústria e no comércio⁽¹⁹⁾. A intensificação deste tipo de situações pode conduzir a pressões para um cresci-

(16) Recorde-se, contudo, que a introdução do novo inquérito ao emprego do INE em 1998 poderá condicionar a comparação intertemporal destes valores.

(17) Utilizando a metodologia da amostra constante obtém-se resultados qualitativamente muito semelhantes aos publicados pelo INE no que diz respeito ao crescimento do emprego nos principais sectores de actividade. Refira-se, contudo, que a dimensão da redução do emprego na indústria é menos acentuada quando se utiliza esta metodologia.

(18) Refira-se que os coeficientes de correcção de sazonalidade utilizados são os da série de taxa de desemprego apurada no anterior inquérito, não sendo ainda possível apurar se a introdução do novo inquérito implicou alterações do padrão de sazonalidade.

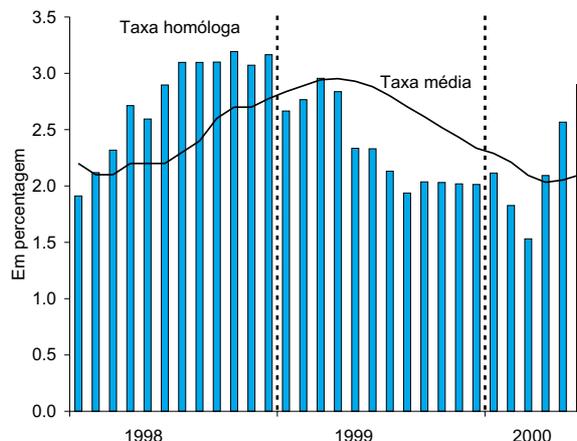
mento salarial excessivo. Considerando a situação no mercado de trabalho, o aumento dos salários nominais efectivamente pagos terá continuado a exceder o das remunerações implícitas na contratação colectiva, embora não exista ainda informação para aferir da magnitude desse diferencial em 2000. A variação de salários implícita na contratação colectiva para o sector privado foi, no período de Janeiro a Junho de 2000, de 3.6 por cento⁽²⁰⁾, mais elevada, portanto, que a observada no conjunto de 1999 (3.3 por cento). Refira-se, contudo, que o crescimento apurado para 2000 foi afectado por um contrato do sector do vestuário, calçado e curtumes, abrangendo 114.1 mil trabalhadores, que contempla um aumento das remunerações de 5.8 por cento, bastante acima da média para o sector privado. Excluindo este contrato, as remunerações médias implícitas na contratação colectiva para o sector privado registaram uma taxa de crescimento de 3.3 por cento.

5. INFLAÇÃO

No primeiro semestre de 2000, registou-se um aumento da taxa de inflação em Portugal, com a taxa de variação homóloga do IHPC a passar de 1.7 por cento em Dezembro de 1999 para 2.8 por cento em Junho. No entanto, a evolução do IHPC em 2000 deverá ser interpretada com especial cuidado devido às alterações metodológicas introduzidas em Janeiro de 2000, as quais têm consequências ao nível da evolução das respectivas taxas de variação homóloga⁽²¹⁾. Nomeadamente, devido à inclusão no IHPC dos preços dos serviços de saúde e educação, que têm registado crescimentos superiores ao da média dos restantes preços, deverá esperar-se que as taxas de variação homóloga e média do IHPC se vão aproximando progressivamente das correspondentes taxas (mais elevadas) da variação do IPC⁽²²⁾.

Desta forma, nesta secção dar-se-á um papel preponderante ao IPC na análise da evolução dos preços em 2000, já que este índice não foi afectado pelas referidas alterações metodológicas. A taxa de variação homóloga do IPC passou de 2.0 por cento em Dezembro para 1.5 por cento em Março, aumentando para 2.9 por cento em Junho. Por seu lado, a taxa de variação média anual registou uma redução de 2.3 por cento em Dezembro para 2.0

Gráfico 5.1
ÍNDICE DE PREÇOS NO CONSUMIDOR



Fonte: INE.

(19) De acordo com os inquéritos de conjuntura do INE, a percentagem de empresas do sector da Construção que refere este tipo de dificuldades manteve-se num nível muito elevado em 1999 (cerca de 40 por cento), tendo ultrapassado os 55 por cento nos primeiros meses de 2000. Na Indústria e no Comércio esta percentagem é mais baixa, mas tem igualmente vindo a aumentar (na Indústria, de cerca de 13% em 1998 e 1999 para 15 por cento no primeiro trimestre de 2000; no Comércio, de cerca de 10 por cento em 1998 e 1999 para 13 por cento no primeiro trimestre de 2000).

(20) O número de trabalhadores abrangidos foi de 876.4 mil, ligeiramente acima do número observado no mesmo período de 1999.

(21) Em Janeiro de 2000, o IHPC sofreu um conjunto relativamente amplo de alterações metodológicas. Duas dessas alterações merecem uma atenção especial. Por um lado, o novo índice passou a incluir os preços de serviços de saúde e de educação (até então só eram considerados os serviços não subsidiados), os quais já eram incluídos no IPC e que constituíam a principal razão para no passado o crescimento do IPC ter sido superior ao verificado pelo IHPC. Por outro lado, contrariamente ao verificado no IPC, o novo IHPC passou a incluir o consumo efectuado por não residentes, o qual se traduziu, nomeadamente, por um aumento do peso da rubrica "serviços de alojamento" de 0.7 para 3.0 por cento.

O novo índice foi ligado ao anterior com as taxas de variação em cadeia desde Dezembro de 1999, não se encontrando disponíveis os valores de 1999 compatíveis com as alterações metodológicas introduzidas em 2000. Assim, a evolução das taxas de variação homóloga do IHPC ao longo de 2000 não será compatível com a evolução das taxas de variação homóloga das suas componentes. Por um lado, atendendo à forte sazonalidade dos preços dos "serviços de alojamento", a evolução da taxa de variação homóloga do IHPC estará enviesada para cima (baixo) quando a procura destes serviços turísticos for maior (menor). Por outro lado, como os preços dos serviços de saúde e de educação têm registado um crescimento superior ao da média (*continua ...*)

Quadro 5.1

ÍNDICE DE PREÇOS NO CONSUMIDOR
Taxas de variação homóloga em percentagem

	1999	2000	
	Dez	Mar	Jun
Produtos alimentares e bebidas não alcoólicas	0.7	-0.6	1.8
Bebidas alcoólicas e tabaco	2.9	0.9	0.4
Vestuário e calçado	1.1	-1.2	1.3
Habitação, água, electricidade, gás e outros combustíveis	1.5	2.9	3.9
Acessórios, equipamento doméstico, manutenção corrente da habitação	1.7	1.6	1.7
Saúde	3.7	3.4	2.9
Transportes	3.3	3.2	5.4
Comunicações	-2.8	-4.8	-5.0
Lazer, recreação e cultura	-1.0	-0.5	0.6
Educação	4.9	5.0	5.0
Hotéis, cafés e restaurantes	3.3	3.0	4.2
Bens e serviços diversos	3.8	4.1	3.9

por cento em Abril, e subiu para 2.1 por cento em Maio e Junho (gráfico 5.1).

Em primeiro lugar, esta aceleração dos preços no consumidor é em parte explicada pelos ajustamentos de preços associados à subida dos preços dos combustíveis no final de Março. Estima-se que o aumento do preço dos combustíveis no final de Março tenha tido um impacto de cerca de 0.45 pontos percentuais no aumento da taxa de variação homóloga verificado em Abril. Na sequência deste aumento, verificaram-se igualmente ajustamentos de preços de alguns sectores particularmente sensíveis ao preço dos combustíveis, como é o caso do gás e dos serviços de transportes. Na ausência de novas alterações dos preços dos combustíveis, este efeito na taxa de variação homóloga do IPC irá perdurar até ao final do primeiro trimestre de 2001.

Em segundo lugar, esta aceleração dos preços no consumidor reflecte também a dissipação de efeitos irregulares que tinham contribuído para a diminuição da taxa de variação homóloga do IPC, de Dezembro a Março. Por um lado, a partir de Março e em particular em Maio e Junho, verificaram-se importantes efeitos de base associados ao comportamento dos preços de alguns bens alimentares que, no mesmo período do ano passado, tinham registado uma correcção de comportamentos anómalos de preços. Em resultado, a taxa de variação homóloga da classe “Produtos alimentares e bebidas não alcoólicas” diminuiu de 0.7 por cento em Dezembro para -0.6 por cento em Março,

tendo aumentado para 1.8 por cento em Junho⁽²³⁾ (quadro 5.1). Por outro lado, no segundo trimestre existiu uma correcção dos efeitos dos saldos e promoções da rubrica “vestuário e calçado” que tinham sido particularmente fortes no primeiro trimestre do ano. A taxa de variação homóloga dos preços desta classe diminuiu de 1.1 por cento em Dezembro para -1.2 por cento Março, aumentando posteriormente para 1.3 por cento em Junho (quadro 5.1).

O indicador de tendência da inflação homóloga, média aparada a 10 por cento⁽²⁴⁾, passou de 2.0 por cento em Dezembro de 1999 para 2.1 por cento em Março de 2000, tendo nos três meses seguintes subido 0.7 p.p., atingindo 2.8 por cento em Junho

(...continuação)

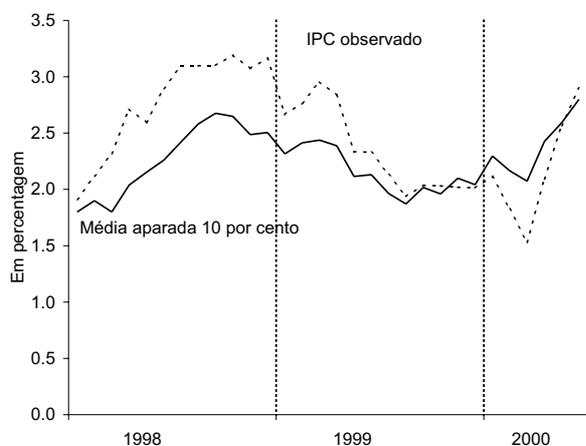
dos restantes preços, a inclusão destes serviços a partir de Janeiro de 2000 tenderá a gerar um aumento mecânico das taxas de variação homóloga do IHPC até Dezembro de 2000.

(22) No caso da taxa homóloga, a variação do IHPC poderá mesmo temporariamente ultrapassar a variação do IPC devido à questão metodológica relacionada com os “serviços de alojamento”, conforme explicado na nota de pé-de-página anterior.

(23) É de referir, em particular, o comportamento da componente féculas e amidos do IPC, com um peso de 0.38 por cento neste índice, cuja variação homóloga passou de -33.0 por cento em Dezembro de 1999 para -51.1 por cento em Março de 2000 e para 32.9 por cento em Junho de 2000.

(24) Calculada no Banco de Portugal com base no IPC. Sobre a forma de cálculo dos indicadores de tendência de inflação habitualmente utilizados pelo Banco de Portugal, veja-se C. Coimbra e P. D. Neves, (1997), *Indicadores de tendência de inflação*, Boletim Económico do Banco de Portugal, Volume 3, Número 1, Março de 1997.

Gráfico 5.2
MEDIDA DE TENDÊNCIA
Taxas de variação homóloga



Fonte: INE e Banco de Portugal.

(gráfico 5.2). A relativa estabilidade registada pelo indicador de tendência no primeiro trimestre de 2000 e o facto de ele se ter situado num nível mais elevado do que a variação homóloga do IPC sugerem que a redução da taxa de inflação, naquele período, foi em grande parte explicada pelo comportamento anormalmente favorável de alguns preços. Entre Março e Junho, a média aparada aumentou 0.7 pontos percentuais, embora neste período o referido indicador de tendência tenha excluído do seu cálculo o efeito específico do aumento dos preços dos combustíveis⁽²⁵⁾ e os principais efeitos irregulares relacionados com o comportamento dos preços de alguns bens, nomeadamente alimentares. A evolução da diferença entre a variação homóloga do IPC e a média aparada pode ser explicada através da análise do coeficiente de assimetria da distribuição seccional das variações dos preços das componentes do IPC. Com efeito, verificou-se uma assimetria negativa de Dezembro de 1999 a Maio de 2000, particularmente acentuada entre Fevereiro e Abril⁽²⁶⁾, período para o qual a diferença entre a variação homóloga do IPC e a média aparada foi mais significativa (gráfico 5.3). No mês de Junho, a distribuição seccional do IPC apresentou já uma assimetria positiva. Deste modo, o contributo descendente para o IPC dos itens com variações mais negativas, a partir de Maio, foi muito menor do que nos meses anteriores e, consequentemente, o efeito de exclusão da

Gráfico 5.3
ASSIMETRIA DE DISTRIBUIÇÃO
SECCIONAL DO IPC



Fonte: INE e Banco de Portugal.

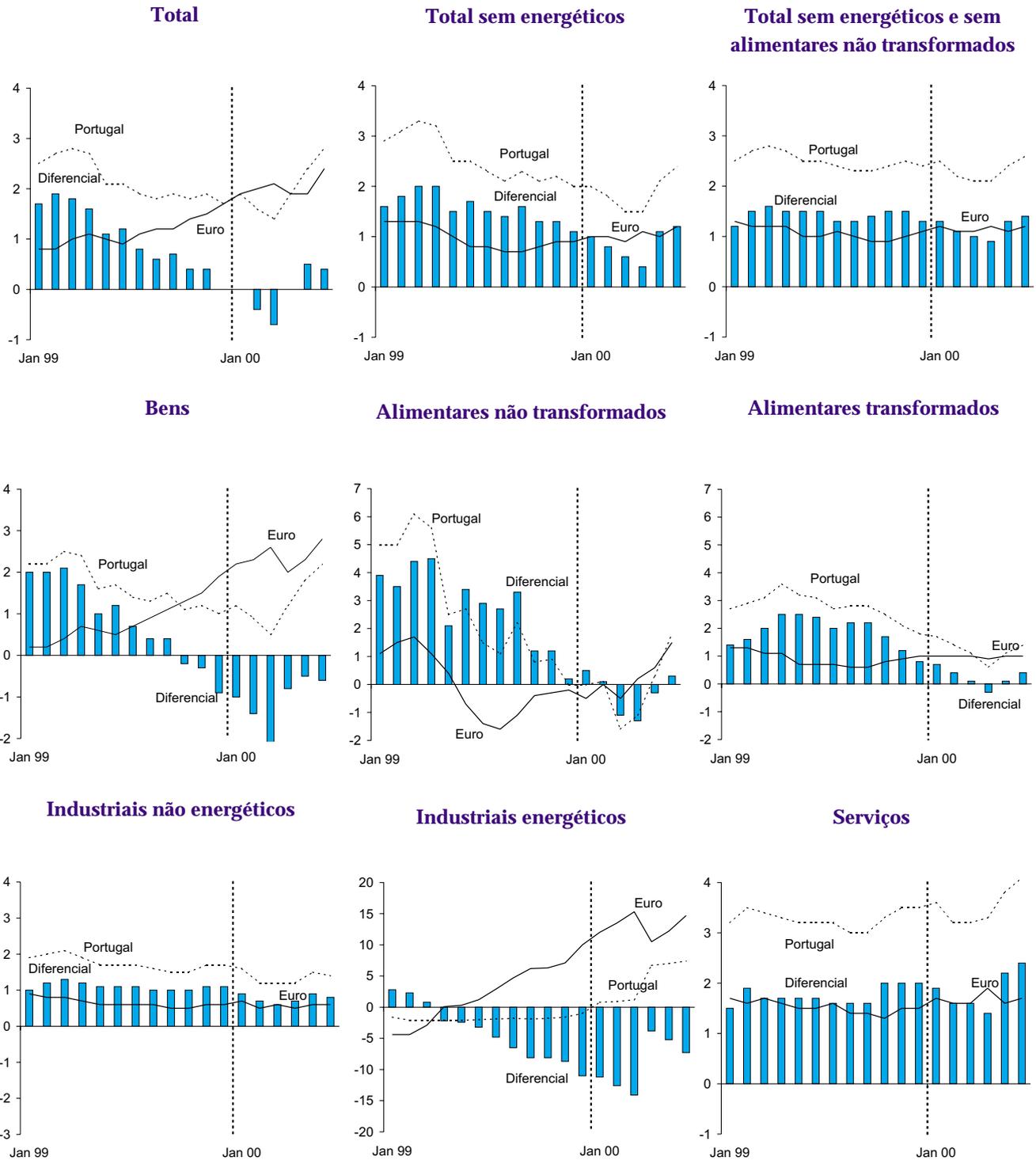
quelas observações extremas na média aparada foi muito menos significativo.

Presentemente, dado que a taxa de inflação em termos homólogos se encontra perto do seu respectivo indicador de tendência, os efeitos de natureza irregular não deverão estar a influenciar de uma forma muito significativa o actual nível da taxa de variação homóloga do IPC. Assim, a evolução da taxa de inflação, além de possíveis comportamentos irregulares de alguns preços no futuro, cujo sinal e magnitude são impossíveis de antecipar, estará particularmente dependente do andamento dos principais factores explicativos de inflação, cujas alterações mais importantes em relação a 1999 se caracterizam por um enquadramento externo menos favorável para os preços em Portugal, o qual tenderá a sobrepor-se ao recente abrandamento do consumo privado. Neste contexto, não é

(25) A partir de Abril, os combustíveis passaram a pertencer ao conjunto de itens com um peso total de 10 por cento no IPC cujos preços registaram as maiores taxas de variação homóloga, sendo desta forma excluídos do cálculo da média aparada.

(26) A distribuição seccional das variações de preços das componentes do IPC é geralmente assimétrica positiva, no sentido em que é mais frequente verificarem-se variações de preços mais acentuadas acima da variação média de preços do que abaixo. Para Portugal, assim como para a generalidade dos países, existe evidência empírica de predominância de assimetria positiva na distribuição do IPC. Também por esta razão, a média aparada apresenta, em termos médios, variações de preços abaixo das indicadas pelo IPC. Ver Coimbra e Neves (1997).

Gráfico 5.4
ÍNDICE HARMONIZADO DER PREÇOS NO CONSUMIDOR TOTAL E AGREGADO
 Taxas de variação homóloga e diferenciais



Fonte: Eurostat.

provável que se verifique uma reversão deste aumento da taxa de inflação homóloga até ao final do ano, o que, a confirmar-se, se traduzirá por no-

vos aumentos da taxa de inflação média anual nos próximos meses.

A estabilidade da taxa de inflação em Portugal depois de eliminar o aumento dos preços dos combustíveis e a correcção de alguns efeitos de natureza irregular, é também visível na evolução do diferencial de inflação em relação aos países da área do euro (gráfico 5.4). Considerando o IHPC, que, apesar das limitações de análise em 2000, é ainda o indicador mais correcto para analisar o diferencial de inflação, verifica-se que este diferencial passou de um valor nulo em Dezembro de 1999 para um valor negativo de 0.7 p.p. em Março, aumentando para um valor positivo de 0.4 p.p. em Junho. No entanto, desde o início de 1999, os preços dos bens energéticos registaram um aumento significativo nos restantes países da área do euro, enquanto que, em Portugal, esses preços foram mantidos inalterados até Março de 2000. Assim, excluindo os produtos energéticos, esse diferencial passou de 1.1 p.p. no final de 1999 para um valor mínimo de 0.4 p.p. em Abril, subindo novamente para 1.2 p.p. em Junho. Excluindo adicionalmente os bens alimentares não processados, cuja desaceleração ao longo de 1999 e do primeiro trimestre de 2000 foi muito acentuada em Portugal, a estabilidade do diferencial de inflação foi ainda mais notória, passando de 1.3 p.p. em Dezembro de 1999 para um nível mínimo de 0.9 p.p. em Abril, e novamente para 1.4 p.p. em Junho.

Em relação às restantes componentes do IHPC, o diferencial de crescimento de preços dos bens industriais não energéticos passou de 1.1 p.p. para um nível mínimo de 0.6 p.p. em Março e para 0.8 p.p. em Junho, reflectindo as flutuações dos preços do “vestuário e calçado” já anteriormente referidas; nos bens alimentares processados, atendendo à estabilidade do crescimento destes preços na área euro, a diminuição do diferencial de 0.8 p.p. em Dezembro de 1999 para 0.4 p.p. em Junho acabou por reflectir a desaceleração destes preços em Portugal; nos serviços, o diferencial de crescimento dos preços diminuiu de 2 p.p. percentuais em Dezembro de 1999, para um valor mínimo de 1.4 p.p. em Abril, aumentando para 2.4 pontos percentuais em Junho.

A análise dos principais factores explicativos de inflação não apresenta nenhuma alteração significativa relativamente ao que foi referido no *Boletim Económico* de Março de 2000. As condições externas continuam menos favoráveis do que em 1999, o que se deverá traduzir num acentuar da trajectó-

ria de aceleração dos preços de importação já verificada em 1999. Na primeira metade de 2000 verificou-se uma nova depreciação da taxa de câmbio do euro e a manutenção de uma trajectória de aceleração da generalidade dos preços internacionais, em particular das matérias-primas (veja-se secção 2. *Enquadramento internacional da economia portuguesa*). No caso do petróleo, ainda que o efeito directo continue a ser neutralizado pelo facto dos preços dos combustíveis serem fixados de uma forma administrativa, a inflação em Portugal tenderá a ser indirectamente afectada pelos efeitos do aumento do preço do petróleo nos restantes preços internacionais.

Pelo contrário, as condições internas da economia portuguesa poderão constituir-se como elemento de alguma atenuação destes factores de natureza externa, atendendo nomeadamente à desaceleração do consumo privado. No entanto, estes efeitos não deverão permitir compensar a deterioração da envolvente externa para os preços em Portugal, já que, apesar do abrandamento da procura interna, a situação no mercado de trabalho continua a ser caracterizada por alguma tensão (veja-se secções: 3. *Procura e produção*; 4. *Mercado de trabalho*).

6. BALANÇA DE PAGAMENTOS

No período de Janeiro a Abril de 2000, o défice resultante da soma dos saldos das Balanças Corrente e de Capital aumentou cerca de 80 por cento face ao mesmo período do ano anterior (quadro 6.1). À semelhança do ocorrido ao longo de 1999, o aumento do défice da Balança Corrente voltou a reflectir, essencialmente, o comportamento da Balança de Mercadorias (gráfico 6.1). O défice da Balança de Mercadorias⁽²⁷⁾ registou uma forte deterioração nos primeiros quatro meses deste ano, aumentando quase 40 por cento em termos homólogos. As importações mantiveram um crescimento superior ao das exportações, em termos nominais, o que reflecte, em parte, a forte perda de termos de troca observada nos meses iniciais de 2000.

(27) No apuramento do saldo de mercadorias no período de Janeiro a Abril de 2000, utilizaram-se estimativas provisórias de comércio externo para o mês de Abril de 2000, fornecidas pelo INE.

O excedente da Balança de Serviços apresentou uma redução no período de Janeiro a Abril de 2000 face ao mesmo período de 1999 (quadro 6.1). Ao nível das principais componentes, há a realçar o aumento do défice de serviços de transporte — em particular, do défice referente ao transporte aéreo de passageiros — e o aumento do défice de outros serviços, em parte compensados por um maior excedente de viagens e turismo. As receitas de turismo apresentaram um forte crescimento nominal, 17.9 por cento face ao período homólogo, enquanto as despesas nominais em viagens e turismo efectuadas por residentes no exterior aumentaram 11.5 por cento.

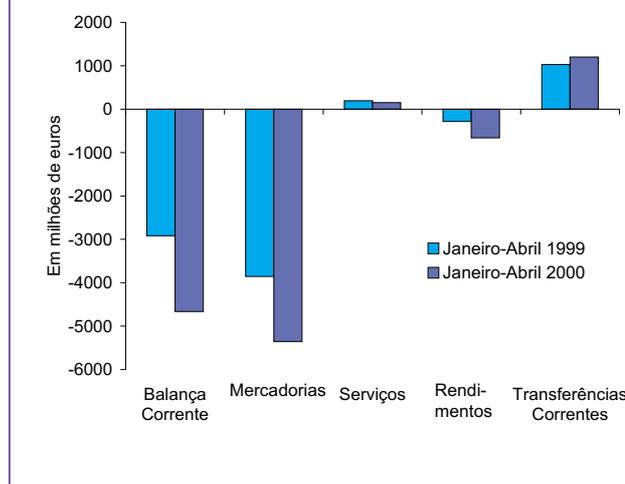
No período de Janeiro a Abril de 2000, o défice da Balança de Rendimentos mais do que duplicou face ao mesmo período do ano anterior (quadro 6.1). Para tal contribuiu o aumento do défice de todas as principais componentes de rendimentos de investimento, em linha com o aumento da posição devedora da economia portuguesa face ao exterior.

O excedente de transferências correntes aumentou 16.7 por cento nos primeiros quatro meses do ano face ao mesmo período de 1999, reflectindo o comportamento das transferências públicas — maioritariamente com a União Europeia — mas também o maior excedente das transferências privadas (quadro 6.1). Relativamente às transferências públicas, registaram-se, em particular, recebimentos do Fundo Social Europeu superiores aos registados no mesmo período do ano anterior. Ao nível das transferências privadas, é de salientar o crescimento de 8.3 por cento do saldo de remessas de emigrantes (3.7 por cento no conjunto do ano anterior), que poderá estar associado ao enquadramento internacional mais favorável.

O excedente da Balança de Capital diminuiu 33.7 por cento no período de Janeiro a Abril de 2000, em resultado do menor excedente verificado ao nível das transferências públicas de capital com a União Europeia (quadro 6.1). Recorde-se que o Orçamento de Estado para 2000 prevê igualmente uma redução destas transferências no conjunto do ano.

Nos primeiros quatro meses de 2000, a Balança Financeira apresentou um excedente superior em 60.8 por cento ao verificado no mesmo período de 1999, reflexo do aumento das necessidades de financiamento da economia portuguesa face ao ex-

Gráfico 6.1
COMPOSIÇÃO DA BALANÇA CORRENTE
Saldos



terior (quadro 6.2). Esta entrada de fundos na economia portuguesa resultou das operações financeiras com o exterior efectuadas sobre activos e passivos das instituições financeiras monetárias, das Autoridades Monetárias (essencialmente através de operações efectuadas no âmbito do sistema TARGET) e das administrações públicas. As instituições financeiras não monetárias e as sociedades não financeiras e particulares residentes estiveram na origem de saídas líquidas de capitais.

No período Janeiro-Abril de 2000, as operações de investimento directo entre Portugal e o exterior apresentaram um défice ligeiramente superior ao do período homólogo (quadro 6.2). Em termos líquidos, ambos os fluxos de investimento directo aumentaram face a Janeiro-Abril de 1999, mas o aumento do investimento directo de Portugal no exterior foi superior ao aumento do investimento directo estrangeiro na economia portuguesa. O sector de “comércio por grosso e a retalho, reparações, alojamento e restauração” destacou-se pelos montantes recebidos de investimento directo no período Janeiro-Abril de 2000. Por outro lado, a maior parte do investimento directo de Portugal no exterior neste período foi efectuado por sociedades gestoras de participações sociais de diversos grupos económicos portugueses.

De acordo com informação preliminar⁽²⁸⁾, nos primeiros quatro meses deste ano, as operações de investimento de carteira entre Portugal e o exterior registaram um excedente muito superior ao verifi-

Quadro 6.1

BALANÇA DE PAGAMENTOS

Milhões de euros

	Janeiro a Abril 1999			Janeiro a Abril 2000		
	Débito	Crédito	Saldo	Débito	Crédito	Saldo
Balança Corrente	16.105.6	13.188.6	-2.917.0	19.283.4	14.619.8	-4.663.6
Mercadorias	11.793.3	7.938.2	-3.855.1	14.079.5	8.724.1	-5.355.4
Serviços	1.951.9	2.145.1	193.2	2.200.6	2.351.3	150.7
Transportes	581.5	376.9	-204.6	681.9	360.0	-321.9
Viagens e turismo	631.1	1.245.6	614.4	703.6	1.468.0	764.4
Seguros	33.9	21.7	-12.2	38.3	18.4	-19.9
Direitos de utilização	97.8	9.7	-88.0	100.8	7.4	-93.4
Outros serviços	531.0	468.8	-62.2	595.6	470.7	-125.0
Operações governamentais	76.7	22.4	-54.3	80.3	26.8	-53.5
Rendimentos	1.670.1	1.385.7	-284.5	2.302.7	1.642.7	-660.0
Rendimentos de trabalho	33.9	41.7	7.8	29.1	41.7	12.6
Rendimentos de investimento	1.636.2	1.343.9	-292.3	2.273.6	1.601.0	-672.5
Transferências correntes	690.2	1.719.7	1.029.4	700.6	1.901.7	1.201.1
Transferências públicas	498.2	630.9	132.8	512.5	720.5	208.0
Transferências privadas	192.1	1.088.7	896.6	188.2	1.181.3	993.1
Balança de Capital	49.5	595.7	546.2	45.7	408.0	362.4
Transferências de capital	39.2	586.6	547.4	39.7	389.0	349.3
Transferências públicas	3.1	553.1	550.0	1.8	347.2	345.4
Transferências privadas	36.1	33.5	-2.6	37.8	41.8	4.0
Aquisição/cedência de activos não prod. não financeiros	10.2	9.0	-1.2	6.0	19.1	13.0
Balança Financeira	269.772.6	273.026.0	3.253.4	269.162.8	274.393.6	5.230.8
Investimento directo	5.160.5	4.986.3	-174.2	6.313.8	5.898.2	-415.6
Investimento de Portugal no exterior	1.833.5	1.347.2	-486.3	1.699.1	566.4	-1.132.7
Investimento do exterior em Portugal	3.327.0	3.639.1	312.1	4.614.7	5.331.8	717.1
Investimento de carteira	73.570.5	73.658.4	87.9	48.067.0	50.523.1	2.456.0
Activos	47.431.3	44.506.0	-2.925.3	18.349.9	19.536.8	1.186.9
Passivos	26.139.2	29.152.4	3.013.2	29.717.2	30.986.3	1.269.1
Derivados financeiros	436.7	465.8	29.1	1.296.6	1.421.4	124.8
Outro investimento	178.008.0	181.013.9	3.005.9	195.848.8	198.993.5	3.144.6
Activos	125.849.8	129.945.3	4.095.5	157.251.9	154.536.8	-2.715.2
Passivos	52.158.2	51.068.7	-1.089.5	38.596.9	44.456.7	5.859.8
Activos de reserva	12.596.9	12.901.5	304.7	17.636.6	17.557.5	-79.1
Ouro monetário	0.4	144.5	144.1	0.3	0.0	-0.2
Direitos de saque especiais	32.5	121.9	89.4	14.7	11.8	-3.0
Posição de reserva no FMI	473.4	510.0	36.6	1.991.7	1.988.8	-2.9
Moedas estrangeiras	12.090.6	12.125.2	34.6	15.629.9	15.556.9	-73.0
Erros e omissões			-882.6			-929.5
Por memória:						
Balança Corrente + Balança de Capital	16.155.1	13.784.2	-2.370.8	19.329.1	15.027.8	-4.301.3

cado no mesmo período de 1999 (quadro 6.2). Neste período, embora o investimento de carteira de

não residentes em Portugal tenha diminuído face a Janeiro-Abril de 1999, o investimento de carteira de Portugal no exterior registou um desinvestimento líquido em títulos estrangeiros, por oposição ao ocorrido no período homólogo de 1999. Este desinvestimento resultou, em larga medida, do comportamento das instituições financeiras

(28) A informação relativa aos fluxos de investimento de carteira, activos e passivos, inclui, em algumas componentes, estimativas calculadas pelo Banco de Portugal. Estes valores estão, por isso, sujeitos a revisões.

Quadro 6.2

BALANÇA FINANCEIRA^(a)

Milhões de euros

	Janeiro-Abril 1999			Janeiro-Abril 2000		
	Variação de passivos	Variação de activos	Variação líquida	Variação de passivos	Variação de activos	Variação líquida
Balança Financeira	1 799.0	1 454.4	3 253.4	6 549.4	-1 318.6	5 230.8
Investimento directo	312.1	-486.3	-174.2	717.1	-1 132.7	-415.6
Investimento de carteira	3 013.2	-2 925.3	87.9	1 269.1	1 186.9	2 456.0
Derivados financeiros	-436.7	465.8	29.1	-1 296.6	1 421.4	124.8
Outro investimento	-1 089.5	4 095.5	3 005.9	5 859.8	-2 715.2	3 144.6
Activos de reserva	-	304.7	304.7	-	-79.1	-79.1
Por sector institucional residente:						
Autoridades Monetárias	509.2	2 011.5	2 520.7	122.1	3 623.2	3 745.3
Investimento de carteira	-	156.5	156.5	-	-82.8	-82.8
Derivados financeiros	0.0	0.0	0.0	-0.9	1.4	0.5
Outro investimento	509.2	1 550.3	2 059.5	123.0	3 783.7	3 906.7
Activos de reserva	-	304.7	304.7	-	-79.1	-79.1
Administrações Públicas	3 587.3	-10.1	3 577.2	789.4	250.0	1 039.4
Investimento de carteira	3 667.0	-0.1	3 666.8	741.8	254.8	996.7
Derivados financeiros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Outro investimento	-79.7	-10.0	-89.7	47.6	-4.9	42.7
Instituições Financeiras Monetárias	-1 618.7	2 255.2	636.5	4 811.5	903.2	5 714.7
Investimento directo	10.5	-49.8	-39.3	12.4	-72.8	-60.4
Investimento de carteira	-54.5	-1 729.1	-1 783.6	72.3	1 091.0	1 163.3
Derivados financeiros	-379.4	453.2	73.8	-1 177.2	1 338.5	161.3
Outro investimento	-1 195.4	3 581.0	2 385.7	5 904.0	-1 453.4	4 450.6
Instituições Financeiras não Monetárias	-131.0	-1 324.0	-1 455.0	346.2	-3 469.0	-3 122.8
Investimento directo	-79.4	45.0	-34.5	110.6	-43.1	67.5
Investimento de carteira	-41.9	-1 361.5	-1 403.4	314.9	-54.9	260.0
Derivados financeiros	-1.3	4.2	2.9	-82.9	76.9	-6.0
Outro investimento	-8.4	-11.7	-20.0	3.7	-3 448.0	-3 444.3
Sociedades não Financeiras e Particulares	-547.7	-1 478.2	-2 025.9	480.1	-2 626.0	-2 145.8
Investimento directo	381.0	-481.5	-100.5	594.1	-1 016.8	-422.7
Investimento de carteira	-557.4	9.0	-548.4	140.0	-21.2	118.8
Derivados financeiros	-56.0	8.5	-47.5	-35.5	4.5	-31.0
Outro investimento	-315.3	-1 014.2	-1 329.5	-218.5	-1 592.5	-1 811.0

Nota:

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

monetárias residentes. Quanto ao investimento de carteira do exterior em Portugal, no início deste ano continuou a verificar-se uma procura de títulos nacionais por não residentes, embora mais reduzida do que no mesmo período do ano anterior. Os investidores não residentes continuaram a aplicar em obrigações de dívida pública, embora em montante inferior ao do mesmo período de 1999.

Até Abril deste ano, as operações incluídas na rubrica “Outro Investimento” continuaram a originar significativas entradas líquidas de fundos na economia portuguesa, em montante muito próximo do verificado no período homólogo de 1999

(quadro 6.2). As operações de empréstimos e depósitos efectuadas directamente por instituições financeiras monetárias residentes saldaram-se por uma entrada de capitais em Janeiro-Abril de 2000 muito superior à observada em Janeiro-Abril de 1999. Adicionalmente, as operações efectuadas no âmbito do sistema TARGET⁽²⁹⁾ traduziram-se numa forte entrada de fundos no período Janeiro-

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

ro-Abril, mais elevada do que a verificada no mesmo período de 1999. Pelo contrário, as operações incluídas na rubrica “Outro Investimento” efectuadas pelas instituições financeiras não monetárias traduziram-se numa saída líquida de fundos que contrasta com o saldo praticamente nulo do período homólogo de 1999.

7. TAXAS DE JURO E CRÉDITO

No primeiro semestre de 2000, as taxas de juro bancárias mantiveram a trajectória ascendente verificada desde o terceiro trimestre de 1999. Esta evolução está em linha com as decisões de política monetária do BCE, cujas taxas de intervenção têm vindo a ser progressivamente aumentadas desde Novembro de 1999. Não obstante esta evolução do custo do crédito, os agregados de crédito interno continuaram a apresentar taxas de crescimento elevadas. Enquanto o crédito a sociedades não financeiras registou desde o início de 2000 uma aceleração significativa, o crédito a particulares tem vindo a desacelerar gradualmente desde meados de 1999.

Em Junho de 2000, as taxas de juro dos depósitos a prazo (181 dias a 1 ano) situaram-se em 3.0 por cento, aumentando 0.8 p.p. face ao nível mínimo de 1999 (gráfico 7.1). As taxas de juro dos novos empréstimos a sociedades não financeiras fixaram-se em 5.6 por cento (operações de 91 a 180 dias) e em 5.7 por cento (operações de 181 a 1 ano), o que corresponde a aumentos de 0.9 e 1.4 p.p., respectivamente, face aos níveis mínimos de 1999. A taxa dos empréstimos a particulares (operações por prazo superior a 5 anos) fixou-se em 6.0 por cento, tendo aumentado 1.2 p.p. face ao nível mínimo verificado em 1999. No primeiro semestre de 2000, realçam-se especialmente a subida em 1.0 p.p. na taxa dos empréstimos a particulares por mais de 5 anos (0.8 p.p. no trimestre terminado em Junho) e o aumento em 0.9 p.p. na taxa de juro dos empréstimos a sociedades não financeiras em operações de 181 dias a um ano (0.6 p.p. no trimestre terminado em Junho).

Globalmente, as taxas de juro activas registaram aumentos superiores aos observados nas taxas de juro passivas. Este ajustamento mais rápido nas taxas de juro activas contrasta com o observado no contexto da descida das taxas de juro nos últimos anos em Portugal, em que se verificou um

Gráfico 7.1
TAXAS DE JURO DO MERCADO MONETÁRIO,
DO MERCADO DE CAPITAIS
E DO CRÉDITO BANCÁRIO

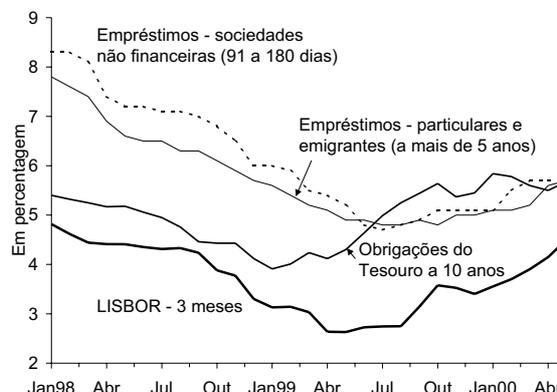
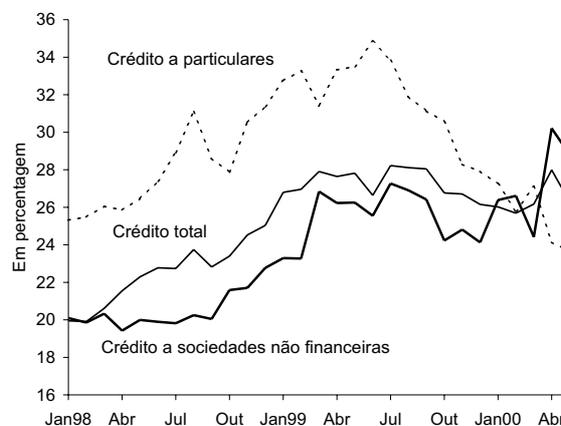


Gráfico 7.2
CRÉDITO INTERNO AO SECTOR RESIDENTE
NÃO MONETÁRIO (EXCLUINDO AS
ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS)
Taxas de variação homóloga



Nota: O sector residencial não monetário (excluindo as administrações públicas) inclui os particulares, as sociedades não financeiras e as instituições financeiras não monetárias.

ajustamento mais rápido das taxas de juro passivas⁽³⁰⁾.

(30) Esta questão é analisada de forma mais detalhada na caixa “Transmissão dos movimentos das taxas de juro do mercado monetário às taxas de juro activas e passivas” do Capítulo 2 do Relatório Anual 1999 do Banco de Portugal.

Quadro 7.1

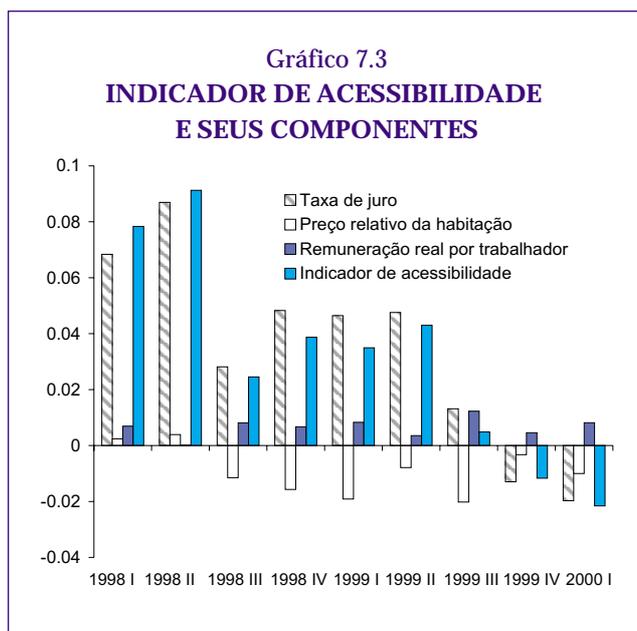
VARIAÇÃO PERCENTUAL
NO SERVIÇO MENSAL DE DÍVIDA
FACE AO NÍVEL MÍNIMO DE 1999

Em percentagem

	Prazo residual do empréstimo (em anos)					
	5	10	15	20	25	30
Observada até Maio de 2000.	2.8	5.4	7.8	9.9	11.9	13.7
Após transmissão integral da variação da taxa de mercado monetário	4.5	8.6	12.4	15.9	19.1	21.9

Gráfico 7.3

INDICADOR DE ACESSIBILIDADE
E SEUS COMPONENTES



Tendo em conta os desfasamentos na transmissão de alterações nas taxas de juro do mercado monetário às taxas de juro bancárias, serão de esperar aumentos adicionais das taxas de juro bancárias, dadas as recentes subidas das taxas de juro de intervenção do BCE.

O crédito interno total registou em Maio de 2000 uma taxa de variação homóloga de 23.9 por cento (19.9 por cento em Dezembro de 1999). Esta evolução resultou do efeito conjunto de uma diminuição do ritmo de decréscimo do crédito líquido ao SPA com uma relativa estabilização do crédito total ao sector residente não monetário (excluindo as administrações públicas). Esta última derivou da combinação de uma desaceleração do crédito bancário a particulares e de uma aceleração do crédito a sociedades não financeiras (gráfico 7.2).

Em Maio, o crédito a particulares registou uma taxa de variação homóloga de 23.6 por cento (34.8 por cento no máximo atingido em Junho de 1999 e 27.9 por cento em Dezembro de 1999). Esta desaceleração deveu-se fundamentalmente à evolução do crédito destinado à aquisição de habitação, que registou uma desaceleração de 12.4 p.p. desde o máximo observado em Fevereiro de 1999 (para 25.1 por cento). O crédito para consumo e outros fins, que representa cerca de 25 por cento do crédito total aos particulares, registou igualmente uma desaceleração, de 23.2 por cento em Dezembro de 1999 para 19.7 por cento em Maio de 2000.

A recente desaceleração do crédito a particulares terá derivado essencialmente do aumento das

taxas de juro bancárias, quer já observado quer esperado, da deterioração das expectativas dos consumidores sobre a situação económica futura e das alterações legislativas introduzidas por regras do regime de crédito bonificado à habitação. No que respeita ao primeiro factor, o progressivo aumento do custo do crédito implicou uma redução da acessibilidade ao mercado de habitação⁽³¹⁾, observável desde o último trimestre de 1999 (gráfico 7.3).

Nos anos mais recentes, tem-se verificado um aumento significativo do grau de endividamento dos particulares. No final de 1999, este ascendia a 76.5 por cento do Rendimento Disponível dos particulares, face a 43.7 por cento no final de 1996. Dado que a maioria dos contratos de crédito à habitação são realizados a taxa variável, aquele aumento acentuou a sensibilidade das famílias a variações das taxas de juro, o que poderá também ter contribuído para a desaceleração da procura de crédito pelos particulares.

No entanto, saliente-se que as taxas de juro se situam ainda em níveis relativamente baixos. Em Junho de 2000, as taxas de juro de empréstimos a particulares, em termos nominais e reais, situavam-se em níveis próximos dos observados no terceiro trimestre de 1998. Este facto poderá justificar

(31) Uma descrição mais pormenorizada da construção do indicador de acessibilidade encontra-se na caixa "Factores subjacentes à evolução do crédito bancário ao sector privado não financeiro em Portugal" do Capítulo 2 do Relatório Anual 1999 do Banco de Portugal.

Quadro 7.2

**SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS CRÉDITO INTERNO
NÃO TITULADO E PAPEL COMERCIAL**

Em percentagem

	1998		1999			2000				
	Dez	Mar	Jun	Set	Dez	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
Taxa de variação homóloga	21.7	26.7	26.6	28.7	27.2	31.0	30.9	28.3	34.0	32.1
Contributos sectoriais										
Agricultura, produção animal, caça, silvicultura e pesca	0.1	0.3	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4	0.2	0.2	0.3
Indústrias extractivas	0.1	0.2	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3
Indústrias transformadoras	3.6	3.9	4.0	3.8	3.3	5.2	5.0	4.7	5.1	5.2
Produção e distribuição de electricidade, gás e água	0.5	1.2	1.9	1.4	1.3	0.8	1.3	1.0	1.1	0.6
Construção	5.2	4.8	4.6	5.4	5.0	5.3	6.8	6.1	6.4	5.9
Serviços	12.2	16.2	15.2	17.1	16.9	18.9	17.2	16.1	21.0	19.9
Desagregação do sector dos serviços										
Comércio por grosso e agentes do com. (excepto veículos automóveis e motociclos)	3.5	4.5	2.7	2.2	1.7	2.4	2.6	1.5	1.9	1.6
Actividades imobiliárias	2.1	2.6	2.6	2.8	3.5	3.5	3.2	3.6	3.8	3.4
Outras actividades de serviços prestados princ. às empresas	1.9	3.2	3.4	4.6	4.5	4.2	3.6	4.0	7.8	7.6
Outros serviços	4.6	5.9	6.5	7.5	7.2	8.8	7.8	7.0	7.5	7.4

as ainda elevadas taxas de crescimento do crédito a particulares observadas no primeiro semestre de 2000.

De acordo com a informação disponível, o aumento das taxas de juro activas dos bancos já terá exercido um impacto sobre o serviço da dívida dos particulares. A título ilustrativo, considere-se um empréstimo de 20000 contos, a taxa variável, amortizável num prazo de 25 anos em regime de prestações fixas. Em Julho, Agosto e Outubro de 1999, meses em que a taxa de juro do crédito a particulares a mais de 5 anos registou valores mínimos (4.8 por cento), o serviço mensal de dívida daquele empréstimo seria de cerca de 113 contos. Em Junho de 2000, um empréstimo contratado nas mesmas condições teria associada uma prestação de cerca de 127 contos, o que corresponde a um aumento de 11.9 por cento⁽³²⁾ (quadro 7.1).

A transmissão de alterações das taxas de intervenção às taxas de juro do mercado monetário e posteriormente às taxas activas bancárias é um processo gradual, em que os efeitos se manifestam ao longo de vários trimestres⁽³³⁾. Neste contexto, é de prever que as taxas de juro do crédito à habitação ainda não tenham repercutido integralmente as subidas recentes das taxas de intervenção do BCE (e do mercado monetário).

Com o objectivo de avaliar esta questão, o quadro 7.1 apresenta uma estimativa do agravamento percentual na prestação mensal decorrente da transmissão das alterações verificadas até Junho nas taxas de juro do mercado monetário às taxas de juro do crédito à habitação⁽³⁴⁾. O exercício assume, por um lado, que as alterações nas taxas do mercado monetário são transmitidas na íntegra (numa relação de um para um) às taxas activas dos bancos e, por outro, que não ocorrerão novas subidas nas taxas do mercado monetário.

A implementação do exercício exige adicionalmente a definição de um *spread* de equilíbrio entre a taxa do crédito à habitação e a taxa do mercado monetário a seis meses. De forma simplificada, assumiu-se que este corresponderá à média dos *spreads* observados entre Maio de 1999 (mês em que a taxa do mercado monetário atingiu um mi-

(32) Note-se que esta variação percentual não depende do montante do empréstimo.

(33) Veja-se a caixa "Transmissão dos movimentos das taxas de juro do mercado monetário às taxas de juro activas e passivas" atrás referida.

(34) Em Portugal predominam os contratos de crédito à habitação a taxa variável indexada a uma taxa do mercado monetário (geralmente a 3 e 6 meses). Neste exercício assumiu-se como taxa de referência a taxa de juro a seis meses do mercado monetário.

Quadro 7.3

BALANÇO CONSOLIDADO DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS MONETÁRIAS

Milhões de euros

	Saldo		Variações	
	Mai 2000	Dez 1999/ /Mai 2000	Dez 1998/ /Mai 1999	
Activos líquidos sobre o exterior.....	-1 999	-1 1147	-5 429	
Banco de Portugal.....	15 492	-3 131	-1 273	
Outras instituições financeiras monetárias.....	-17 490	-8 016	-4 156	
dos quais:				
Denominados em euros.....	-18 715	-8 155	-4 438	
Crédito às administrações públicas.....	9 418	654	-801	
Crédito interno (excepto às administrações públicas).....	142 144	12 539	9 814	
Particulares.....	6 1142	4 101	4 859	
Sociedades não financeiras.....	64 315	7 788	4 394	
Instituições financeiras não monetárias.....	16 688	651	562	
Circulação monetária.....	4 849	-771	-242	
Depósitos e equiparados - Total.....	114 332	-202	3 238	
Títulos excepto capital.....	14 631	1 315	136	
Unidades de participação em Fundos do Mercado Monetário.....	41	41	0	
Capital e reservas.....	21 341	494	-3	
Diversos (líquidos).....	-5 631	1 170	455	

nimo) e Agosto de 1999 (mês em que a taxa do crédito à habitação atingiu um mínimo). Este valor é de 1.8 pontos percentuais⁽³⁵⁾. Com estes pressupostos, a taxa do crédito à habitação, que até Junho aumentou 1.2 p.p. face ao valor mínimo observado em Maio de 1999, aumentaria adicionalmente 0.7 p.p. Deste modo, conclui-se que a variação observada até Junho no serviço mensal de dívida corresponde a cerca de dois terços da variação total que será expectável após a transmissão integral da subida já verificada nas taxas a seis meses do mercado monetário. Será assim de esperar um aumento adicional do serviço de dívida dos particulares em percentagem do seu rendimento disponível.

Nos primeiros meses de 2000, verificou-se uma significativa aceleração do crédito a sociedades não financeiras. A taxa de variação homóloga aumentou de 24.1 por cento em Dezembro de 1999 para 28.8 por cento em Maio de 2000. Em termos de decomposição por ramo de actividade, o crédito a sociedades não financeiras registou taxas de crescimento elevadas nas suas principais componentes. Em Maio de 2000, os agregados de crédito

destinados aos ramos de serviços, indústria transformadora e construção registaram taxas de variação de 36.6, 23.2 e 35.4 por cento, respectivamente⁽³⁶⁾.

O quadro 7.2 evidencia a contribuição, significativa e crescente, do crédito a sociedades cuja actividade principal é a prestação de serviços a empresas. Este sub-ramo inclui o crédito concedido a Sociedades Gestoras de Participações Sociais do sector não financeiro⁽³⁷⁾, que reflectirá, em larga medida, o financiamento de operações de reestruturação financeira das empresas. Estas operações

(35) No caso de se considerar um *spread* para um período mais longo (Maio de 1998 a Junho de 2000), o valor médio do *spread* seria igualmente de 1.8 por cento.

(36) Estes ramos de actividade representaram, em Maio de 2000, respectivamente 56.2, 21.1 e 17.0 por cento do total de crédito interno bancário a sociedades não financeiras.

(37) Estas são sociedades classificadas como não financeiras na medida em que não detêm o controlo de pelo menos uma sociedade financeira; no entanto, podem exercer actividades similares às SGPS financeiras (incluídas no sector financeiro não monetário).

Quadro 8.1

RECEITAS DO ESTADO

Milhões de euros

	1999			2000			Taxas de crescimento	
	Jan-Mai (1)	Exe-1999 (2)	(1)/(2)*100 (3)	Jan-Mai (4)	OE2000 (5)	(4)/(5)*100 (6)	Jan-Mai	OE2000/ /Exe1999
Receitas correntes	10 763.1	25 435.2	42.3	11 427.5	28 163.1	40.6	6.2	10.7
Receitas fiscais	10 174.0	23 972.7	42.4	10 823.9	26 298.6	41.2	6.4	9.7
Impostos directos	4 295.1	10 033.8	42.8	4 718.6	11 002.5	42.9	9.9	9.7
dos quais:								
IRS	2 452.6	5 981.6	41.0	2 868.1	6 467.9	44.3	16.9	8.1
IRC	1 805.1	3 979.9	45.4	1 813.1	4 452.3	40.7	0.4	11.9
Impostos indirectos	5 878.8	13 938.9	42.2	6 105.3	15 296.1	39.9	3.9	9.7
dos quais:								
IVA	3 326.0	7 949.3	41.8	3 771.4	8 817.3	42.8	13.4	10.9
ISP	1 093.9	2 484.5	44.0	854.4	2 696.5	31.7	-21.9	8.5
IA	520.2	1 209.1	43.0	516.8	1 307.3	39.5	-0.7	8.1
Outras receitas correntes	589.1	1 462.5	40.3	603.5	1 864.5	32.4	2.5	27.5
Receitas de capital	71.8	2 172.8	3.3	153.1	443.4	34.5	113.2	-79.6
Receitas totais	10 834.9	27 608.0	39.2	11 580.6	28 606.6	40.5	6.9	3.6

Fonte: Boletim Informativo da Direcção-Geral do Orçamento, Maio de 2000

estarão, em larga medida, subjacentes à aceleração observada no crédito a empresas nos primeiros cinco meses de 2000.

A análise do balanço consolidado das instituições financeiras monetárias revela que o elevado crescimento do crédito ao sector privado da economia tem sido, no essencial, financiado através da captação de recursos no exterior (quadro 7.3). O aumento dos passivos líquidos dos bancos em relação ao exterior nos primeiros cinco meses de 2000 foi significativamente superior ao observado no período homólogo de 1999. A captação de recursos internos (quer através de depósitos, quer através da emissão de títulos) manteve-se relativamente estável, não acompanhando as variações registadas no crédito e nos passivos face ao exterior. Destaque-se a evolução dos depósitos e equiparados, que registaram um fluxo negativo nos primeiros cinco meses de 2000, em contraste com a evolução observada no período homólogo do ano anterior.

8. FINANÇAS PÚBLICAS

De acordo com o Boletim Informativo da Direcção Geral do Orçamento, nos meses de Janeiro a Maio deste ano, as receitas totais do Estado, na óptica da Contabilidade Pública, aumentaram 5.6 por cento, em relação ao período homólogo de 1999. Nos mesmos cinco meses, as receitas fiscais do Estado registaram uma taxa de crescimento de 6.4 por cento. Para efeitos de comparação, é de referir que o valor das receitas fiscais previsto no Orçamento de Estado para 2000 (OE2000) representa uma taxa de crescimento de 9.7 por cento relativamente à estimativa de execução orçamental de 1999.

Até ao final de Maio, as receitas dos impostos directos tiveram um crescimento de 9.9 por cento, em termos homólogos. As taxas de crescimento do IRS e do IRC situaram-se em 16.9 e 0.4 por cento, respectivamente. O acentuado aumento da colecta do IRS resulta, em parte, do diferente padrão intra-anual de reembolsos em 1999 e 2000.

Nos primeiros cinco meses do ano, os impostos indirectos apresentaram uma taxa de crescimento de 3.9 por cento relativamente ao período homólogo de 1999. Segundo o OE2000, a previsão de rece-

Quadro 8.2

DESPESA DO ESTADO

Milhões de euros

	1999			2000			Taxas de crescimento	
	Jan-Mai (1)	Exe 1999 (2)	(1)/(2)*100 (3)	Jan-Mai (4)	OE2000 (5)	(4)/(5)*100 (6)	Jan-Mai	OE2000/ /Exe1999
Despesas correntes.....	10 225.7	25 200.3	40.6	10 875.8	27 901.8	39.0	6.4	10.7
Pessoal.....	3 439.5	9 165.7	37.5	3 594.8	9 722.1	37.0	4.5	6.1
Rem. certas e permanentes.....	2 229.8	6 252.2	35.7	2 437.6	-	-	9.3	-
Abonos variáveis ou eventuais.....	104.6	281.6	37.1	94.3	-	-	-9.9	-
Segurança Social.....	1 105.0	2 631.9	42.0	1 062.9	-	-	-3.8	-
Bens e serviços.....	297.0	1 120.5	26.5	277.3	1 250.0	22.2	-6.6	11.6
Subsídios.....	157.4	647.7	24.3	141.4	673.4	21.0	-10.1	4.0
Encargos correntes da dívida.....	1 914.6	2 948.6	64.9	1 893.2	3 562.9	53.1	-1.1	20.8
Transferências correntes.....	4 345.2	11 087.3	39.2	4 885.2	12 476.4	39.2	12.4	12.5
Administrações públicas.....	3 569.4	9 299.6	38.4	4 134.5	10 579.0	39.1	15.8	13.8
Outras.....	776.1	1 787.7	43.4	750.2	1 897.4	39.5	-3.3	6.1
Outras despesas correntes.....	72.0	230.4	31.3	83.8	217.0	38.6	16.3	-5.8
Despesas de capital.....	1 123.0	3 316.0	33.9	961.7	3 632.7	26.5	-14.4	9.6
Despesas totais.....	11 348.6	28 516.3	39.8	11 837.5	31 534.5	37.5	4.3	10.6
Por memória:								
Despesa corrente primária.....	8 311.1	22 251.6	37.4	8 982.6	24 338.8	36.9	8.1	9.4
Pessoal+Transf.Corr. APU.....	7 008.9	18 465.2	38.0	7 729.4	20 301.1	38.1	10.3	9.9

Fonte: Boletim Informativo da Direcção-Geral do Orçamento, Maio de 2000.

ita destes impostos para o conjunto do ano apontava para um crescimento de 9.8 por cento, em relação à execução orçamental de 1999. O valor observado no período Janeiro-Maio foi decisivamente influenciado pela evolução das receitas do ISP (-21.9 por cento) e do Imposto Automóvel (IA) (-0.7 por cento), apesar do forte crescimento das receitas do IVA (+13.4 por cento). A acentuada diminuição da receita do ISP resultou do elevado preço do petróleo no mercado internacional que não foi reflectido nos preços no consumidor dos derivados do petróleo, até ao final de Março. O Governo decidiu, então, um aumento de preços que assentava no pressuposto de que o preço do barril de petróleo se situaria entre 20 e 25 dólares no resto do ano. No entanto, o preço do petróleo, tem-se mantido acima daquele intervalo, implicando perdas adicionais de receita fiscal, o que agrava o desvio previsível da colecta do ISP, no conjunto do ano, relativamente ao valor orçamentado. A estagnação da receita do IA reflecte a diminuição das vendas de automóveis ligeiros de passageiros nos primeiros meses do ano. A elevada taxa de crescimento das receitas do IVA até ao final de

Maio traduz, no essencial, o acentuado crescimento da procura interna, em termos nominais, apesar de em desaceleração relativamente a 1999, e o atraso no pagamento de reembolsos.

A despesa total do Estado registou nos cinco primeiros meses do ano um crescimento de 4.3 por cento, em relação ao período homólogo de 1999. De notar que as despesas do Estado previstas no OE2000 para o conjunto do ano representam um aumento de 9.8 por cento relativamente à estimativa de execução de 1999 que serviu de base à sua elaboração. Contudo, a despesa corrente primária continuou a registar nos primeiros meses do ano uma elevada taxa de crescimento (+8.1 por cento), devido, em particular, ao acentuado aumento das remunerações certas e permanentes (+9.3 por cento) e das transferências para outras administrações públicas (+15.8 por cento). A evolução da despesa corrente primária, até ao final de Maio, foi atenuada pela diminuição das despesas com abonos variáveis ou eventuais (-9.9 por cento), a segurança social dos funcionários públicos (-3.8 por cento), a aquisição de bens e serviços (-6.6 por cento), as outras transferências correntes (-3.3 por cento) e os

subsídios (-10.1 por cento). O comportamento destas rubricas resulta do congelamento de despesa determinado na Lei do Orçamento e no decreto da execução orçamental⁽³⁸⁾ e, eventualmente, nalguns casos, de atrasos nos pagamentos. Os encargos correntes da dívida registaram um decréscimo de 1.1 por cento. De destacar, finalmente, a redução das despesas de capital (-14.4 por cento), também afectadas pelo congelamento acima referido.

A informação já disponível permite antecipar que as receitas fiscais do Estado ficarão significativamente aquém do orçamentado. A ordem de grandeza deste desvio dependerá crucialmente da evolução do preço do petróleo no mercado internacional e da taxa de câmbio do dólar (na hipótese de os preços no consumidor dos produtos petrolíferos não serem revistos até ao final do ano) e da medida em que a desaceleração e a alteração da composição da procura interna afectarem as receitas do IVA. A perda de receitas poderá ser compensada, até um certo ponto, pelo congelamento de despesa acima referido. Não é, no entanto, claro em que medida é que o congelamento de certas despesas correntes se traduz num corte efectivo da despesa ou se resulta no diferimento de pagamentos. Esta distinção é relevante em termos económicos e deveria reflectir-se na compilação das Contas Nacionais das administrações públicas. Com efeito, em Contabilidade Nacional, os compromissos de despesa devem ser registados como despesa no momento em que são assumidos, independente-

mente do pagamento ser ou não realizado no mesmo período. Já no que respeita às despesas de capital, é de esperar que a execução orçamental venha a ficar consideravelmente abaixo do previsto no OE2000, não só na sequência dos congelamentos de despesa anunciados pelo Governo, mas também devido à entrada em vigor tardia do Orçamento e ao facto de 2000 ser o primeiro ano de um novo Quadro Comunitário de Apoio.

9. CONCLUSÃO

De acordo com a informação disponível, o crescimento da economia portuguesa estabilizou nos primeiros meses de 2000, apresentando-se em linha com as previsões divulgadas pelo Banco de Portugal no *Boletim Económico* de Março, que apontavam para um crescimento do PIB no intervalo de 2 ¾ a 3 ¼ por cento no conjunto do ano (3.0 por cento em 1999).

Ao contrário do que aconteceu no período 1996-1999, não se verificará assim, em 2000, um diferencial de crescimento positivo entre a economia portuguesa e a área do euro. Convirá, no entanto, salientar que, em contraste com o verificado no conjunto da área do euro, vários indicadores apontam no sentido de a economia portuguesa se encontrar numa situação próxima da plena utilização de recursos. Desta forma, crescimentos acima do potencial da economia tenderiam a reflectir-se num agravamento dos desequilíbrios, traduzidos num aumento das necessidades de financiamento face ao exterior e/ou num aumento da inflação.

A evolução da conjuntura económica continuou, na primeira metade de 2000, a ser marcada por uma recomposição do crescimento económico, traduzida na aceleração das exportações e num abrandamento do consumo privado. Contudo, nos primeiros quatro meses do ano o défice resultante da soma dos saldos das balanças corrente e de capital voltou a alargar-se, reflectindo essencialmente o maior défice de mercadorias. De facto, as importações mantiveram um crescimento, em termos nominais, bastante superior ao das exportações o que, em parte, resultou de uma acentuada perda de termos de troca decorrente da forte subida do preço internacional do petróleo.

Para que a recomposição do crescimento económico possa prosseguir sem uma redução significa-

(38) De acordo com a Lei do Orçamento do Estado para 2000 ficam cativos (Artigo 5º - Utilização das dotações orçamentais):

- 15 por cento do total das verbas orçamentadas para abonos variáveis e eventuais, aquisição de bens e serviços, outras despesas correntes e aquisições de bens de capital, com excepção das dotações inscritas no capítulo 50, das despesas previstas na Lei de Programação Militar, das dotações com compensação em receita e das afectas ao pagamento do adicional à remuneração.
- 10 por cento do total das verbas orçamentadas para transferências correntes destinadas aos serviços e fundos autónomos, com excepção das que forem afectas ao Serviço Nacional de Saúde, das incluídas no capítulo 50 e das dotações com compensação em receita.

Ainda no quadro do OE2000, congela-se 8 por cento da verba orçamentada, a título de financiamento nacional, no capítulo 50 de cada ministério ou departamento equiparado (Artigo 6º - Cláusula de reserva).

O Decreto-Lei nº70-A/2000, que estabelece normas de execução do OE2000, reforça, ainda, a cativação de verbas relativamente à aquisição de bens e serviços pelo Estado e pelos fundos e serviços autónomos.

tiva no crescimento do produto é necessário que as exportações apresentem um dinamismo considerável. Neste contexto, e apesar da evolução favorável da procura externa, é indispensável que a posição competitiva dos exportadores portugueses não se deteriore. A evolução salarial assume, pois, uma importância preponderante, numa situação em que a taxa de desemprego se situa abaixo da respectiva taxa natural e em que se fazem sentir alguns sinais de tensão no mercado de trabalho. Refira-se, por exemplo, o aumento da percentagem de empresários que refere a dificuldade em recrutar pessoal qualificado como factor limitativo da sua actividade, em particular no sector da construção, mas também na indústria e no comércio. As limitações de natureza estatística não permitem, por enquanto, avaliar de uma forma precisa a evolução dos salários em 2000, em particular no que se refere ao diferencial entre salários efectivamente pagos e as remunerações implícitas na contratação colectiva, componente que apresenta um comportamento cíclico bem marcado. A variação dos salários reais num passado recente — caracterizada por aumentos claramente superiores aos ganhos de produtividade — não pode ser projectada para o futuro sem constituir um risco muito significativo para a posição competitiva das empresas exportadoras. A moderação salarial é, nestas circunstâncias, um elemento indispensável para a recomposição do crescimento da economia portuguesa.

À semelhança do verificado nos dois últimos anos, as operações de financiamento externo efectuadas pelas instituições financeiras monetárias residentes continuaram a representar uma parcela importante do financiamento da economia portuguesa no exterior, registando nos primeiros quatro meses de 2000 um valor muito superior ao observado em idêntico período do ano anterior.

De facto, não obstante a subida das taxas de juro, a taxa de crescimento do crédito interno ao sector privado não monetário (excluindo as administrações públicas) registou uma relativa estabilização nos primeiros cinco meses do ano. Esta evolução constitui o reflexo de uma desaceleração do crédito bancário a particulares e de uma aceleração do crédito a sociedades não financeiras, neste último caso, resultante em larga medida do financiamento de operações de reestruturação financeira das empresas. Com efeito, à luz da evolução dos seus determinantes habituais (actividade eco-

nómica e taxas de juro), este maior crescimento do crédito a empresas não financeiras não era esperado. Assim, o rácio de endividamento deste sector em relação ao PIB continuou a crescer de forma muito acentuada o que não deixará de se reflectir no respectivo serviço da dívida, tendo em conta o actual ciclo de aumento das taxas de juro.

Apesar do menor crescimento do crédito a particulares, este manteve taxas de expansão muito elevadas, o que, conjugado com a subida das taxas de juro e a prevalência de contratos a taxa variável, traduziu-se, na sequência do já verificado em 1999, numa nova subida do rácio do serviço da dívida dos particulares em relação ao rendimento disponível. É desejável que o crédito ao sector privado reduza o seu ritmo de crescimento para valores mais consentâneos com o seu crescimento de longo prazo. Só assim será possível conter a subida do serviço da dívida e evitar situações de maior vulnerabilidade a choques internos ou externos com potenciais consequências negativas sobre a evolução da economia e a estabilidade do sistema financeiro.

O Banco de Portugal continuou a monitorar a evolução do endividamento, tendo desenvolvido esforços no sentido de aumentar e melhorar os indicadores disponíveis sobre esta matéria. Por outro lado, o Banco tem vindo também a tomar medidas com o objectivo de promover a robustez do sistema financeiro em face de choques. Neste sentido, no início de 1999, o nível mínimo das provisões para riscos gerais de crédito associadas a operações de crédito ao consumo foram aumentadas de 1 para 1.5 por cento. Mais recentemente, em Julho de 2000, o Banco aumentou, para efeitos do cálculo do rácio de solvabilidade das instituições de crédito, a ponderação dos empréstimos hipotecários destinados à habitação (até agora uma ponderação uniforme de 50 por cento) sempre que o rácio entre o valor do empréstimo e o valor do imóvel ultrapasse 75 por cento. Nestes casos, ao montante que exceda este rácio aplicar-se-á uma ponderação de 100 por cento.

No *Boletim Económico* de Março salientou-se que o Orçamento do Estado para 2000 continuava a seguir as grandes linhas de orientação dos últimos anos, contemplando um acentuado acréscimo das receitas e despesas primárias. Com efeito, e de acordo com as contas das administrações públicas apresentadas pelo Governo no Programa de Esta-

bilidade e Crescimento, a inflexão da política orçamental apenas acontecerá em 2001.

De acordo com informação disponível para os primeiros cinco meses do ano, a despesa corrente primária continuou a registar neste período uma elevada taxa de crescimento (8.1 por cento) resultante, em particular, do acentuado aumento das remunerações certas e permanentes e das transferências para outras administrações públicas. A despesa total do Estado registou, contudo, um crescimento inferior ao previsto no OE para 2000.

No *Boletim Económico* de Março foi também referido que os principais riscos na execução orçamental deste ano se situavam no lado das receitas fiscais. A informação já disponível permite antecipar que as receitas fiscais do Estado ficarão significativamente abaixo do orçamentado (nos primei-

ros cinco meses do ano as receitas totais do Estado aumentaram 5.6 por cento, o que compara com 9.7 por cento previstos no OE para 2000). A magnitude deste desvio dependerá crucialmente da evolução do preço do petróleo no mercado internacional e da medida em que a desaceleração e a alteração da composição da procura interna afectarem as receitas do IVA. Neste contexto, torna-se imprescindível um forte controlo da despesa pública recorrendo, em particular, a todas as medidas de congelamento de despesa previstas no Orçamento de Estado para 2000, de forma a não colocar em causa os objectivos do Programa de Estabilidade.

Acabado de redigir com informação disponível até 18 de Julho de 2000

DIFERENCIAL DE INFLAÇÃO E CONVERGÊNCIA REAL DE PORTUGAL*

Paulo Brito**

Isabel Horta Correia***

Este trabalho tenta medir de que modo a convergência real observada em Portugal na década de 90 pode ter contribuído para explicar o diferencial da taxa de inflação observada nesse período. Esta quantificação é desenvolvida através da simulação de um modelo de crescimento neoclássico com dois sectores. Este modelo estima que o diferencial associado ao processo de convergência real se tenha situado entre 1 e 2 pontos percentuais em 1990 e entre 0.4 e 0.6 pontos percentuais em 1999.

1. INTRODUÇÃO

Desde Outubro de 1990, data em que o escudo iniciou uma estratégia de *pegging*, que se iniciou a convergência da taxa de inflação portuguesa para o valor da taxa de inflação do grupo de países com os quais temos mantido uma paridade fixa. No entanto, esta convergência nominal não foi completa. Existe ainda actualmente um diferencial significativo entre a taxa de inflação portuguesa e a do grupo citado. A persistência deste diferencial aumenta de interesse actualmente visto a adesão à União Monetária implicar uma política monetária estritamente comum.

Assim, e eliminando qualquer tipo de rigidez nominal diferenciada que poderia explicar variações de curto prazo dos preços em Portugal face à área do euro, o diferencial de inflação ficar-se-á a dever a forças reais. Estas “explicações reais do diferencial de inflação” tentam explicar o andamento diferenciado do índice geral de preços de um

dado país em relação a uma zona de referência através de variações dos preços relativos dos diferentes bens. Assim estes fenómenos reais só deveriam explicar “inflação” se a persistência dos seus efeitos no diferencial dos preços fosse grande.

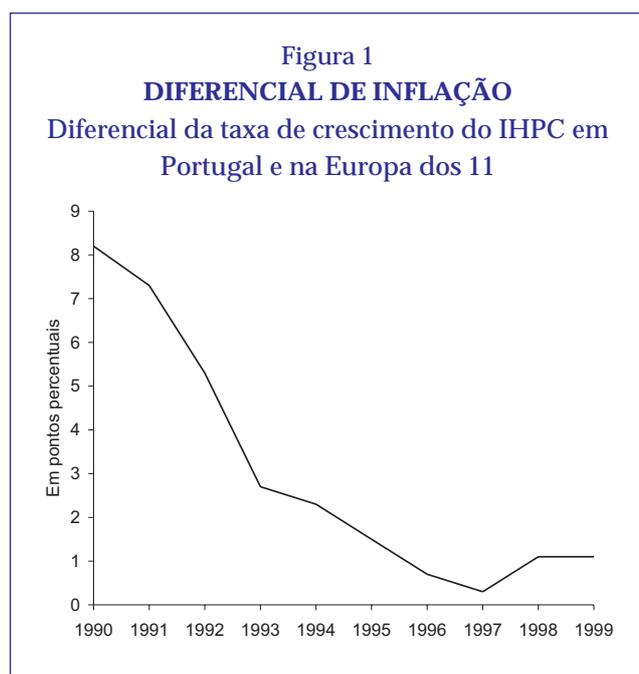
Existem várias tentativas de explicação do diferencial através destas alterações de preços relativos. Uma explicação, que ficou conhecida por efeito Balassa-Samuelson, identifica diferentes níveis de desenvolvimento com um diferencial de taxas de crescimento de progresso tecnológico entre sectores tal que o preço relativo dos bens não transaccionáveis aumenta em países que estão no processo de desenvolvimento enquanto se mantem em economias já desenvolvidas. Outro factor real relacionado com este último mas compatível com igual progresso tecnológico entre bens, é o que está directamente relacionado com a noção de convergência real. No processo de convergência real a economia encontra-se numa transição para a trajectória de *steady-state* visto o rácio capital-trabalho ser inferior ao valor de *steady-state* desta variável. Ao longo desta trajectória de transição o preço relativo dos bens não transaccionáveis aumenta, para valores dos parâmetros que descrevam o comportamento da economia.

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

** Instituto Superior de Economia e Gestão (ISEG).

*** Departamento de Estudos Económicos.

Os autores agradecem os comentários de Ildeberta Abreu, Paulo Esteves, Ana Cristina Leal, José Ferreira Machado, Renata Mesquita e Pedro Duarte Neves.



A convergência real é recorrentemente apontada como uma causa para o diferencial de inflação que existiu para Portugal nos últimos dez anos. No entanto a questão mais interessante não é ser esta uma causa razoável do diferencial mas sim a sua relevância em termos quantitativos no fenómeno em causa. Assim este estudo tenta quantificar em que medida a convergência real de Portugal, convergência entendida no sentido acima descrito de transição para a trajectória de *steady-state*, é responsável pelo diferencial de inflação verificado entre 1990 e 1999, estimando a parte deste diferencial que pode ser atribuída à convergência real⁽¹⁾.

O diferencial de inflação observado para Portugal para o período de 1990 a 1999 é apresentado na Figura 1. O índice utilizado é o Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) e o grupo de referência a Europa dos 11⁽²⁾.

Com o objectivo de quantificar a relevância da convergência real para explicar o diferencial de inflação vamos utilizar um modelo capaz de descrever simultaneamente a convergência real e o andamento do preço relativo entre não transaccionáveis

(1) Uma tentativa alternativa de estudo do diferencial de inflação é feita em Costa, S. "Diferencial de inflação entre Portugal e a Alemanha", publicado neste boletim.

(2) Se o grupo de referência fosse a Europa dos 15 a descrição seria muito semelhante.

e transaccionáveis. Este modelo será calibrado para a economia portuguesa, tendo em vista essencialmente a capacidade de replicar o andamento do produto real verificado na última década. Dada esta calibragem, o modelo responde então à questão do andamento dos preços relativos. Esta tentativa de quantificação é particularmente atraente porque impõe disciplina ao modelo, disciplina esta que é representada pela réplica da convergência real, ou seja da trajectória de transição em que a Economia Portuguesa se encontrou nesta última década.

2. O EXERCÍCIO

Como dissemos o objectivo é a quantificação do diferencial de inflação causado pela diferente posição de Portugal na trajectória de crescimento quando comparada com os restantes países do grupo. Assim, vamos supor que o grupo de referência se encontra numa trajectória de crescimento equilibrado de modo a isolar o efeito de transição da Economia Portuguesa.

As preferências do consumidor representativo podem ser representadas pela seguinte função:

$$U = \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t u(C_t, N_t), \quad 0 < \beta < 1$$

onde u é francamente separável em consumo agregado, C , e horas de trabalho, N ,

$$C_t = (C_t^T)^\gamma (C_t^N)^{1-\gamma}$$

onde C^T representa o consumo de bens transaccionáveis e C^N o consumo de bens não transaccionáveis.

Se medirmos a inflação por um índice de preços no consumidor, este índice, IP , será descrito por:

$$IP_t = (P_t^T)^\gamma (P_t^N)^{1-\gamma}$$

em que P^T representa o preço dos bens transaccionáveis e P^N o preço dos bens não transaccionáveis. A taxa de inflação medida por este índice será

$$\pi_t = \hat{P}_t^T + (1 - \gamma) \hat{P}_t^N$$

em que $P = \frac{P^N}{P^T}$ representa o preço relativo dos não transaccionáveis e \hat{P} descreve a taxa de crescimento de P .

Dada a hipótese quanto ao crescimento equilibrado do grupo de referência, a inflação do grupo, π^* , é medida pelo crescimento dos preços dos transaccionáveis, ou seja, supõe-se que no grupo não existem efeitos persistentes no preço relativo dos transaccionáveis em relação aos não-transaccionáveis. Neste caso o diferencial de inflação, DIF , será dado por

$$DIF_t = \pi_t - \pi_t^* = (1 - \gamma) \hat{P}_t$$

O exercício desenvolvido consiste em identificar a trajetória da variável DIF entre 1990 e 1999, num modelo de equilíbrio geral calibrado de modo a reproduzir o comportamento do produto *per capita* em Portugal naquele período.

2.1 O modelo

O modelo base descreve o equilíbrio geral ao longo do tempo de uma economia em que o nível do produto *per capita* em cada período é inferior ao nível de *steady-state* desta variável, para esse mesmo período. O crescimento de longo prazo da economia é exógeno, e a economia tende para uma situação de crescimento equilibrado. Consideramos ser a “pequena economia aberta” a melhor analogia para descrever a economia portuguesa no período em observação. Existe um único bem transaccionável, i.e. abstraímos de alterações nos termos de troca, e existe um activo transaccionável cujo preço é exógeno para esta economia. Este preço será tal que a economia converge para um crescimento equilibrado.

A economia é composta por agentes cujas preferências são descritas por

$$U = \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t \frac{(C_t - \varpi X_t N_t^\mu)^{1-\sigma} - 1}{1-\sigma}, \quad 0 < \beta < 1, \sigma > 0, \mu > 1, \varpi > 0$$

em que C é o agregado do consumo descrito anteriormente, e X representa o nível do progresso tecnológico.

Existem três factores de produção nesta economia: capital (K), trabalho, (N), e terra, (T). No modelo dois destes factores são específicos: a tecnologia de produção de transaccionáveis utiliza capital e trabalho e a tecnologia de não transaccionáveis utiliza trabalho e terra.

O progresso tecnológico é exógeno em ambas as tecnologias e está relacionado entre sectores de tal forma que o modelo converge para o *steady state* depois de extraída a tendência. Assim, não podemos impor progresso tecnológico que diferencie de modo permanente estes dois sectores, ou seja estamos a eliminar o efeito “Balassa-Samuelson” puro. A identificação da percentagem do diferencial de inflação devida a este canal é problemática pois não existem nem medidas directas das diferentes taxas do progresso tecnológico nem comportamentos agregados dos quais estas taxas possam ser inferidas.

As tecnologias são descritas pelas funções de produção de transaccionáveis e de não transaccionáveis

$$Y_t^T = AK_t^{1-\alpha} (X_t N_t^T)^\alpha$$

$$Y_t^N = X_t T^{1-\eta} (N_t^N)^\eta$$

e pela tecnologia de acumulação de capital. Como é bem conhecido neste tipo de modelos a existência de um período de transição implica uma tecnologia de acumulação em que existam custos de ajustamento do *stock* de capital. Assim

$$K_{t+1} = \phi \left(\frac{I_t}{K_t} \right) K_t - (1 - \delta) K_t$$

O investimento, I_t , é um bem transaccionável.

O governo tem consumo de transaccionáveis e de não transaccionáveis, financiado com impostos não distorcionários. Existem mercados competitivos para os bens finais, para trabalho, para o *input* capital e para o activo externo.

Os passos de resolução deste modelo são os seguintes⁽³⁾:

(3) Estes passos serão descritos em detalhe em *Working Paper* do Banco de Portugal, dos mesmos autores, a ser publicado brevemente.

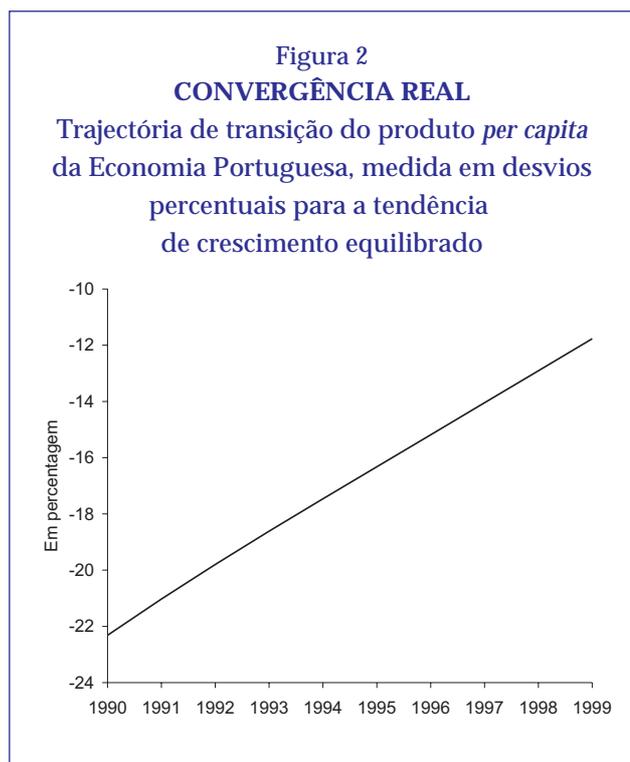
- Formalização do problema do planeador equivalente ao equilíbrio geral competitivo em variáveis estacionárias;
- Descrição das condições que descrevem o equilíbrio competitivo;
- Calibragem do modelo;
- Resolução numérica do modelo de modo a obter a trajectória de *DIF*. Com este objectivo é inicializada a trajectória de crescimento através do desvio do *stock* de capital *per capita* que permite replicar a trajectória observada para o produto. A resolução do modelo permite então calcular as trajectórias das variáveis endógenas do modelo nos 10 anos seguinte. Destas, as variáveis relevantes são o produto e o preço relativo dos não transaccionáveis em relação aos transaccionáveis. A taxa de crescimento deste preço relativo permite responder à questão em causa, ou seja, permite calcular posteriormente o diferencial de inflação.

2.2 Calibragem

Existem dois níveis diferentes de calibragem. O primeiro, que tenta replicar o *steady-state* da economia, é o convencional em modelos de *real business cycles*. Neste exercício em que o andamento observado da economia deve ser interpretado com transição para esse *steady-state*, mais do que tentar replicar dados, tentámos seguir regularidades internacionais. Na calibragem do *steady-state* considerámos uma taxa de crescimento do produto *per capita* de 1.75 por cento. Ou seja, considerámos que a taxa de crescimento de longo prazo da economia portuguesa é idêntica à taxa de crescimento daquelas economias que durante este século foram caracterizadas por se encontrarem em crescimento equilibrado. Este é o número descrito por exemplo para os Estados Unidos no período de 1870-1994, em que uma tendência linear com esta inclinação permite um bom ajustamento aos dados⁽⁴⁾.

O segundo nível de calibragem, específico à questão que tentamos responder, tenta replicar o

(4) Outros valores utilizados para a calibragem do *steady-state* foram os seguintes: taxa de desconto do modelo estacionário: 0.96, percentagem do tempo utilizado no mercado de trabalho 0.18, $\alpha=0.15$, $\eta=0.6$, $\sigma=1$, $\mu=2.7$, $\delta=.05$.



andamento do produto *per capita* da economia portuguesa nos últimos dez anos. O andamento do produto *per capita* em Portugal é decomposto entre a trajectória de longo prazo e a trajectória de transição para esse longo prazo. É esta trajectória de transição, medida em desvios percentuais para a trajectória em que Portugal se encontraria se já estivesse num crescimento equilibrado, que é utilizada para este segundo nível de calibragem. O modelo é calibrado como veremos a seguir, essencialmente através do desvio inicial do *stock* de capital, mas também através do parâmetro de custos de ajustamento e peso dos não transaccionáveis, de modo a replicar a trajectória identificada como de transição da economia portuguesa.

Para identificar a trajectória de transição a partir de dados da economia portuguesa foi utilizada uma série do produto *per capita* real para Portugal, de 1975 a 1999. Esta série foi obtida a partir do valor do produto *per capita* de 1975, a preços de 75, valor ao qual foram aplicadas as taxas de crescimento real do produto de 1976 a 1999.

A esta série foi aplicada o filtro Hodrick-Prescott, de modo a separar as frequências altas e baixas. A série alisada resultante foi então decomposta entre a tendência e a transição para a tendência. Para o cálculo da tendência foi necessário,

além do valor da taxa de crescimento de *steady-state*, de 1.75 por cento como já foi referido, calcular o nível do produto *per capita* de *steady-state*. Escolheu-se ter como variável exógena o nível do produto *per capita* do grupo de países de referência e definir o desvio percentual do produto *per capita* de Portugal de *steady-state* em relação ao produto *per capita* do grupo de referência. A trajetória de transição obtida para a economia Portuguesa está descrita na Figura 2, que apresenta os desvios percentuais do produto *per capita* para a tendência da série alisada do produto. Esta trajetória permite identificar uma convergência real calculada para Portugal. Note-se que não estamos a medir convergência para o grupo de países de referência mas a convergência para a trajetória de *steady-state* de Portugal. Vemos assim que na trajetória de transição descrita na Figura 2, Portugal nos dez anos em estudo fechou praticamente metade da distância a que se encontrava em 1990 do seu *steady-state*: em 1990, Portugal estava 22 por cento abaixo do seu *steady-state* encontrando-se em 1999 a 12 por cento da trajetória do *steady-state*. O modelo vai ser calibrado de modo a replicar em 10 períodos a convergência real do produto *per capita*, descrita por aquela transição.

A trajetória de convergência do produto dada pelo modelo é calculada por

$$y = y^T \left(\frac{Y^T}{Y} \right)^{SS} + (y^N + p) \left(\frac{Y^{NP}}{Y} \right)^{SS}$$

Os caracteres em minúsculas representam desvios percentuais das variáveis em relação ao *steady-state*, e $\left(\frac{Y^T}{Y} \right)^{SS}$ e $\left(\frac{Y^{NP}}{Y} \right)^{SS}$ representam os pesos dos transaccionáveis e dos não transaccionáveis no *steady-state*.

2.3 A quantificação

A calibragem da trajetória de convergência só é possível quando os custos de ajustamento do capital são diferentes de zero, como foi atrás referido. A manipulação do parâmetro dos custos de ajustamento, a partir dos valores normalmente utilizados, não afecta significativamente a convergência do modelo⁽⁵⁾.



A primeira quantificação foi realizada supondo que o peso dos não transaccionáveis, $1 - \gamma$, é de 0.4. Neste caso o modelo replica o andamento do produto quando, em 1990, o *stock* de capital está 50 por cento abaixo do nível de *steady-state* e quando o nível de *steady-state* do produto em Portugal é 80 por cento do nível de *steady-state* do grupo de referência.

Neste caso a trajetória do produto dada pelo modelo está representada na Figura 3. Esta figura descreve os desvios percentuais para a tendência do produto real calculado pelo modelo.

A Figura 4 descreve o andamento da *DIF*. Assim, para esta calibragem, o diferencial de inflação explicado pelo modelo seria de 0.9 pontos percentuais no início do período e de 0.36 pontos percentuais no final.

Foram efectuados vários testes de sensibilidade a estes resultados. A principal característica é a robustez do andamento do preço relativo, uma vez que se controle para a trajetória de transição do produto *per capita*.

O parâmetro que altera mais significativamente a quantificação é o peso dos não transaccionáveis

(5) O parâmetro em causa representa a elasticidade de $\frac{1}{\phi}$, (em que ϕ' representa a derivada de ϕ), ou seja, do chamado q de Tobin, em relação a $\frac{I}{K}$.

Figura 4

DIFERENCIAL DE INFLAÇÃO

Diferencial da taxa de inflação gerada pelo modelo quando o peso dos não-transaccionáveis no IHPC é de 0.4

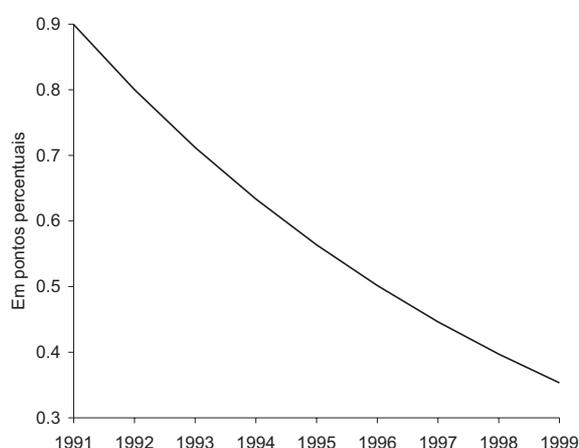
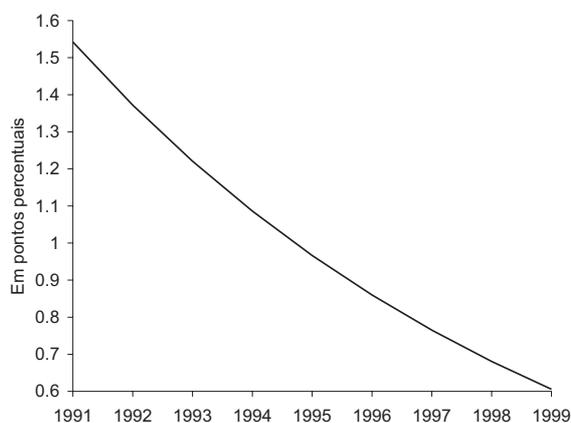


Figura 5

DIFERENCIAL DE INFLAÇÃO

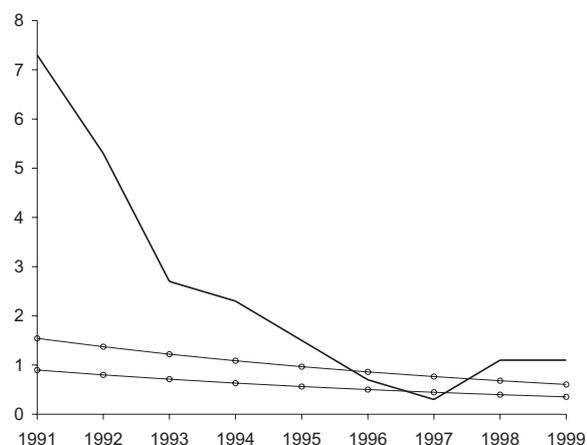
Diferencial da taxa de inflação gerada pelo modelo quando o peso dos não-transaccionáveis no IHPC é de 0.6



no consumo agregado, e no índice de preços. Na calibragem descrita foi utilizado um valor para este peso de, $1 - \gamma = 0.4$. Quando aumentamos este parâmetro para 0.6, verificamos que o diferencial de inflação explicado pela convergência real aumenta. Para um desvio inicial inferior do *stock* de capital, a trajectória do produto é razoavelmente replicada, (Figura 5), e o diferencial de inflação é

Figura 6

BANDAS DO DIFERENCIAL DE INFLAÇÃO



Nota: A linha a cheio descreve o diferencial da taxa de inflação observado e a banda limita os valores deste diferencial gerados pelo modelo.

agora de 1.5 pontos percentuais no período inicial e de 0.6 pontos percentuais em 1999.

3. CONCLUSÃO

Neste trabalho tentou-se medir de que modo a convergência real observada para Portugal, caracterizada por uma transição para o *stock* de capital *per capita* de *steady-state*, contribui para o diferencial de inflação entre Portugal e um grupo de países de referência. Utilizando um intervalo razoável para o valor do peso dos não transaccionáveis, a Figura 6 dá-nos a resposta a esta questão: nesta figura está descrita a banda do diferencial de inflação que, segundo o modelo utilizado, pode ter sido causado pela convergência real de Portugal.

Nos primeiros anos do período em causa a convergência real tem muita dificuldade em explicar o diferencial de inflação. No entanto, estes primeiros anos serão de certeza fortemente influenciados pelo impacto directo da política de estabilização da taxa de câmbio, que não está a ser considerada neste trabalho. Os efeitos riqueza gerados pela estabilização levam a um aumento do preço dos não transaccionáveis a juntar ao efeito descrito neste modelo. Sendo estes efeitos mais relevantes nos períodos iniciais podemos tentativamente afirmar que a partir de 1995 a convergência real é em gran-

de parte responsável pelo diferencial de inflação. No último ano do estudo aproximadamente 0.5 pontos percentuais do diferencial de inflação é explicada pelo fenómeno de convergência real. A menos da existência de outros choques persistentes, este diferencial pela sua própria natureza, será atenuado na próxima década.

DIFERENCIAL DE INFLAÇÃO ENTRE PORTUGAL E A ALEMANHA*

Sónia Costa**

Em Portugal, nas últimas décadas, o rácio entre o preço dos bens não transaccionáveis e o preço dos bens transaccionáveis observou um crescimento mais rápido do que na Alemanha, tendência que foi acompanhada por uma evolução semelhante do rácio entre a produtividade do trabalho no sector de bens transaccionáveis e no sector de bens não transaccionáveis. Assim, assumindo que as tendências das produtividades relativas se mantêm e que a paridade dos poderes de compra se verifica no sector de bens transaccionáveis no longo prazo, em Portugal poderá observar-se uma apreciação real média anual de equilíbrio face à Alemanha. Dada a participação de Portugal na área do euro, esta apreciação implica um diferencial de inflação médio anual positivo face à Alemanha. O valor calculado para este diferencial encontra-se próximo da média dos resultados obtidos por Canzoneri et al (1998) para os principais países da área do euro. Os resultados obtidos devem ser interpretados com cautela. Por um lado, os desvios face à concorrência existentes em muitos sectores sugerem que a convergência real da produtividade dificilmente será o único factor a induzir os diferenciais de inflação. Por outro lado, é razoável antecipar que o diferencial de inflação encontrado tenderá a reduzir-se com o processo de convergência real.

1. INTRODUÇÃO

Em Portugal, tal como em vários outros países da área do euro, nomeadamente em Espanha e Itália, a taxa de inflação reduziu-se muito na última década. Esta evolução ficou sobretudo a dever-se ao comportamento dos bens transaccionáveis, os quais estão mais sujeitos à concorrência externa, tendo a taxa de inflação ao nível dos bens não transaccionáveis evidenciado uma maior resistência à descida.

A persistência de um crescimento mais rápido do rácio entre o preço dos bens não transaccionáveis e o preço dos bens transaccionáveis (preço relativo dos bens não transaccionáveis) na economia nacional do que no exterior, contribuiu para uma apreciação da taxa de câmbio real⁽¹⁾.

As explicações das tendências dos preços com base em factores “do lado da oferta” assentam geralmente nos trabalhos de Balassa (1964) e Samuelson (1964), os quais sugerem que nas economias com maiores taxas de crescimento, o preço relativo dos bens não transaccionáveis cresce mais rapidamente, e que isso está associado a acréscimos mais elevados no rácio entre a produtividade no sector de bens transaccionáveis e a produtividade no sector de bens não transaccionáveis (produtividade relativa do sector de bens transaccionáveis)⁽²⁾⁽³⁾. No caso das explicações baseadas em factores do “lado da procura” é de referir, por um lado, o trabalho de Frott e Rogoff (1991), onde é explorada a hipótese do aumento dos gastos do Estado, os quais têm tipicamente um peso maior de bens não

* Departamento de Estudos Económicos.

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

(1) As alterações da taxa de câmbio real podem ser decompostas em duas componentes, uma que reflecte as diferenças da tendência do preço relativo dos não transaccionáveis entre a economia nacional e a economia externa e outra que reflecte a tendência do rácio entre o preço dos transaccionáveis na economia nacional e na economia externa.

transaccionáveis do que o consumo privado, poder ser uma explicação para a lenta convergência da inflação, em alguns países do MTC, para os valores médios da União Europeia e, por outro lado, o artigo de De Gregorio *et al* (1994), o qual conclui que entre os factores que justificaram o crescimento do preço relativo dos bens não transaccionáveis, nos países da OCDE no período de 1970-85, esteve um aumento da procura privada por este tipo de bens.

A hipótese de que as tendências nos preços relativos reflectem choques sobre a oferta e sobre a procura, interagindo em mercados concorrenciais, tem uma implicação que é facilmente testável. De facto, como é referido em Canzoneri *et al* (1998), uma vez que para uma classe de tecnologias, incluindo as funções de produção Cobb-Douglas, a existência de mobilidade do trabalho, entre sectores em cada país, e a fixação dos preços de acordo com o custo marginal, implica uma relação de proporcionalidade entre o preço relativo dos bens não transaccionáveis e a produtividade relativa do sector de bens transaccionáveis, a verificação desta relação corresponde a testar a hipótese referida.

Neste estudo, será efectuada uma análise simplificada dos dados para a economia portuguesa face à alemã, de forma a avaliar a plausibilidade de, por um lado, a tendência do preço relativo seguir a tendência da produtividade relativa e de, por outro, a paridade dos poderes de compra

(2) Nos países que estão a observar um processo de convergência real, o crescimento da produtividade tende a concentrar-se no sector de bens transaccionáveis (por ser mais intensivo em capital tem uma maior margem para que se revelem as melhorias tecnológicas), originando um aumento dos salários nesse sector, o qual, numa situação de mobilidade do trabalho, se estende a toda a economia. Enquanto no sector de bens transaccionáveis, assumindo que se verifica a PPP, os preços se mantêm constantes, no sector de bens não transaccionáveis, os produtores acomodam o acréscimo nos custos de trabalho, aumentando os preços, o que se traduz num aumento da taxa de inflação e, por consequência, numa apreciação da taxa de câmbio real.

(3) Numa economia com um rácio do capital-trabalho inferior ao valor de *steady state*, a sua convergência para esse nível, poderá justificar, mesmo numa situação de progresso tecnológico idêntico entre sectores, uma tendência de crescimento do preço relativo dos bens não transaccionáveis. Para uma quantificação do diferencial de inflação português associado a este efeito na década de 90 veja-se o estudo de Brito e Correia, "Diferencial de Inflação e Convergência Real", publicado neste número do *Boletim Económico*.

(PPP) se verificar no longo prazo para os bens transaccionáveis. No contexto analítico utilizado em Canzoneri *et al* (1998), a confirmação destas hipóteses significa, por um lado, que em Portugal deverá observar-se uma tendência de apreciação real no longo prazo, tal como tem sido defendido em vários estudos para a economia portuguesa, e, por outro, que essa tendência pode ser justificada por um crescimento mais rápido da produtividade relativa do sector de bens transaccionáveis nacional face ao alemão.

No contexto de participação na área do euro, os movimentos na taxa de câmbio real terão que ocorrer por via de diferenciais de inflação, podendo assim determinar-se, como é objectivo deste estudo, qual o diferencial de inflação entre Portugal e a Alemanha que está subjacente às alterações de longo prazo da taxa de câmbio real. De modo a que os resultados sejam comparáveis com os existentes para outros países, a metodologia utilizada segue de perto o estudo de Canzoneri *et al* (1998), onde são calculados os diferenciais de inflação de longo prazo face à Alemanha para nove países da União Europeia.

O modelo teórico, que serve de referência à análise de Canzoneri *et al* (1998), é apresentado na secção 2. Na secção 3 é efectuada uma análise dos dados para a economia portuguesa de forma a intuir se o contexto analítico descrito se aplica ao caso português. Na secção 4 é calculado um valor para o diferencial de inflação entre Portugal e a Alemanha que decorreria da verificação deste modelo. Na secção 5 apresentam-se algumas qualificações aos resultados. Finalmente, na secção 6 conclui-se, sendo realçadas as limitações desta metodologia.

2. CONTEXTO ANALÍTICO

A formalização analítica apresentada em Canzoneri *et al* (1998) é muito geral, podendo estar subjacente a uma grande classe de modelos. Consideram-se dois sectores de actividade, de bens transaccionáveis (*T*) e de bens não transaccionáveis (*NT*). O nível de preços nacional é definido como uma média geométrica dos preços em ambos os sectores, ponderados pelo peso de cada um dos sectores no valor acrescentado bruto da economia (γ). As expressões (1) e (2) representam os lo-

garitmos dos níveis de preços nacionais (p) no período t , em Portugal e na Alemanha, respectivamente.

$$p_{P,t} = \gamma_{P,t}^{NT} p_{P,t}^{NT} + (1 - \gamma_{P,t}^{NT}) p_{P,t}^T \quad (1)$$

$$p_{A,t} = \gamma_{A,t}^{NT} p_{A,t}^{NT} + (1 - \gamma_{A,t}^{NT}) p_{A,t}^T \quad (2)$$

O desvio, expresso em diferença de logaritmos (aproximadamente em percentagem), da taxa de câmbio nominal do escudo face ao marco (definida em marcos por um escudo), face à taxa de câmbio implícita na verificação da PPP no sector de bens transaccionáveis, está definido em (3), onde e representa o logaritmo da taxa de câmbio.

$$d_{P,t} = e_{P,t} + p_{P,t}^T - p_{A,t}^T \quad (3)$$

O logaritmo da taxa de câmbio real em Portugal, expressa em unidades da produção alemã por unidade do produto em Portugal, corresponderá a:

$$z_{P,t} = e_{P,t} + p_{P,t} - p_{A,t} \quad (4)$$

Substituindo (1), (2) e (3), na expressão (4), a taxa de câmbio real, pode ser definida como:

$$z_{P,t} = d_{P,t} + \gamma_{P,t}^{NT} q_{P,t} - \gamma_{A,t}^{NT} q_{A,t} \quad (5)$$

onde $q = p^{NT} - p^T$, representa, o logaritmo do preço relativo dos bens não transaccionáveis. Calculando, com base nesta expressão, a variação acumulada da taxa de câmbio real até ao final da amostra (ou a média das variações anuais ao longo da amostra), é possível decompor a variação percentual da taxa de câmbio real em quatro componentes, apresentadas na expressão (6):

$$\begin{aligned} \Delta z_p = & \Delta d_p + (\gamma_P^{NT} \Delta q_p - \gamma_A^{NT} \Delta q_A) + \\ & + (q_p \Delta \gamma_P^{NT} - q_A \Delta \gamma_A^{NT}) + (\Delta \gamma_P^{NT} \Delta q_p - \Delta \gamma_A^{NT} \Delta q_A) \end{aligned} \quad (6)$$

onde γ_P^{NT} , γ_A^{NT} , q_p e q_A correspondem aos valores das variáveis no início da amostra. O primeiro termo do lado direito representa o contributo do desvio da taxa de câmbio face à PPP no sector de bens transaccionáveis, o segundo termo o contributo de alterações nos preços relativos dos bens não transaccionáveis da economia nacional e do exterior, o

terceiro o contributo de alterações dos pesos dos bens não transaccionáveis no valor acrescentado bruto (VAB) da economia nacional e do exterior e o quarto é um termo residual (que será ignorado).

De acordo com esta formalização, para que ocorra uma apreciação real em Portugal face à Alemanha terá que existir: um aumento do desvio face à PPP; um crescimento do preço relativo dos bens não transaccionáveis, ponderado pelo peso deste sector no VAB, maior em Portugal do que na Alemanha; ou um aumento do peso dos não transaccionáveis no VAB, ponderado pelo preço relativo dos bens não transaccionáveis, superior em Portugal.

Na determinação da solução de longo prazo, para as alterações na taxa de câmbio real, são impostas três hipóteses. Em primeiro lugar, considera-se que o preço relativo dos bens não transaccionáveis é proporcional ao rácio entre a produtividade média do trabalho no sector de bens transaccionáveis e a produtividade média do trabalho no sector de bens não transaccionáveis. De facto, numa situação em que exista concorrência perfeita e mobilidade perfeita do factor trabalho entre sectores, o rácio das produtividades marginais sectoriais será igual ao preço relativo:

$$\frac{\partial Y_t^T / \partial L_t^T}{\partial Y_t^{NT} / \partial L_t^{NT}} = \frac{W_t / P_t^T}{W_t / P_t^{NT}} = \frac{P_t^{NT}}{P_t^T} = Q_t \quad (7)$$

em que Y representa a produção, L o trabalho, W o salário nominal, P os preços e Q o preço relativo. Adicionalmente se as funções produção forem do tipo Cobb-Douglas, a produtividade marginal será proporcional à produtividade média em cada sector, sendo o factor de proporcionalidade o peso do sector no valor acrescentado bruto da economia, ou seja:

$$\frac{\partial Y_t^T / \partial L_t^T}{\partial Y_t^{NT} / \partial L_t^{NT}} = \frac{\gamma^T (Y^T / L^T)}{\gamma^{NT} (Y^{NT} / L^{NT})} = \frac{\gamma^T \cdot y^T}{\gamma^{NT} \cdot y^{NT}} \quad (8)$$

em que y representa a produtividade média do trabalho⁽⁴⁾. Nestas condições, o logaritmo do preço

(4) Como é referido em Canzoneri *et al* (1998), a condição de proporcionalidade entre as produtividades marginal e média verifica-se para o caso de funções de produção menos restritivas que a Cobb-Douglas.

relativo dos bens não transaccionáveis dependerá do logaritmo da produtividade média relativa no sector de bens transaccionáveis, podendo ser definido como:

$$q_t = \ln Q_t = \ln \left(\frac{\gamma_t^T}{\gamma_t^{NT}} \right) + \ln \left(\frac{y_t^T}{y_t^{NT}} \right) \quad (9)$$

As duas restantes hipóteses correspondem a considerar que a PPP se verifica para os bens transaccionáveis e que os pesos dos sectores de bens não transaccionáveis no VAB são constantes, o que implica, respectivamente, a nulidade do primeiro e do terceiro termos do lado direito da expressão (6). Nestas condições, a variação da taxa de câmbio real no longo prazo será determinada pela diferença entre as taxas de variação das produtividades relativas em Portugal e na Alemanha ponderadas pelos respectivos pesos dos não transaccionáveis no VAB, ou seja:

$$\Delta z_p = \gamma_p^{NT} \Delta q_p - \gamma_A^{NT} \Delta q_A = \gamma_p^{NT} (\Delta \ln(y_p^T) - \Delta \ln(y_p^{NT})) - \gamma_A^{NT} (\Delta \ln(y_A^T) - \Delta \ln(y_A^{NT})) \quad (10)$$

Assim se a produtividade relativa do sector de bens transaccionáveis estiver a crescer mais depressa em Portugal do que na Alemanha, o preço relativo dos bens não transaccionáveis estará também a crescer mais depressa em Portugal e então, dada a verificação da PPP para os bens transaccionáveis, deve verificar-se uma apreciação real na economia nacional ($\Delta z_p > 0$).

3. ANÁLISE DOS DADOS

Nesta secção será efectuada uma avaliação da conformidade dos dados para as economias portuguesa e alemã com as hipóteses subjacentes ao modelo anteriormente descrito. Com o objectivo de obter resultados para Portugal, comparáveis com os apresentados em Canzoneri *et al* (1998) para vários países da União Europeia, o tipo de dados utilizados seguiu de perto os desse artigo, nomeadamente quanto à composição dos sectores de bens transaccionáveis e de bens não transaccionáveis⁽⁵⁾. Enquanto em Canzoneri *et al* (1998) são calculados diferencias de inflação, quer face à Alemanha, quer face a agregados de países da União Europeia, neste estudo optou-se por efectuar a análise

apenas face à Alemanha. Esta abordagem está de acordo com a conclusão de Marques *et al* (1996), de que, no longo prazo, os preços em Portugal evoluem em linha, não com os preços dos principais parceiros comerciais, mas antes com os preços da Alemanha. O período amostral utilizado foi 1977-95, o qual difere do de Canzoneri *et al* (1998) (1973-91) por se considerar mais adequado no caso português, por um lado, excluir o período imediatamente após o 25 de Abril de 1974 e, por outro, incluir um maior número de observações no período posterior à adesão às Comunidades Europeias (o qual ficou limitado a 1995 pela indisponibilidade de dados para Portugal). No quadro 1, bem como nos gráficos 1 a 7, apresentam-se os principais resultados.

No período 1977-95, o escudo observou uma apreciação real de 1 por cento face ao marco, em termos médios anuais, calculada de acordo com a expressão (4), ou seja, utilizando como índices de preços nacionais médias geométricas dos preços dos bens transaccionáveis e não transaccionáveis. Efectuando os cálculos subjacentes à decomposição (6), conclui-se que na origem desta apreciação esteve um crescimento médio anual do preço relativo dos bens não transaccionáveis, ponderado pelo peso deste sector no VAB, superior em 1 ponto percentual em Portugal face à Alemanha. Com efeito, uma vez que o diferencial de inflação médio dos preços dos bens transaccionáveis entre Portugal e a Alemanha (9.5 por cento) foi semelhante à depreciação média nominal do escudo face ao

(5) No sector de bens transaccionáveis foram incluídos dados referentes à: “indústria transformadora”, “agricultura, caça, silvicultura e exploração florestal” e “pesca”. No sector de bens não transaccionáveis consideraram-se: “comércio por grosso e a retalho”, “restaurantes e hotéis”, “transportes e armazenagem”, “comunicações”, “bancos e outras instituições monetárias e financeiras”, “seguros”, “operações sobre imóveis e serviços prestados às empresas” e “serviços prestados à colectividade”. As produtividades sectoriais foram calculadas com base em dados de VAB a preços constantes e número de trabalhadores por conta de outrem. Para o cálculo do peso dos sectores utilizaram-se dados de VAB a preços correntes. Os preços sectoriais correspondem aos deflatores implícitos nos valores do VAB. As fontes utilizadas para estes dados foram no caso da Alemanha, a OCDE (*National Accounts, Volume II*), e no caso de Portugal, as séries longas do Banco de Portugal. Utilizaram-se os dados do FMI (*International Financial Statistics*) para a taxa de câmbio nominal em valores de final de período e para o deflator do PIB alemão.

Quadro 1

DIFERENCIAL DE INFLAÇÃO EM PORTUGAL FACE À ALEMANHA

Média de taxas de variação anuais (excepto pesos)

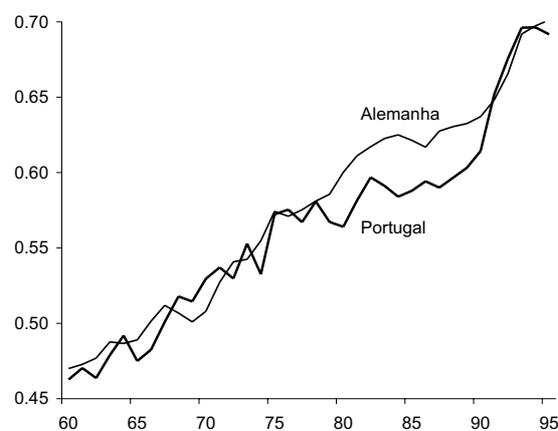
	Com agricultura			Sem agricultura		
	1977-95	1977-85	1986-95	1977-95	1977-85	1986-95
Portugal - Preço relativo dos bens não transaccionáveis	2.5	0.7	4.0	1.6	-1.1	3.8
Portugal - Produtividade relativa no sector de bens transaccionáveis	2.1	2.0	2.2	1.1	-0.3	2.3
Alemanha - Preço relativo dos bens não transaccionáveis	0.7	0.7	0.8	0.5	0.4	0.6
Alemanha - Produtividade relativa no sector de bens transaccionáveis	0.0	0.3	-0.2	0.0	0.3	-0.3
Apreciação nominal face ao marco alemão	-9.5	-15.2	-4.9	-9.5	-15.2	-4.9
Diferencial de inflação face à Alemanha (calculado com o deflador do PIB) ..	10.5	15.3	6.6	10.5	15.3	6.6
Diferencial de inflação no sector de bens transaccionáveis face à Alemanha ..	9.5	15.5	4.7	10.1	17.0	4.6
Apreciação real face ao marco alemão (calculada com deflatores sectoriais do VAB)	1.0	0.3	1.7	1.4	0.8	1.8
Contributos de:						
Desvio face à PPP no sector de bens transaccionáveis	0.0	0.3	-0.2	0.6	1.8	-0.3
Alterações nos preços relativos dos bens não transaccionáveis	1.0	0.0	1.8	0.8	-1.0	2.2
Alterações nos pesos dos sectores de bens não transaccionáveis	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1
Termo marginal	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Peso do sector não transaccionável em:						
Portugal - no início do período	0.57	0.57	0.59	0.66	0.66	0.67
Portugal - no final do período	0.69	0.59	0.69	0.74	0.66	0.74
Alemanha - no início do período	0.58	0.58	0.62	0.59	0.59	0.63
Alemanha - no final do período	0.70	0.62	0.70	0.71	0.63	0.71
Diferencial de inflação face à Alemanha	1.4	0.9	1.7	0.8	-0.4	1.9

Fonte: FMI, OCDE e Banco de Portugal.

marco, os desvios face à PPP no sector de bens transaccionáveis não contribuíram neste período para alterações da taxa de câmbio real. A contribuição da alteração dos pesos do sector de bens não transaccionáveis e o termo marginal são ambos nulos, o que no caso dos pesos é em grande parte determinado pelo facto do seu aumento ao longo da amostra ter sido semelhante em Portugal e na Alemanha (gráfico 1).

Para que no longo prazo, a taxa de câmbio real seja determinada pelo comportamento da produtividade em ambas as economias, ou seja pela expressão (10), é necessário que a PPP se verifique para os preços dos bens transaccionáveis. Como se acabou de ver, no período em análise, a depreciação média nominal do escudo face ao marco foi semelhante ao diferencial de inflação no sector de bens transaccionáveis, pelo que Portugal não parece ter observado uma perda de competitividade

Gráfico 1
PESO DOS BENS NÃO TRANSACCIONÁVEIS NO VAB



Fonte: OCDE e Banco de Portugal.

internacional nesse sector. De facto, uma vez que a média anual do diferencial de inflação calculado com base nos deflatores do PIB⁽⁶⁾ se situou em 10.5 por cento, tal como na maioria dos resultados de Canzoneri *et al* (1998), a PPP verifica-se mais claramente para os preços dos transaccionáveis do que para os índices de preços totais⁽⁷⁾. A realização de um teste de estacionariedade, sobre os desvios face à PPP no sector de bens transaccionáveis no período de 1977-95, permite rejeitar a existência de uma raiz unitária, confirmando este resultado⁽⁸⁾.

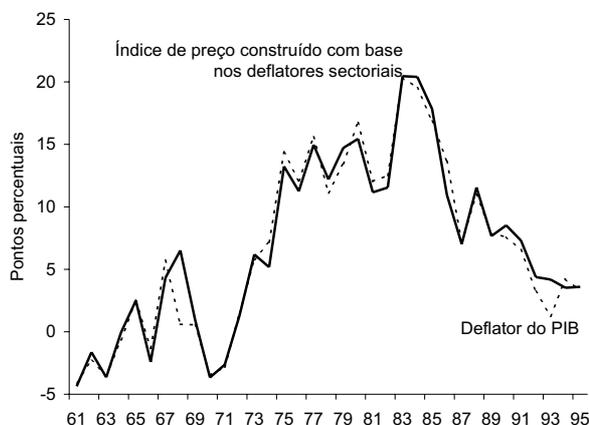
Outra hipótese importante para que a referida especificação de longo prazo para a taxa de câmbio real seja válida é que a produtividade relativa coincida com o preço relativo. De acordo com os testes realizados para o caso português, não só ambas as séries parecem ser não estacionárias como também não foi possível rejeitar a não estacionariedade da diferença entre os seus logaritmos, ao contrário do que está subjacente à expressão (9)⁽⁹⁾. No entanto como se pode ver nos gráficos 4 e 5, quer em Portugal, quer na Alemanha, a tendência do preço relativo dos bens não transaccionáveis parece reflectir *grosso modo* a tendência da produtividade relativa do sector de bens transaccionáveis. Este comportamento, estando de acordo com as previsões do modelo neoclássico anteriormente descrito, sugere que o crescimento

(6) Os diferenciais de inflação calculados com base nos deflatores do PIB e com base nos índices de preços nacionais (construídos utilizando as séries para os preços no sector transaccionável e não transaccionável) são semelhantes, indiciando que os dados sectoriais utilizados são suficientes para não enviesar os resultados (gráfico 2).

(7) No trabalho de Canzoneri *et al* (1998), o caso da Bélgica traduz uma excepção a este resultado, revelando um diferencial de inflação face à Alemanha nulo, no caso dos preços dos bens transaccionáveis, e semelhante à taxa de apreciação nominal, no caso dos índices de preços nacionais.

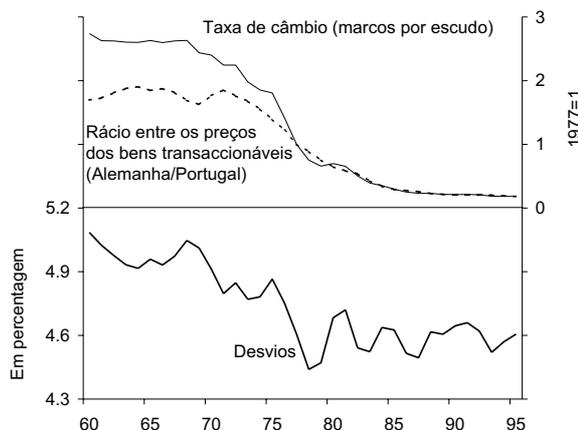
(8) O valor da estatística ADF, para o caso em que se inclui constante é de -7.793, parecendo levar claramente à rejeição da hipótese nula de existência de uma raiz unitária na série dos desvios face à PPP no sector transaccionável (o valor crítico para um nível de significância de 1 por cento e com 25 observações é de -3.75). Pelo contrário, quando se utiliza a amostra toda (1960-95), o teste ADF não permite rejeitar a existência de uma raiz unitária (estatística ADF é -1.398, face a um valor crítico para 50 observações e um nível de significância de 10 por cento, de -2.6). De facto, como se pode ver no gráfico 3, até ao final dos anos 70 os desvios observam uma clara tendência de redução, uma vez que o escudo mantém uma tendência de depreciação aproximando-se do diferencial de inflação nos transaccionáveis.

Gráfico 2
DIFERENCIAL DE INFLAÇÃO
ENTRE PORTUGAL E A ALEMANHA



Fonte: FMI, OCDE e Banco de Portugal.

Gráfico 3
DESVIOS FACE À PPP NO SECTOR
DE BENS TRANSAÇIONÁVEIS



Fonte: FMI, OCDE e Banco de Portugal.

(9) Estes resultados obtêm-se quer se utilize a amostra toda (1953-95) ou apenas o período em análise (1977-95). Para (1953-95) e (1977-95), as estatísticas ADF são, respectivamente, -0.284 e -0.640, no caso do preço relativo, -0.602 e -1.001, no caso da produtividade relativa, e -1.262 e -1.805, no caso da diferença entre o preço relativo e a produtividade relativa, levando assim sempre à não rejeição da hipótese nula de existência de uma raiz unitária. Estes resultados estão de acordo com os obtidos por Canzoneri *et al* (1998) para cada país individualmente. Com efeito, nesse estudo os testes realizados só permitem rejeitar a não estacionariedade da diferença entre as séries dos logaritmos da produtividade relativa e do preço relativo, quando efectuados em conjunto para os diferentes países.

Gráfico 4
PRODUTIVIDADE E PREÇO RELATIVOS
EM PORTUGAL

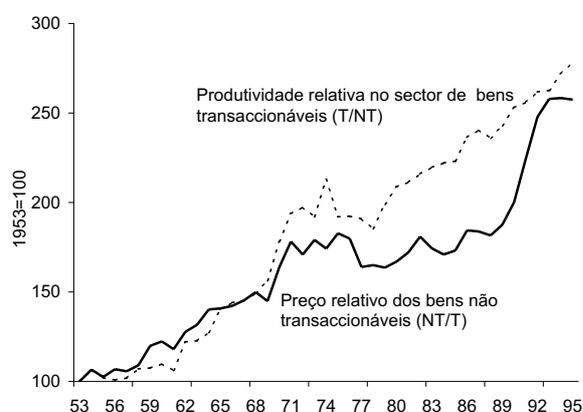
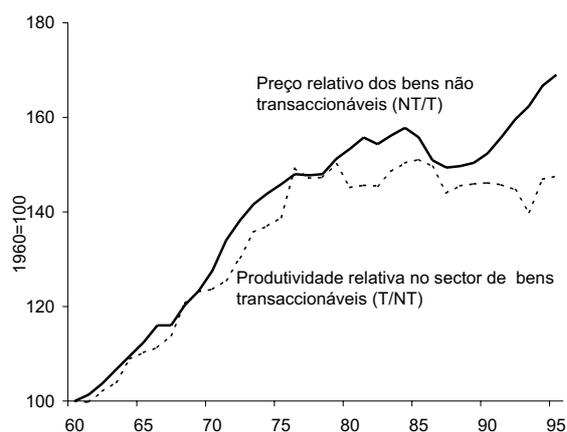


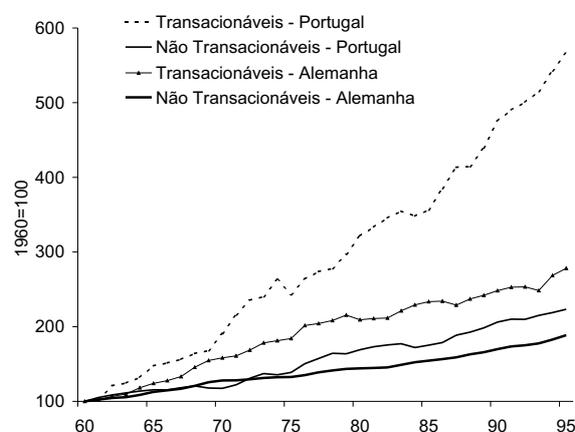
Gráfico 5
PRODUTIVIDADE E PREÇO RELATIVOS
NA ALEMANHA



Fonte: OCDE e Banco de Portugal.

rápido do preço relativo pode traduzir alterações nas condições da oferta e da procura subjacentes. Em termos médios anuais, no período de 1977-95, o preço relativo dos não transaccionáveis cresceu 2.5 por cento, em Portugal e 0.7 por cento, na Ale-

Gráfico 6
PRODUTIVIDADES SECTORIAIS



Fonte: OCDE e Banco de Portugal.

manha, e a produtividade do sector de bens transaccionáveis aumentou 2.1 por cento, em Portugal, mantendo-se constante na Alemanha. Estes valores parecem estar de acordo com a conclusão de Canzoneri *et al* (1998) de que os países com maiores diferenciais de inflação sectoriais são os que têm um maior crescimento da produtividade relativa⁽¹⁰⁾.

Como se vê no gráfico 6, o maior crescimento da produtividade relativa no sector transaccionável português face ao alemão é determinado pela existência de ganhos de produtividade no sector transaccionável superiores em Portugal (em média anual, no período 1977-95, 4.2 por cento, em Portugal, face a 1.8 por cento, na Alemanha), o que pode reflectir a existência de um efeito de convergência real com a Alemanha. A produtividade no sector de bens não transaccionáveis observou igualmente um crescimento mais acentuado em Portugal (no período 1977-95, 2 por cento, em Portugal, face a 1.7 por cento, na Alemanha).

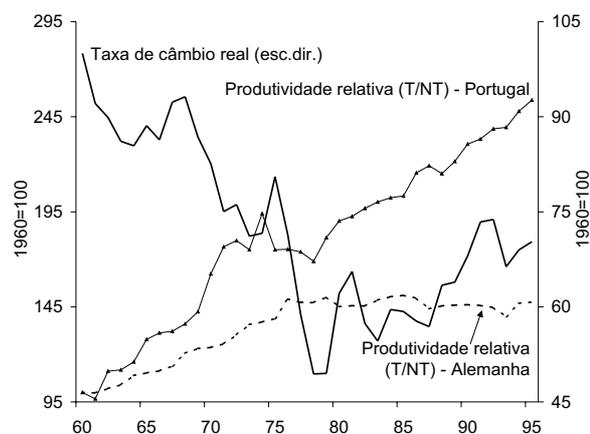
(10) Segundo os resultados de Canzoneri *et al* (1998) no período de 1973-91, o preço e a produtividade relativos cresceram em termos médios anuais, respectivamente, 3.1 por cento e 3.8 por cento, na Bélgica, 3 por cento e 3.2 por cento, em Itália e 2.5 por cento e 2.7 por cento, em Espanha. No mesmo período, em Portugal, as variações foram de 1.3 por cento e 1.6 por cento, respectivamente.

4. RESULTADOS PARA O DIFERENCIAL DE INFLAÇÃO

Os dados disponíveis não parecem violar as hipóteses subjacentes à determinação da solução de longo prazo do modelo utilizado em Canzoneri *et al* (1998). Com efeito, segundo a análise efectuada no ponto anterior não existe uma forte evidência empírica contrária à verificação da PPP no longo prazo, para os bens transaccionáveis ou à existência de tendências comuns para o preço e produtividade relativos. Por outro lado, dada a evolução semelhante do peso do sector não transaccionável no VAB em Portugal e na Alemanha, é natural assumir que no longo prazo o contributo (para a variação da taxa de câmbio real) da diferença entre o crescimento destes pesos em Portugal e na Alemanha seja insignificante⁽¹¹⁾. Neste contexto, a variação da taxa de câmbio real no longo prazo poderá ser aproximada pela expressão (10), ou seja, pela diferença entre as taxas de variação das produtividades relativas em Portugal e na Alemanha ponderadas pelos respectivos pesos dos não transaccionáveis no VAB. De acordo com os cálculos efectuados, assumindo que se mantêm os pesos sectoriais observados em 1995 e as tendências da produtividade, em Portugal deverá observar-se uma apreciação real média anual de 1.4 por cento face ao marco no longo prazo. É assim de notar que, enquanto o cálculo da PPP levaria à conclusão de que o escudo estava sobrevalorizado no final de 1995, segundo estes resultados, as alterações ocorridas nas produtividades relativas, justificariam pelo contrário um comportamento mais forte da taxa de câmbio real do escudo (apreciação média anual de 1.4 por cento) do que o observado (apreciação média anual de 1 por cento)⁽¹²⁾.

Estes resultados parecem estar de acordo com os de outros estudos efectuados para Portugal. Com efeito, por um lado, em Freitas (1992), Mantey e Mello (1992), Luís (1993) e Costa (1998) são detectadas tendências de apreciação real efectivas de equilíbrio do escudo a partir do início da década de 80 e até ao início da década de 90, assim como a persistência na maior parte deste período de uma subapreciação da taxa de câmbio real. Por outro lado, em vários outros trabalhos é encontrada evidência empírica que aponta para que a tendência de apreciação real em Portugal tenha esta-

Gráfico 7
TAXA DE CÂMBIO REAL E PRODUTIVIDADES



Fonte: FMI, OCDE e Banco de Portugal.

do associada a ajustamentos reais da economia portuguesa⁽¹³⁾.

No contexto da União Económica e Monetária, actualmente existente entre os países da área do euro, a apreciação real terá que ocorrer por via de

(11) Tal como se referiu na dedução do modelo da secção 2, em Canzoneri *et al* (1998) a nulidade do contributo das alterações dos pesos decorre da hipótese de que no longo prazo os pesos dos sectores no VAB são constantes, o que não parece estar de acordo com os dados. Com efeito, entre 1977 e 1995 o peso do sector não transaccionável no VAB revelou uma tendência crescente em ambos os países, passando de 57 por cento, para 69 por cento, em Portugal, e de 58 por cento, para 70 por cento, na Alemanha. Contudo, a consideração deste efeito não produz alterações significativas nas conclusões. De facto, na solução de longo prazo, avaliando o terceiro termo do lado direito da equação (6), para a média do crescimento anual do peso dos não transaccionáveis em Portugal e na Alemanha no período 1977-95 e para os valores dos rácios dos pesos no VAB e das produtividades em 1995, obtém-se um valor negativo (pois o peso e a produtividade relativos no sector dos bens transaccionáveis em Portugal são inferiores aos equivalentes na Alemanha) mas insignificante (-0.00005).

(12) De facto, os dados disponíveis revelam que, até ao final da década de 70, a taxa de câmbio real manteve uma tendência de depreciação, não traduzindo assim a evolução, favorável a Portugal, do diferencial de produtividade relativa, e que, a partir do início da década de 80, embora o escudo tenha observado uma apreciação real, esta não parece ter denotado uma tendência crescente como ocorreu com o diferencial de produtividades relativas (gráfico 7).

(13) Veja-se Rebelo (1992), Cunha e Machado (1993), Esteves (1993), Gaspar e Pinheiro (1994), Gaspar e Pereira (1995) e o artigo de Brito e Correia publicado neste número do *Boletim Económico*.

uma maior taxa de inflação no sector não transaccionável português face ao alemão, o que implica um diferencial entre as inflações nacionais de 1.4 pontos percentuais por ano. Este valor situa-se próximo dos calculados em Canzoneri *et al* (1998) para a Espanha e aproximadamente na média entre os diferenciais máximo e mínimo encontrados para os nove países da União Europeia considerados (2.4 pontos percentuais na Bélgica, 2 pontos percentuais em Itália, 1.5 pontos percentuais em Espanha, 1.4 pontos percentuais no Reino Unido, 1.2 pontos percentuais na Áustria, 1.1 pontos percentuais em França e na Dinamarca, 1 ponto percentual na Finlândia e 0.9 pontos percentuais na Suécia)⁽¹⁴⁾. Dada a paridade real de juros este diferencial de inflação deverá implicar uma taxa de juro real em Portugal inferior à alemã na mesma magnitude. Com efeito, numa situação de integração dos mercados financeiros e de bens, as taxas de juro reais expressas em unidades de transaccionáveis devem ser iguais nos vários países. Assim, as taxas de juro reais, medidas em unidades de *output* nacional, devem ser menores nos países em que o preço relativo dos bens não transaccionáveis cresce mais.

5. QUALIFICAÇÕES AOS RESULTADOS

É de esperar que a existir um efeito de convergência real da produtividade no sector transaccionável português face ao alemão, como é sugerido pelos dados e por outros trabalhos para a economia portuguesa, este seja mais acentuado no período posterior à adesão à Comunidade Europeia devido, por exemplo, ao impacto favorável da liberalização dos mercados sobre as transferências de tecnologia. Dividindo a amostra em dois sub-

períodos (1977-85 e 1986-95), obtém-se de facto, um diferencial de inflação superior na segunda metade (0.9 pontos percentuais, de 1977-85, e 1.7 pontos percentuais, de 1986-95). Contudo, ao contrário do que seria de esperar, este comportamento ficou essencialmente a dever-se a uma evolução desfavorável da produtividade relativa do sector de bens transaccionáveis na Alemanha (em média anual, cresce 0.3 por cento, de 1977-85, e reduz-se -0.2 por cento, de 1986-95). Com efeito, em Portugal, no período pós adesão às Comunidades Europeias, a produtividade terá acelerado em ambos os sectores (de 3.4 por cento, para 4.8 por cento, no sector de bens transaccionáveis, e de 1.4 por cento, para 2.5 por cento, no sector de bens não transaccionáveis), induzindo apenas um ligeiro aumento no crescimento médio anual da produtividade relativa do primeiro para o segundo período (de 2 por cento, para 2.2 por cento).

Estes resultados são, em grande parte, influenciados pela inclusão da agricultura no sector de bens transaccionáveis, o que, como é referido em Alberola e Tyrvainen (1998), é bastante controverso. Com efeito, os subsídios à produção e a fixação administrativa dos preços, frequentes no sector agrícola, tornam pouco provável que o seu comportamento esteja de acordo com o modelo assumido, não sendo também de esperar que as distorções induzidas sejam comuns aos vários países. Assim, excluindo o sector “agricultura, caça, silvicultura e exploração florestal” dos dados para Portugal, obtém-se, na primeira parte da amostra, um crescimento menos significativo da produtividade do sector de bens transaccionáveis e, na segunda, um crescimento mais acentuado (1.1 por cento, em 1977-85, e 4.9 por cento, em 1986-95), o que determina uma evolução claramente mais favorável da produtividade relativa portuguesa na segunda metade da amostra. Uma vez que, no caso da Alemanha, os resultados ficam praticamente inalterados, quando se exclui o sector agrícola, a evolução mais favorável da primeira para a segunda parte da amostra da produtividade relativa em Portugal face à Alemanha acentua-se, apontando mais claramente para a possibilidade da integração na Comunidade Europeia ter tido um impacto favorável sobre a produtividade nos transaccionáveis em Portugal. Assim, excluindo a agricultura, o diferencial de inflação seria -0.4 pontos percentuais,

(14) Alberola e Tyrvainen (1998) calculam, para sete países da área do euro, as taxas de inflação que resultam da verificação do modelo de Balassa-Samuelson, estendido para o caso em que existem diferentes crescimentos de salários nos sectores de bens transaccionáveis e de bens não transaccionáveis. Os resultados obtidos apontam para que, mesmo que seja atingido o objectivo de inflação de 2 por cento, possa existir um diferencial de inflação anual de cerca de 2 pontos percentuais entre os países com taxas mais elevadas e mais baixas. Com excepção do caso da Espanha, este artigo tem subjacente diferenciais face à Alemanha mais reduzidos do que em Canzoneri *et al* (1998), variando entre 1.9 pontos percentuais, em Espanha e -0.2 pontos percentuais em França.

quando calculado com dados de 1978-85 e 1.9 pontos percentuais, quando calculado com dados de 1986-95. Para o total do período, a exclusão da agricultura determina um diferencial de inflação de 0.8 pontos percentuais.

Na interpretação dos valores obtidos para o diferencial de inflação deverá ainda levar-se em consideração o facto dos preços utilizados estarem a ser medidos por deflatores dos VAB sectoriais. Com efeito, estes dados, ao excluïrem a componente importada, tendem a determinar um diferencial entre a inflação portuguesa e a alemã superior aquele que está subjacente aos índices de preços no consumidor, os quais são geralmente utilizados para medir a inflação. De facto, em termos médios anuais, no período 1977-95, o escudo terá observado uma apreciação real face ao marco de 1 por cento, calculada utilizando os índices de preços construídos com base nos deflatores dos VAB sectoriais e de apenas 0.5 por cento quando se consideram os índices de preços no consumidor.

6. CONCLUSÕES

Este estudo teve como principal objectivo aplicar a metodologia seguida em Canzoneri *et al* (1998), ao caso português, por forma a obter resultados, comparáveis com os de outros países da União Europeia (e, particularmente, da área do euro), para o valor do diferencial de inflação face à Alemanha. De acordo com a análise efectuada, a tendência de um crescimento do preço relativo dos bens não transaccionáveis mais rápido em Portugal que na Alemanha, foi acompanhada por um comportamento semelhante por parte da produtividade média relativa do sector de bens transaccionáveis português face ao alemão. Esta evolução mais favorável da produtividade relativa em Portugal parece ter sido totalmente determinada pelo comportamento no sector de bens transaccionáveis, sugerindo a existência de um efeito de convergência real, que justifica uma apreciação real em Portugal no longo prazo. No contexto de participação na área do euro esta apreciação de longo prazo implica a existência de um diferencial de inflação positivo entre Portugal e a Alemanha. Quando se exclui o sector “agricultura, caça, silvicultura e exploração florestal” da amostra obtém-se um diferencial para a inflação portuguesa,

medido pelo índice de preços construído a partir dos deflatores dos VAB sectoriais, de 0.8 pontos percentuais, em média no período 1977-95.

Existem vários outros factores que apontam para que estes resultados devam ser interpretados com cautela. Em primeiro lugar, é necessário levar em consideração que a metodologia seguida permite apenas detectar qual o diferencial de inflação que resulta da existência de divergências reais entre as economias que funcionam de uma forma concorrencial. Estas divergências podem contudo não justificar um diferencial de inflação sustentável, uma vez que não decorrem necessariamente de efeitos associados ao processo de convergência real (como é o caso do efeito de Balassa-Samuelson), podendo, pelo contrário, ser determinadas por factores temporários, como, por exemplo, um aumento da procura relativa de bens não transaccionáveis⁽¹⁵⁾. Em segundo lugar, ao contrário do que o modelo assume, os mercados apresentam desvios face à concorrência os quais podem estar a justificar parte dos diferenciais de inflação encontrados. Por outro lado, é necessário levar em consideração que os diferenciais de inflação determinados neste estudo estão medidos pelos índices de preços construídos a partir dos deflatores dos VAB sectoriais, os quais ao excluïrem os preços das importações, devem no caso de Portugal ser superiores aos diferenciais medidos com base nos índices de preços no consumidor. Por último, a conclusão de que o diferencial de inflação encontrado se deverá manter no futuro para que a taxa de câmbio real esteja de acordo com o processo de convergência real, só é válida assumindo que as tendências passadas se mantêm, o que não é necessariamente verdade. De facto, por um lado, é possível que o aumento da concorrência decorrente da União Económica e Monetária e a ausência da taxa de câmbio como mecanismo de ajustamento potencial levem a alterações fundamentais no comportamento dos agentes e dos mercados, contribuindo para a redução dos diferenciais de inflação, e por outro, é de esperar que a velocidade do processo de convergência real se atenuem com o

(15) Uma abordagem do tipo das seguidas em Rebelo (1992) e no artigo de Brito e Correia, publicado neste número do *Boletim Económico*, permite distinguir o efeito sobre os preços relativos de efeitos associados ao processo de convergência real de outro tipo de perturbações, ultrapassando esta limitação.

tempo, justificando uma redução dos diferenciais de inflação de “equilíbrio”.

REFERÊNCIAS

- Alberola, E. e T. Tyrvainen (1998), “Is there scope for inflation differentials in EMU? An empirical evaluation of the Balassa-Samuelson model in EMU countries”, *Discussion papers* nº15, Bank of Finland.
- Balassa, B. (1964), “The purchasing power doctrine: A reappraisal”, *Journal of Political Economy* 72, 584-596.
- Canzoneri, M., R. Cumby, B. Diba e G. Eudey (1998), “Trends in European Productivity: Implications for the real exchange rates, real interest rates and inflation differentials”, *Working Paper* n.º 27, Oesterreichische Nationalbank.
- Canzoneri, M., R. Cumby e B. Diba (1996), “Relative labor productivity and the real exchange rate in the long run: evidence for a panel of OECD countries”, *Working Paper* nº 5676, NBER.
- Costa, S. (1998), “Determinação da taxa de câmbio real de equilíbrio para a economia portuguesa com base na FEER”, *Boletim Económico* do Banco de Portugal, Setembro.
- Cunha, L. C. e J. A. F. Machado (1993), “Real Convergence and Real Appreciation”, Universidade Nova de Lisboa, *Working Paper* nº 211, Dezembro.
- De Gregorio, J., A. Giovannini e H. Wolf (1994), “International evidence on tradables and non-tradables inflation”, *European Economic Review* 38, 1225-1244.
- Esteves, P. S. (1993), “Crescimento Económico e Taxa de Câmbio Real - A Experiência Portuguesa (1948-1992)”, *Boletim Trimestral* do Banco de Portugal, Dezembro.
- Freitas, M. L. (1992), “Sobre a Futura Paridade do Escudo: Há lugar para uma apreciação real?”, *Working Paper* nº 183, Universidade Nova de Lisboa, Abril.
- Froot, K. A., K. Rogoff (1991), “The EMS, the EMU, and the Transition to a Common Currency”, *National Bureau of Economic Research Macroeconomics Annual*. Eds. S. Fisher and O. Blanchard. Cambridge, MA: MIT Press, 269-317.
- Gaspar V. e A. Pereira (1995), “An Intertemporal Analysis of Development Policies in the EU”, *Journal of Policy Modelling*, forthcoming.
- Gaspar, V., M. Pinheiro (1994), “Desinflação e Competitividade”, *Boletim Trimestral* do Banco de Portugal, Junho.
- Luís, J. B. (1993), “Taxa de Câmbio de Equilíbrio e Sustentabilidade Intertemporal da Balança de Pagamentos”, Tese do Mestrado de Economia Monetária e Financeira do I.S.E.G.
- Marques, C. Robalo, S. Botas, J. A. F. Machado (1996), “Paridade dos Poderes de Compra e Inflação em Portugal”, *Boletim Trimestral* do Banco de Portugal, Dezembro.
- Manteu, Cristina e A. S. Mello (1992), “Taxa de Câmbio de Equilíbrio Fundamental”, *Boletim Trimestral* do Banco de Portugal, Dezembro.
- Rebelo, S. (1992), “Inflation in Fixed Exchange Rate Regimes: The Recent Portuguese Experience”, Banco de Portugal, *Working Paper* nº11-92, Julho.
- Samuelson, P. (1964), “Theoretical notes on trade problems”, *Review of Economics and Statistics* 46, 145-154.

Janeiro*

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

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

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

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

Fevereiro

8 de Fevereiro (Regulamento nº 5/2000, DR nº 45, Suplemento, 2ª Série de 23 de Fevereiro)

Regulamenta, ao abrigo do disposto no nº 2 do artigo 5, no artigo 212, no nº 2 do artigo 351 e na alínea b) do nº 1 do artigo 353, todos do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei nº 486/99, de 13-11, o funcionamento dos mercados em geral e, em especial, dos mercados de bolsa. O presente regulamento entra em vigor no dia 1-3-2000.

8 de Fevereiro (Regulamento nº 7/2000, DR nº 45, Suplemento, 2ª Série de 23 de Fevereiro)

Estabelece, ao abrigo do disposto no artigo 11 e para os efeitos do disposto no artigo 12 do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei nº 486/99, de 13-11, o regime das sociedades de notação de risco. O presente regulamento entra em vigor em 1-3-2000.

8 de Fevereiro (Regulamento nº 8/2000, DR nº 45, Suplemento, 2ª Série de 23 de Fevereiro)

Estabelece, ao abrigo do disposto no nº 4 do artigo 265 do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei nº 486/99, de 13-11, as regras aplicáveis às operações de reporte e de empréstimo de valores mobiliários e exceptua deste regime as operações realizadas pelo Banco de Portugal. O presente regulamento entra em vigor em 1-3-2000.

10 de Fevereiro (Regulamento nº 14/2000, DR nº 45, Suplemento, 2ª Série de 23 de Fevereiro)

Estabelece, ao abrigo do disposto no nº 2 do artigo 5, no nº 2 do artigo 59, no artigo 60, no nº 6 do artigo 91, no nº 5 do artigo 99, no artigo 105 e na alínea b) do nº 1 do artigo 353, todos do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei nº 486/99, de 13-11, a regulamentação aplicável aos sistemas centralizados de valores mobiliários e ao registo obrigatório de valores mobiliários em intermediário financeiro único. O presente regulamento entra em vigor em 1-3-2000.

11 de Fevereiro (Aviso do Banco Central Europeu 2000/C 39/04)

Aviso do Banco Central Europeu sobre a imposição de sanções pelo não cumprimento da obrigação de constituição de reservas mínimas.

15 de Fevereiro (Regulamento nº 15/2000, DR nº 45, Suplemento, 2ª Série de 23 de Fevereiro)

Estabelece, ao abrigo do disposto nos nºs. 1 e 5 do artigo 260, no nº1 do artigo 264 e nos nºs. 1 e 2 do artigo 273, todos do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei nº 486/99, de 13-11, as normas relativas aos sistemas de liquidação de valores mobiliários, independentemente de quem seja a entidade gestora desses sistemas, e determina a adequação do sistema de liquidação gerido pela Associação da Bolsa de Valores de Lisboa até ao dia 1-9-2000. O presente regulamento entra em vigor com o registo na CMVM das regras operacionais por que se regem os sistemas, nos termos do nº 3 do artigo 6 do Dec.-Lei nº 486/99, de 13-11.

15 de Fevereiro (Regulamento nº 16/2000, DR nº 45, Suplemento, 2ª Série de 23 de Fevereiro)

Estabelece, ao abrigo do disposto no artigo 212 e no nº 4 do artigo 214 do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei nº 486/99, de 13-11, o enquadramento jurídico, a organização e o funcionamento do segundo mercado gerido pela Associação da Bolsa de Valores de Lisboa, o presente regulamento entra em vigor em 1-3-2000.

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

15 de Fevereiro (Regulamento n° 17/2000, DR n° 45, Suplemento, 2ª Série de 23 de Fevereiro)

Estabelece, ao abrigo do disposto no artigo 212 do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei n° 486/99, de 13-11, a regulamentação do funcionamento do mercado sem cotações gerido pela Associação da Bolsa de Valores de Lisboa. O presente regulamento entra em vigor em 1-3-2000.

15 de Fevereiro (Regulamento n° 18/2000, DR n° 45, Suplemento, 2ª Série de 23 de Fevereiro)

Estabelece, ao abrigo do disposto no artigo 212 do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei n° 486/99, de 13-11, as disposições aplicáveis ao Mercado Especial de Operações por Grosso (MEOG). O presente regulamento entra em vigor em 1-3-2000.

16 de Fevereiro (Carta-Circular n° 4/00/DSBDR)

Estabelece que todas as instituições de crédito sujeitas à supervisão do Banco de Portugal devem comunicar previamente os seus projectos de aquisição, directa ou indirecta, de participações qualificadas em instituições de crédito ou em instituições financeiras sediadas no estrangeiro, que representem 10% ou mais do capital da entidade ou 2% ou mais do capital da instituição participante.

Maio

16 de Maio (Regulamento do Conselho n° 1010/2000, JOCE n° 115, Série L)

Adopta medidas relativas a novas contribuições em activos de reserva exigidos pelo Banco Central Europeu.

23 de Maio (Portaria n° 284/2000, DR n° 119, 1ª Série B)

Fixa, atento o disposto na Portaria n° 95/94, de 9-2, e ao abrigo do disposto no n° 1 do art° 95 e no n° 1 do art° 196 do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Dec.-Lei n° 298/92, de 31-12, o capital social mínimo das sociedades gestoras de fundos de titularização de créditos e das sociedades de titularização de créditos.

25 de Maio (Portaria n° 289/2000, DR n° 121, 1ª Série B)

Estabelece, ao abrigo do disposto da alínea b) do n° 1 do art° 59 do Código dos Valores Mobiliários, as normas relativas ao registo de valores mobiliários escriturais junto do emitente. A presente Portaria entra em vigor em 1-3-2000.

25 de Maio (Portaria n° 290/2000, DR n° 121, 1ª Série B)

Aprova, ao abrigo do disposto na alínea a) do n° 1 do art° 59 do Código dos Valores Mobiliários, o modelo do registo da emissão de valores mobiliários junto do emitente, previsto no art° 43 daquele diploma. A presente Portaria entra em vigor no dia 1-3-2000.

26 de Maio (Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho 2000/12/CE, JOCE n° 126, Série L)

Adopta medidas relativas ao acesso à actividade das instituições de crédito e ao seu exercício. As Directivas 73/183/CEE, 77/780/CEE, 89/299/CEE, 89/646/CEE, 89/647/CEE, 92/30/CEE E 92/121/CEE, tais como alteradas pelas directivas que constam da parte A do anexo V são revogadas, sem prejuízo das obrigações dos Estados-Membros relativamente aos prazos de transposição das referidas directivas que constam da parte B do anexo V. As remissões para as directivas revogadas devem entender-se como sendo feitas para a presente directiva e passam a ler-se nos termos da tabela de correspondência que consta do anexo VI.

Junho

2 de Junho (Dec.-Lei n° 101/2000, DR n° 128, 1ª Série A)

Transpõe para a ordem jurídica interna a Directiva n° 98/7/CE, do Parlamento e do Conselho, de 16-2, que altera a Directiva n° 87/102/CEE, de 22-12-86, relativa à aproximação das disposições legislativas, regulamentares e administrativas dos Estados membros sobre o crédito ao consumo. Substitui os anexos n° 1 e 2 do Dec.-Lei n° 359/91, de 21-9, pelos anexos I e II ao presente diploma.

26 de Junho (Regulamento da CMVM n° 20/2000, DR n° 145, 1ª Série)

Estabelece, para efeitos do art° 26 do Dec.-Lei n° 276/94, de 02-11, com a redacção introduzida pelo Dec.-Lei n° 323/99, de 13-08, os termos e as con-

dições a observar na divulgação pública de medidas de rendibilidade de fundos de investimento mobiliário. Revoga o Regulamento nº 10/97, de 26-06.

28 de Junho (Portaria nº 382/2000, DR nº 147, 1ª Série B)

Determina, nos termos do nº 3 do artº 1º do Dec.-Lei nº 88/94, de 02-04, que os valores mobiliários representativos de dívida pública emitidos ao abrigo da Resolução do Conselho de Ministros nº 19-A/2000, de 02-05, sejam acrescentados à lista publicada através da Portaria nº 377-A/94, de 15-06.

30 de Junho (Regulamento da CMVM nº 22/2000, DR nº 149, 1ª Série Suplemento)

Regula o funcionamento do Mercado Especial de Dívida Pública (MEDIP), e determina a aplicação ao referido mercado das regras constantes do Regulamento nº 5/2000, de 23-02, que não contrariem o presente diploma.

ESTUDOS E DOCUMENTOS DE TRABALHO (WORKING PAPERS)

1990

- 1/90** PRODUTO POTENCIAL, DESEMPREGO E INFLAÇÃO EM PORTUGAL
Um estudo para o período 1974-1989
— *Carlos Robalo Marques*
- 2/90** INFLAÇÃO EM PORTUGAL
Um estudo econométrico para o período 1965-1989, com projecções para 1990 e 1991
— *Carlos Robalo Marques*

1992

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

- 17/92** FIRM GROWTH DURING INFANCY
— *José Mata*
- 18/92** THE DISTRIBUTION OF HOUSEHOLD INCOME AND EXPENDITURE IN PORTUGAL: 1980 and 1990
— *Miguel Gouveia, José Tavares*
- 19/92** THE DESIGN OF MULTIDIMENSIONAL AUCTIONS
— *Fernando Branco*
- 20/92** MARGINAL INCOME TAX RATES AND ECONOMIC GROWTH IN DEVELOPING COUNTRIES
— *Sérgio Rebelo, William Easterly*
- 21/92** THE EFFECT OF DEMAND AND TECHNOLOGICAL CONDITIONS ON THE LIFE EXPECTANCY OF NEW FIRMS
— *José Mata, Pedro Portugal*
- 22/92** TRANSITIONAL DYNAMICS AND ECONOMIC GROWTH IN THE NEOCLASSICAL MODEL
— *Robert G. King, Sérgio Rebelo*
- 23/92** AN INTEGRATED MODEL OF MULTINATIONAL FLEXIBILITY AND FINANCIAL HEDGING
— *António S. Mello, Alexander J. Triantis*
- 24/92** CHOOSING AN AGGREGATE FOR MONETARY POLICY: A COINTEGRATION APPROACH
— *Carlos Robalo Marques, Margarida Catalão Lopes*
- 25/92** INVESTMENT: CREDIT CONSTRAINTS, REGULATED INTEREST RATES AND EXPECTATIONS OF FINANCIAL LIBERALIZATION THE PORTUGUESE EXPERIENCE
— *Koleman Strumpf*

1993

- 1/93** SUNK COSTS AND THE DYNAMICS OF ENTRY
— *José Mata*
- 2/93** POLICY, TECHNOLOGY ADOPTION AND GROWTH
— *William Easterly, Robert King, Ross Levine, Sérgio Rebelo*
- 3/93** OPTIMAL AUCTIONS OF A DIVISIBLE GOOD
— *Fernando Branco*
- 4/93** EXCHANGE RATE EXPECTATIONS IN INTERNATIONAL OLIGOPOLY
— *Luís Cabral, António S. Mello*
- 5/93** A MODEL OF BRANCHING WITH AN APPLICATION TO PORTUGUESE BANKING
— *Luís Cabral, W. Robert Majure*
- 6/93** HOW DOES NEW FIRM SURVIVAL VARY ACROSS INDUSTRIES AND TIME?
— *José Mata, Pedro Portugal*
- 7/93** DO NOISE TRADERS “CREATE THEIR OWN SPACE”?
— *Ravi Bhushan, David P. Brown, António S. Mello*
- 8/93** MARKET POWER MEASUREMENT – AN APPLICATION TO THE PORTUGUESE CREDIT MARKET
— *Margarida Catalão Lopes*
- 9/93** CURRENCY SUBSTITUTABILITY AS A SOURCE OF INFLATION DISCIPLINE
— *Pedro Teles*
- 10/93** BUDGET IMPLICATIONS OF MONETARY COORDINATION IN THE EUROPEAN COMMUNITY
— *Pedro Teles*

- 11/93 THE DETERMINANTS OF FIRM START-UP SIZE
— *José Mata*
- 12/93 FIRM START-UP SIZE: A CONDITIONAL QUANTILE APPROACH
— *José Mata, José A. F. Machado*
- 13/93 FISCAL POLICY AND ECONOMIC GROWTH: AN EMPIRICAL INVESTIGATION
— *William Easterly, Sérgio Rebelo*
- 14/93 BETA ESTIMATION IN THE PORTUGUESE THIN STOCK MARKET
— *Armindo Escalda*
- 15/93 SHOULD CAPITAL INCOME BE TAXED IN THE STEADY STATE?
— *Isabel H. Correia*
- 16/93 BUSINESS CYCLES IN A SMALL OPEN ECONOMY
— *Isabel H. Correia, João C. Neves, Sérgio Rebelo*
- 17/93 OPTIMAL TAXATION AND CAPITAL MOBILITY
— *Isabel H. Correia*
- 18/93 A COMPOSITE COINCIDENT INDICATOR FOR THE PORTUGUESE ECONOMY
— *Francisco Craveiro Dias*
- 19/93 PORTUGUESE PRICES BEFORE 1947: INCONSISTENCY BETWEEN THE OBSERVED COST OF LIVING INDEX AND THE GDP PRICE ESTIMATION OF NUNES, MATA AND VALÉRIO (1989)
— *Paulo Soares Esteves*
- 20/93 EVOLUTION OF PORTUGUESE EXPORT MARKET SHARES (1981-91)
— *Cristina Manteu, Ildeberta Abreu*
- 1994**
- 1/94 PROCUREMENT FAVORITISM AND TECHNOLOGY ADOPTION
— *Fernando Branco*
- 2/94 WAGE RIGIDITY AND JOB MISMATCH IN EUROPE: SOME EVIDENCE
— *Sílvia Luz, Maximiano Pinheiro*
- 3/94 A CORRECTION OF THE CURRENT CONSUMPTION INDICATOR - AN APPLICATION OF THE INTERVENTION ANALYSIS APPROACH
— *Renata Mesquita*
- 4/94 PORTUGUESE GDP AND ITS DEFLATOR BEFORE 1947: A REVISION OF THE DATA PRODUCED BY NUNES, MATA AND VALÉRIO (1989)
— *Carlos Robalo Marques, Paulo Soares Esteves*
- 5/94 EXCHANGE RATE RISK IN THE EMS AFTER THE WIDENING OF THE BANDS IN AUGUST 1993
— *Joaquim Pires Pina*
- 6/94 FINANCIAL CONSTRAINTS AND FIRM POST-ENTRY PERFORMANCE
— *Paulo Brito, António S. Mello*
- 7/94 STRUCTURAL VAR ESTIMATION WITH EXOGENEITY RESTRICTIONS
— *Francisco C. Dias, José A. F. Machado, Maximiano R. Pinheiro*
- 8/94 TREASURY BILL AUCTIONS WITH UNINFORMED BIDDERS
— *Fernando Branco*
- 9/94 AUCTIONS OF SHARES WITH A SECONDARY MARKET AND TENDER OFFERS
— *António S. Mello, John E. Parsons*

10/94 MONEY AS AN INTERMEDIATE GOOD AND THE WELFARE COST OF THE INFLATION TAX
— *Isabel Correia, Pedro Teles*

11/94 THE STABILITY OF PORTUGUESE RISK MEASURES
— *Armando Escalda*

1995

1/95 THE SURVIVAL OF NEW PLANTS: START-UP CONDITIONS AND POST-ENTRY EVOLUTION
— *José Mata, Pedro Portugal, Paulo Guimarães*

2/95 MULTI-OBJECT AUCTIONS: ON THE USE OF COMBINATIONAL BIDS
— *Fernando Branco*

3/95 AN INDEX OF LEADING INDICATORS FOR THE PORTUGUESE ECONOMY
— *Francisco Ferreira Gomes*

4/95 IS THE FRIEDMAN RULE OPTIMAL WHEN MONEY IS AN INTERMEDIATE GOOD?
— *Isabel Correia, Pedro Teles*

5/95 HOW DO NEW FIRM STARTS VARY ACROSS INDUSTRIES AND OVER TIME?
— *José Mata*

6/95 PROCUREMENT FAVORITISM IN HIGH TECHNOLOGY
— *Fernando Branco*

7/95 MARKETS, ENTREPRENEURS AND THE SIZE OF NEW FIRMS
— *José Mata*

1996

1/96 CONVERGENCE ACROSS EU COUNTRIES: INFLATION AND SAVINGS RATES ON PHYSICAL AND HUMAN CAPITAL
— *Paulo Soares Esteves*

2/96 THE OPTIMAL INFLATION TAX
— *Isabel Correia, Pedro Teles*

3/96 FISCAL RULES OF INCOME TRANSFORMATION
— *Isabel H. Correia*

4/96 ON THE EFFICIENCY AND EQUITY TRADE-OFF
— *Isabel H. Correia*

5/96 DISTRIBUTIONAL EFFECTS OF THE ELIMINATION OF CAPITAL TAXATION
— *Isabel H. Correia*

6/96 LOCAL DYNAMICS FOR SPHERICAL OPTIMAL CONTROL PROBLEMS
— *Paulo Brito*

7/96 A MONEY DEMAND FUNCTION FOR PORTUGAL
— *João Sousa*

8/96 COMPARATIVE EXPORT BEHAVIOUR OF FOREIGN AND DOMESTIC FIRMS IN PORTUGAL
— *Sonia Cabral*

9/96 PUBLIC CAPITAL ACCUMULATION AND PRIVATE SECTOR PERFORMANCE IN THE U.S.
— *Alfredo Marvão Pereira, Rafael Flores de Frutos*

- 10/96** IMPORTED CAPITAL AND DOMESTIC GROWTH: A COMPARISON BETWEEN EAST ASIA AND LATIN AMERICA
— *Ling-ling Huang, Alfredo Marvão Pereira*
- 11/96** ON THE EFFECTS OF PUBLIC AND PRIVATE R&D
— *Robert B. Archibald, Alfredo Marvão Pereira*
- 12/96** EXPORT GROWTH AND DOMESTIC PERFORMANCE
— *Alfredo Marvão Pereira, Zhenhui Xu*
- 13/96** INFRASTRUCTURES AND PRIVATE SECTOR PERFORMANCE IN SPAIN
— *Alfredo Marvão Pereira, Oriol Roca Sagales*
- 14/96** PUBLIC INVESTMENT AND PRIVATE SECTOR PERFORMANCE: INTERNATIONAL EVIDENCE
— *Alfredo Marvão Pereira, Norman Morin*
- 15/96** COMPETITION POLICY IN PORTUGAL
— *Pedro P. Barros, José Mata*
- 16/96** THE IMPACT OF FOREIGN DIRECT INVESTMENT IN THE PORTUGUESE ECONOMY
— *Luísa Farinha, José Mata*
- 17/96** THE TERM STRUCTURE OF INTEREST RATES: A COMPARISON OF ALTERNATIVE ESTIMATION METHODS WITH AN APPLICATION TO PORTUGAL
— *Nuno Cassola, Jorge Barros Luís*
- 18/96** SHORT-AND LONG-TERM JOBLESSNESS: A SEMI-PARAMETRIC MODEL WITH TIME -VARYING EFFECTS
— *Pedro Portugal, John T. Addison*
- 19/96** SOME SPECIFICATION ISSUES IN UNEMPLOYMENT DURATION ANALYSIS
— *Pedro Portugal, John T. Addison*
- 20/96** SEQUENTIAL AUCTIONS WITH SYNERGIES: AN EXAMPLE
— *Fernando Branco*
- 21/96** HEDGING WINNER'S CURSE WITH MULTIPLE BIDS: EVIDENCE FROM THE PORTUGUESE TREASURY BILL AUCTION
— *Michael B. Gordy*
- 22/96** THE BRICKS OF AN EMPIRE 1415-1999: 585 YEARS OF PORTUGUESE EMIGRATION
— *Stanley L. Engerman, João César das Neves*
- 1997**
- 1/97** LOCAL DYNAMICS FOR PLANAR OPTIMAL CONTROL PROBLEMS: A COMPLETE CHARACTERIZATION
— *Paulo Brito*
- 2/97** INTERNATIONAL PORTFOLIO CHOICE
— *Bernardino Adão, Nuno Ribeiro*
- 3/97** UNEMPLOYMENT INSURANCE AND JOBLESSNESS: A DISCRETE DURATION MODEL WITH MULTIPLE DESTINATIONS
— *Pedro Portugal, John T. Addison*
- 4/97** THE TREASURY BILL MARKET IN PORTUGAL: INSTITUTIONAL ISSUES AND PROFIT MARGINS OF FINANCIAL INSTITUTIONS
— *Bernardino Adão, Jorge Barros Luís*

5/97 ECONOMETRIC MODELLING OF THE SHORT-TERM INTEREST RATE: AN APPLICATION TO PORTUGAL

— *Nuno Cassola, João Nicolau, João Sousa*

6/97 ESTIMATION OF THE NAIRU FOR THE PORTUGUESE ECONOMY

— *Carlos Robalo Marques, Susana Botas*

7/97 EXTRACTION OF INTEREST RATE DIFFERENTIALS IMPLICIT IN OPTIONS: THE CASE OF SPAIN AND ITALY IN THE EUROPEAN MONETARY UNION

— *Bernardino Adão, Jorge Barros Luís*

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*