

Banco de Portugal

Boletim económico

Junho de 2003

Textos de política e situação económica

- **Perspectivas para a economia portuguesa: 2003-2004** .. 5

Artigos

- **Índice de condições monetárias para Portugal** 25
- **O efeito de algumas características demográficas e socioeconómicas sobre o endividamento das famílias** 33
- **A experiência do escudo no MTC e a eficácia da gestão cambial** 45

Cronologia das principais medidas financeiras

- **Janeiro a Maio de 2003**..... I

Working papers

- **1998 a 2003** i

Estudos Económicos

Volume 9

Número 2

Textos de política e situação económica

PERSPECTIVAS PARA A ECONOMIA PORTUGUESA: 2003-2004

1. INTRODUÇÃO

Este artigo apresenta projecções para a economia portuguesa para os anos de 2003 e 2004, elaboradas pelo Banco de Portugal no âmbito do exercício de Projecções Macroeconómicas do Eurosistema da Primavera de 2003 (publicadas, para o conjunto da área do euro, no *Boletim Mensal* do Banco Central Europeu — BCE — de Junho de 2003). Este exercício baseou-se num conjunto de hipóteses técnicas comuns, utilizadas por todos os bancos centrais dos países da área, sobre taxas de juro de curto prazo e taxas de câmbio — consideradas constantes durante o horizonte de projecção, tendo como referência a informação disponível até meados de Maio — e hipóteses sobre procura de bens e serviços por países não pertencentes à área e so-

bre preços internacionais de matérias primas. Foi também assegurada a consistência entre as projecções dos vários países, nomeadamente ao nível dos fluxos de comércio externo entre países da área do euro.

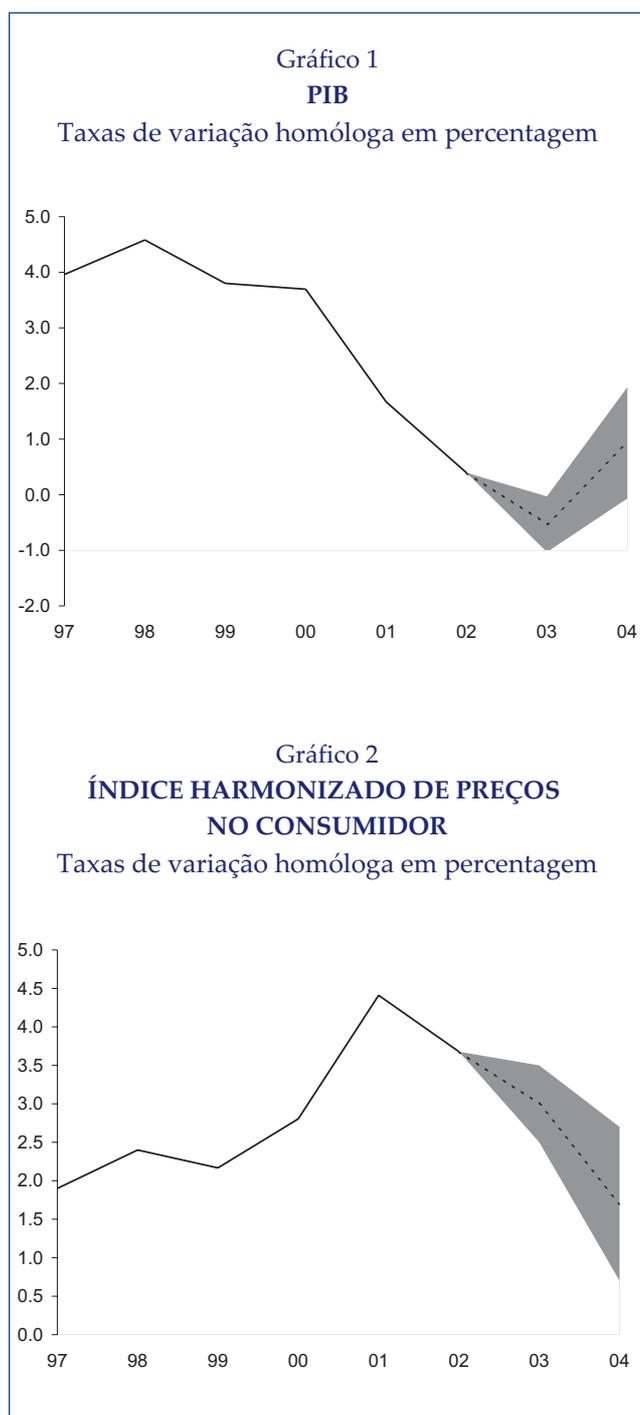
As projecções para Portugal apontam para uma significativa desaceleração dos preços no consumidor e para uma redução da actividade em 2003, seguida de um crescimento moderado em 2004 (ver Quadro 1 e Gráficos 1 e 2). Relativamente à inflação, projecta-se que a taxa de variação média do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) diminua de 3.7 por cento em 2002 para valores situados entre 2.5 a 3.5 por cento, em 2003, e entre 0.7 e 2.7 por cento em 2004. No que respeita

Quadro 1

PROJECÇÕES DO BANCO DE PORTUGAL

Taxas de variação em percentagem

	2002	Projecção actual		Por memória: BE Dez./2002		
		2003	2004	2002	2003	2004
Consumo privado	0.4	[-3/4 ; 1/4]	[1/2 ; 2 1/2]	[0 ; 3/4]	[1/4 ; 1 1/4]	[1 ; 2 1/2]
Consumo público	2.6	-1.6	-1.4	1.5	-1	-0.5
Formação Bruta de Capital Fixo	-5.4	[-5 3/4 ; -3 3/4]	[-3 ; +1]	[-5 ; -3]	[-4 1/4 ; -1/4]	[-2 1/4 ; 3 3/4]
Procura interna	-0.5	[-2 ; -1]	[- 1/2 ; 1 1/2]	[-3/4 ; -1/4]	[-3/4 ; 1/4]	[1/4 ; 1 3/4]
Exportações	2.4	[2 1/4 ; 3 3/4]	[5 ; 8]	[1 ; 2]	[5 ; 6 1/2]	[6 ; 8 1/2]
Procura global	0.1	[-1 ; 0]	[3/4 ; 2 3/4]	[-1/4 ; 1/4]	[1/2 ; 1 1/2]	[1 3/4 ; 3 1/4]
Importações	-0.6	[-1 3/4 ; 1/4]	[3 ; 6]	[-2 1/4 ; -1/4]	[1/4 ; 3 1/4]	[2 ; 6 1/2]
PIB	0.4	[-1 ; 0]	[0 ; 2]	[1/4 ; 3/4]	[1/4 ; 1 1/4]	[1 ; 2 1/2]
Balança corrente + balança de capital (% PIB)	-5.7	[-3 3/4 ; -1 3/4]	[-3 3/4 ; -3/4]	[-6 1/2 ; -5 1/2]	[-6 ; -4]	[-5 1/2 ; -2 1/2]
Índice Harmonizado de Preços no Consumidor ...	3.7	[2.5 ; 3.5]	[0.7 ; 2.7]	3.7	[2.4 ; 3.4]	[1.4 ; 2.9]



ao Produto Interno Bruto (PIB), projectam-se taxas de crescimento nos intervalos de -1 a 0 por cento, em 2003, e de 0 a 2 por cento, em 2004.

São vários os factores, tanto internos como externos, que corroboram a projecção de descida da inflação ao longo do horizonte de previsão. A fraqueza do crescimento da actividade tenderá a não gerar pressões de procura, em especial no sector dos serviços, ao contrário do que ocorreu em anos anteriores. Os salários, tanto do sector público como do sector privado, deverão desacelerar con-

sideravelmente. Em particular, assume-se que os salários reais continuarão a evidenciar um grau apreciável de flexibilidade, à semelhança do que aconteceu noutros episódios de contracção da actividade económica e de aumento do desemprego, apresentando crescimentos claramente inferiores aos da produtividade (ao contrário do verificado nos últimos seis anos). Por sua vez, os preços dos produtos importados deverão também crescer de forma muito moderada, tendo em conta a apreciação recente do euro e as hipóteses assumidas para as taxas de câmbio e os preços internacionais de matérias primas. Por último, é de notar que, na ausência de novas medidas de natureza fiscal ou de regulamentação administrativa de preços, deverá verificar-se uma descida da taxa de inflação homóloga no segundo semestre de 2003, devido a alguns efeitos de base, decorrentes nomeadamente da subida da taxa normal do Imposto sobre o Valor Acrescentado (IVA) em Junho de 2002.

A evolução do produto apresenta um perfil semelhante ao que se espera que venha a caracterizar o comportamento da actividade no conjunto das economias da área do euro, com aceleração do crescimento económico a partir da segunda metade do ano corrente e um crescimento mais elevado em 2004 do que em 2003. No entanto, ao longo do horizonte de projecção, o crescimento em Portugal deverá ser inferior ao crescimento médio da área, traduzindo a influência do processo de ajustamento em curso da economia portuguesa, que continuará a condicionar a expansão da actividade e, em particular, da procura interna.

A acentuada redução das taxas de juro na segunda metade da década de 90, conjugada com uma política orçamental desajustada, induziu fortíssimos crescimentos do consumo e do investimento, conduzindo a um grande aumento do endividamento dos agentes económicos residentes. Para o sector privado, o desequilíbrio das necessidades de financiamento atingiu a sua expressão máxima em 1999/2000, e tem vindo a ser corrigido desde então, com destaque para 2002, num contexto internacional pouco dinâmico. A redução, em termos reais, da despesa final das famílias e empresas e a recuperação progressiva da taxa de poupança dos particulares, que tinha atingido um nível mínimo em 1999, permitiram já alguma diminuição das necessidades de financiamento do sector privado face ao exterior. Contudo, este proces-

so não está concluído e deverá continuar a condicionar a evolução da procura interna privada, pelo menos até ao final do horizonte deste exercício de projecções. No que se refere ao sector público, só em 2002 é que se verificou uma alteração na orientação da política orçamental. Até então, a política orçamental contribuiu para ampliar os estímulos, na procura interna, da baixa das taxas de juro. Quando o sector privado começou a ajustar a sua situação financeira, numa envolvente externa em deterioração, ficou patente uma grave crise orçamental, que obriga a prosseguir um esforço de consolidação das finanças públicas portuguesas na actual fase menos favorável do ciclo económico. Tal contribui também para a fraqueza da procura interna no horizonte de previsão, mas é essencial para evitar um aumento do défice das administrações públicas para valores muito acima dos limites estabelecidos no Pacto de Estabilidade e Crescimento e, sobretudo, para estabelecer condições de crescimento sustentável da economia portuguesa.

Neste contexto, projectam-se para 2003 taxas reais de crescimento negativas para todas as grandes componentes da procura interna. A Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) deverá apresentar a queda mais acentuada, confirmando a maior sensibilidade desta componente à situação cíclica da economia. Não havendo condições para um crescimento da economia portuguesa liderado pelo comportamento da procura interna, a retoma de taxas positivas de crescimento anual do produto em 2004 assenta na hipótese de recuperação da procura externa relevante para a economia portuguesa, a partir do segundo semestre de 2003. Se tal se verificar, o consumo e o investimento privados deverão voltar a apresentar taxas de variação moderadamente positivas em 2004. Por sua vez, a despesa final das administrações públicas deverá manter taxas de variação negativas, no quadro do aprofundamento do processo de consolidação orçamental, a que acresce, no caso do investimento público, o previsto declínio gradual dos fundos estruturais transferidos pela União Europeia no âmbito do III Quadro Comunitário de Apoio.

As diferentes evoluções projectadas para a procura interna e para os mercados internacionais relevantes para as exportações portuguesas, bem como a interrupção da deterioração dos indicadores de competitividade, associada à moderação dos custos salariais, implicam a progressiva dimi-

nuição do défice da balança de bens e serviços, que deverá permitir reduzir as necessidades líquidas de financiamento externo da economia portuguesa (para valores compreendidos entre 1¼ e 3¾ por cento, em 2003, e entre ¾ e 3¾ por cento em 2004).

Relativamente às projecções publicadas no *Boletim Económico* de Dezembro de 2002, realizadas no âmbito do exercício de Projecções Macroeconómicas do Outono de 2002 do Eurosistema e utilizando a informação disponível até meados de Novembro de 2002, as actuais projecções para a actividade económica representam uma significativa revisão em baixa, reflectindo⁽¹⁾: (i) um enquadramento internacional mais desfavorável, traduzido numa revisão em baixa do crescimento projectado para os mercados externos mais relevantes para a economia portuguesa; (ii) a deterioração das condições económicas a partir da segunda metade de 2002 — evidenciada pelo rápido abrandamento da actividade, aumento do desemprego e evolução para níveis historicamente baixos dos indicadores de confiança — mais significativa do que a informação disponível no exercício anterior permitia antecipar; e (iii) a necessidade de esforços suplementares tendentes a corrigir os actuais desequilíbrios do sector público, num contexto em que os resultados alcançados para o défice das administrações públicas em 2002 foram decisivamente influenciados por medidas de natureza temporária.

2. HIPÓTESES SUBJACENTES ÀS PROJECCÕES PARA A ECONOMIA PORTUGUESA

2.1. Taxas de juro e taxas de câmbio

Nos exercícios de projecção do Eurosistema assume-se a hipótese técnica de manutenção ao longo do horizonte de previsão das taxas de juro de curto prazo (a 3 meses) e das taxas de câmbio, nos valores prevalecentes em meados de Maio. Estas hipóteses implicam, em termos médios anuais, uma descida das taxas de juro, atendendo à sua trajectória descendente ao longo do ano anterior, e uma significativa apreciação cambial do euro, no-

(1) Para uma análise mais detalhada das revisões das projecções para o crescimento do PIB relativamente ao *Boletim Económico* de Dezembro de 2002 ver Caixa 1: *A revisão das projecções para o crescimento do PIB*.

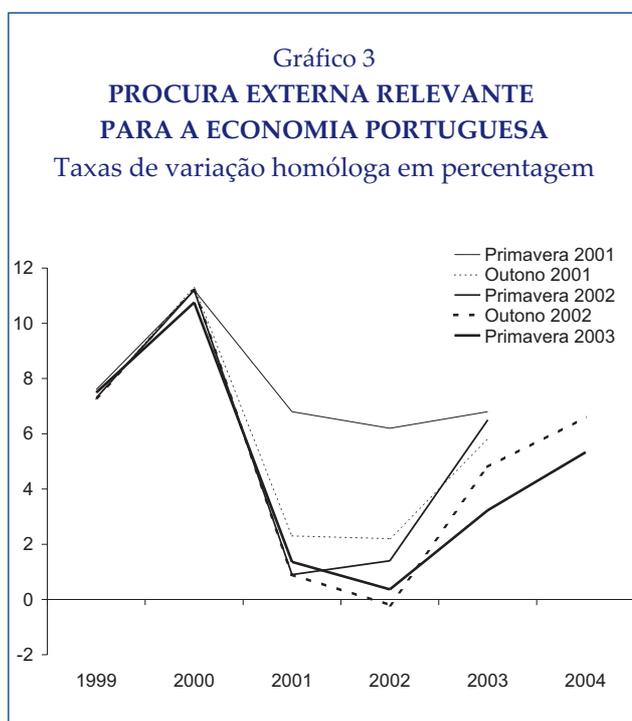
meadamente em relação ao dólar, devido à expressiva apreciação verificada ao longo de 2002 e dos primeiros meses de 2003 (sobre as condições monetárias para a economia portuguesa no horizonte de previsão implicadas por estas hipóteses técnicas, veja-se Caixa 2: *Contributo das condições monetárias para a inflação e para a taxa de crescimento do PIB*). Para as taxas de juro de longo prazo considerou-se a evolução implícita nas expectativas de mercado, o que, neste exercício, se traduz por um perfil ligeiramente ascendente ao longo do horizonte, embora para níveis inferiores aos registados, em termos médios anuais, no ano de 2002.

Posteriormente à data de fecho da informação utilizada no exercício de projecções do Eurosistema, em 5 de Junho de 2003, o Conselho do BCE decidiu reduzir em 50 pontos base as taxas de juro oficiais. Apesar disso, em meados de Junho, a taxa Euribor a três meses continuava a situar-se em níveis não muito diferentes do considerado no exercício, uma vez que as taxas de mercado já incorporavam em Maio uma expectativa de redução de taxas de juro oficiais. As taxas de câmbio mantiveram também níveis semelhantes aos considerados no exercício. Desta forma, nas semanas seguintes à data de conclusão deste exercício de previsão, não se verificou uma desactualização significativa das suas hipóteses técnicas, apesar da descida das taxas oficiais.

2.2. Procura externa relevante para a economia portuguesa

De uma forma geral, tanto as hipóteses assumidas para a evolução das economias não pertencentes à área do euro como as projecções para a área do euro apontam para uma recuperação da actividade económica ao longo do horizonte, a ter início já na segunda metade de 2003. As incertezas relacionadas com a intervenção militar no Iraque terão tido um impacto negativo na confiança dos agentes económicos, no primeiro semestre deste ano. O exercício de projecções da Primavera do Eurosistema admite que a resolução parcial dessas incertezas geopolíticas deverá favorecer a recuperação da actividade económica.

Assim, no caso da economia dos Estados Unidos da América (EUA), assume-se uma aceleração da actividade na segunda metade de 2003, embora com taxas inferiores às observadas no final da dé-



cada de 90. O crescimento da economia norte-americana deverá permanecer estrangido pela existência de desequilíbrios nas situações financeiras das famílias, empresas e, mais recentemente, das administrações públicas, que se manifestam em termos macroeconómicos em elevados défices público e externo. No caso da economia japonesa, é esperada alguma recuperação, enquanto para as restantes economias asiáticas se projecta a continuação de um elevado dinamismo. Por sua vez, para os países da Europa de Leste admite-se a manutenção de um ritmo de crescimento elevado. Neste contexto, a economia mundial excluindo a área do euro deverá crescer cerca de 3,5 por cento em 2003, acelerando para valores próximos de 4,5 por cento em 2004. O crescimento dos mercados de exportação relevantes para os exportadores da área do euro deverá aumentar de 4,5 por cento em 2003 para 7 por cento em 2004.

Para o conjunto dos países da área do euro prevê-se igualmente uma aceleração da actividade económica, com as projecções do Eurosistema a apontarem para um crescimento do PIB entre 0,4 e 1 por cento em 2003 e entre 1,1 e 2,1 por cento em 2004. O maior crescimento dos mercados externos e a hipótese de manutenção de taxas de juro em níveis baixos são factores que contribuem para o perfil de aceleração do PIB.

Tomando em consideração a evolução dos principais parceiros comerciais de Portugal, a procura externa relevante para a economia portuguesa deverá acelerar de 0.4 por cento, em 2002, para 3.2 por cento, em 2003, e para 5.3 por cento em 2004 (Gráfico 3).

2.3. Preços internacionais

As hipóteses técnicas consideradas para os preços internacionais das matérias-primas baseiam-se nas expectativas implícitas nos respectivos mercados de futuros. No caso do preço do petróleo, após a rápida conclusão do conflito armado no Iraque e a consequente diminuição da probabilidade de perturbações na oferta internacional deste produto, tal implicou assumir uma trajetória descendente ao longo do horizonte de projecção. No caso das matérias-primas não energéticas, as hipóteses assumidas correspondem a um aumento dos preços internacionais em dólares norte-americanos, cujos efeitos na taxa de inflação da área do euro tenderão a ser mitigados pela recente apreciação do euro relativamente à moeda norte-americana.

Neste contexto, e apesar de algumas pressões associadas à projectada recuperação da actividade económica — traduzidas na manutenção do ritmo de crescimento dos salários ao longo do horizonte — as projecções do Eurosistema apontam para uma redução gradual da taxa de inflação para o conjunto dos países da área do euro, com a taxa de crescimento do IHPC a diminuir de 2.3 por cento em 2002 para valores nos intervalos de 1.8 a 2.2 por cento, em 2003, e de 0.7 a 1.9 por cento, em 2004.

2.4. Hipóteses específicas para Portugal

As projecções apresentadas neste artigo assentam também num conjunto de hipóteses específicas para Portugal, entre as quais se destacam as respeitantes à evolução das variáveis de finanças públicas. De forma consistente com a prossecução do esforço de consolidação orçamental, assume-se uma redução do número de efectivos das administrações públicas, associada a uma substituição apenas parcial dos funcionários que se aposentem, e uma significativa contenção das despesas com bens e serviços, tanto em 2003 como em 2004. Estas hipóteses implicam uma redução do consumo público de cerca de 1½ por cento em 2003 e

2004, em termos reais (Quadro 1). Relativamente ao investimento público, admite-se um decréscimo em 2003, associado a uma redução acentuada na parcela correspondente a projectos não co-financiados pela União Europeia. Em 2004, continua a ser projectada uma diminuição do investimento público, reflectindo fundamentalmente o esperado decréscimo das transferências da União Europeia no âmbito do Terceiro Quadro Comunitário de Apoio.

Assume-se ainda que os preços no consumidor condicionados por procedimentos de natureza administrativa registarão, em termos globais, um crescimento próximo do verificado nos anos anteriores. Os preços dos combustíveis serão uma excepção assinalável, admitindo-se uma evolução destes em linha com o preço do petróleo nos mercados internacionais. Tal implica uma redução destes preços ao longo do horizonte, atendendo às hipóteses anteriormente referidas.

3. PERSPECTIVAS PARA A ECONOMIA PORTUGUESA

3.1. Actividade económica

As projecções divulgadas neste artigo contemplam a continuação do processo de ajustamento da economia portuguesa. Este processo, ao condicionar a evolução da procura interna, tem contribuído para um significativo abrandamento da actividade económica, que deverá atingir a sua expressão máxima em 2003, ano para o qual se perspectivava uma taxa de variação negativa do PIB. A recuperação em 2004, impulsionada por um enquadramento externo mais favorável, será ainda relativamente modesta, devido à impossibilidade da procura interna atingir taxas de crescimento mais significativas enquanto não se completar o processo de ajustamento. Deste modo, apesar de evidenciarem um perfil similar ao projectado para os principais parceiros comerciais portugueses, com a recuperação a iniciar-se na segunda metade de 2003, as actuais projecções para a economia portuguesa apresentam um ritmo de crescimento inferior ao da área do euro, devido aos constrangimentos à evolução da procura interna, tanto privada como pública.

A evolução da procura interna privada continuará a ser condicionada pelos elevados níveis de en-

dividimento dos particulares e das empresas. Com efeito, os encargos com as dívidas contraídas nos anos mais recentes e a impossibilidade de muitos agentes económicos poderem obter novos créditos ao mesmo ritmo do passado tenderão a limitar os recursos disponíveis para a realização de despesas de consumo e de investimento. Adicionalmente, essas despesas estarão a ser também condicionadas pelas expectativas pouco favoráveis relativamente à evolução futura da actividade económica e do desemprego.

A redução da actividade económica em 2003 e o crescimento moderado em 2004 determinarão um aumento da taxa de desemprego. A taxa de desemprego não deverá, contudo, ultrapassar o nível médio prevalecente na área do euro, em parte porque se espera uma clara moderação dos salários reais, com crescimentos inferiores ao da produtividade, ao contrário do que ocorreu nos últimos anos. Deste modo, as actuais projecções admitem que a sensibilidade dos salários às condições económicas, que no passado constituiu uma das características mais marcantes do mercado de trabalho português, continuará a verificar-se, embora de forma mais lenta, dado o regime de inflação baixa e a ausência do instrumento cambial. A contenção dos salários das administrações públicas em 2003 contribui igualmente para a trajectória de abrandamento das remunerações, não só pelo seu impacto directo como também pela sua influência sobre os acordos salariais no sector privado. A evolução dos custos unitários do trabalho tem, aliás, um papel crucial na projecção de rápida redução das necessidades de financiamento externo da economia, via competitividade dos sectores produtores de bens transaccionáveis, permitindo que se verifique um relançamento do crescimento em bases mais sustentáveis.

O processo de ajustamento gradual da procura interna tem sido particularmente evidente em componentes como o consumo de bens duradouros, o investimento em habitação e o investimento empresarial. Estas componentes são particularmente sensíveis à existência de restrições de liquidez, decorrentes de níveis elevados de endividamento, e à evolução das expectativas em relação às condições económicas futuras. No mesmo sentido, como já referido, as projecções assumem taxas de crescimento reais negativas para o consumo e investimento públicos, contrariando os expressivos

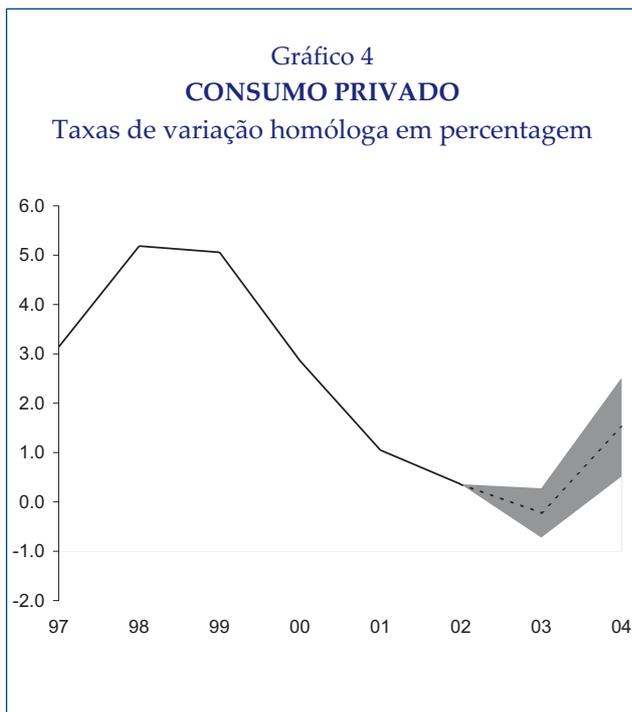
aumentos verificados nos anos mais recentes, num contexto de gradual correcção do desequilíbrio das finanças públicas.

Ao longo do horizonte de projecção, num quadro de hipóteses técnicas de taxas de juro de curto prazo a níveis bastante reduzidos e de forte recuperação da procura externa dirigida à economia portuguesa, projecta-se uma aceleração da actividade económica em Portugal, em paralelo com uma progressiva atenuação das restrições financeiras sobre o comportamento da procura interna privada, que deverá apresentar sinais crescentes de recuperação durante 2004.

(i) Consumo privado

Projecta-se que o crescimento do consumo privado registe uma diminuição em 2003, depois de uma desaceleração gradual de valores superiores a 5 por cento nos finais dos anos 90 para um crescimento de apenas 0.4 por cento em 2002. Em 2004, o consumo privado deverá evidenciar uma recuperação também gradual (Gráfico 4), no seguimento da melhoria das condições económicas globais. Refira-se que estas projecções contemplam uma estabilização da taxa poupança ao longo do horizonte (depois da subida verificada nos anos anteriores), apesar da posição cíclica menos favorável da economia portuguesa, da manutenção das taxas de juro em níveis historicamente baixos e da redução projectada para a taxa de inflação tenderem a exercer pressões para uma diminuição da taxa de poupança. Em sentido contrário, a necessidade de amortizar a dívida contraída, sobretudo para aquisição de habitação, tenderá a sustentar, ou mesmo reforçar, a poupança das famílias.

A evolução projectada para o consumo privado em 2003 incorpora uma nova redução da despesa em bens duradouros, componente particularmente sensível ao ciclo económico, nomeadamente numa situação como a actual em que existem restrições de natureza financeira ao comportamento dos consumidores e em que existem expectativas pouco favoráveis relativamente à situação económica. A este propósito, refira-se o significativo aumento da taxa de desemprego verificado desde a segunda metade de 2002, que tenderá a provocar uma maior precaução nas decisões de consumo, em particular naquelas cuja concretização obriga a dispendir poupanças acumuladas no passado



e/ou a assumir compromissos quanto a pagamentos futuros. A confirmar-se a actual projecção, 2003 corresponderá ao terceiro ano consecutivo em que se verificam diminuições expressivas na aquisição de bens duradouros, em termos reais, depois dos crescimentos superiores a 10 por cento observados no final dos anos 90. Para 2004, espera-se que esta componente registre uma variação marginalmente positiva.

O crescimento do consumo de bens não duradouros, tradicionalmente com menor sensibilidade ao ciclo económico, deverá evoluir em linha com o rendimento disponível em termos reais, o qual tenderá a evidenciar um perfil semelhante ao da actividade económica, atendendo ao comportamento pró-cíclico dos salários reais e do emprego.

(ii) Investimento

A FBCF deverá registar novas quebras em 2003 e em 2004 (Gráfico 5). Refira-se que esta projecção está condicionada pela evolução que foi assumida para o investimento público. Para a componente privada da FBCF, projecta-se que tanto a aquisição de habitação por particulares como o investimento das empresas voltem a registar taxas de crescimento ligeiramente positivas em 2004.

A evolução do investimento privado realça o processo de ajustamento gradual que se tem verificado na economia portuguesa. As actuais projec-



ções não consideram em 2003 uma queda tão grande como a ocorrida na recessão de 1993 (neste ano o investimento das empresas terá caído quase 10 por cento, enquanto a redução do investimento em aquisição de habitação terá sido de cerca de 20 por cento). Porém, a confirmarem-se as projecções apresentadas neste artigo, o investimento privado terá caído durante três anos consecutivos, 2001 a 2003, após crescimentos elevados na segunda metade da década de 90 (para uma comparação geral com a recessão anterior, veja-se Caixa 3: *Recessão de 2003: algumas diferenças relativamente a 1993*).

Refira-se que o período de elevado crescimento do investimento na segunda metade da década anterior esteve associado a uma fase de transição para um novo regime monetário caracterizado por taxas de juro mais baixas e menos voláteis. Desta forma, não se poderia prolongar indefinidamente, levando necessariamente a um período de menor dinamismo do investimento. Adicionalmente, para além das já referidas restrições financeiras relacionadas com o aumento dos níveis de endividamento dos consumidores e das empresas, o abrandamento do investimento terá sido reforçado por uma significativa alteração das expectativas dos agentes económicos, reflectida, por exemplo, na evolução das cotações em bolsa e nos indicadores de confiança, o que terá contribuído para uma diminuição do *stock* de capital desejado e, deste modo, para o adiamento, redimensionamento ou

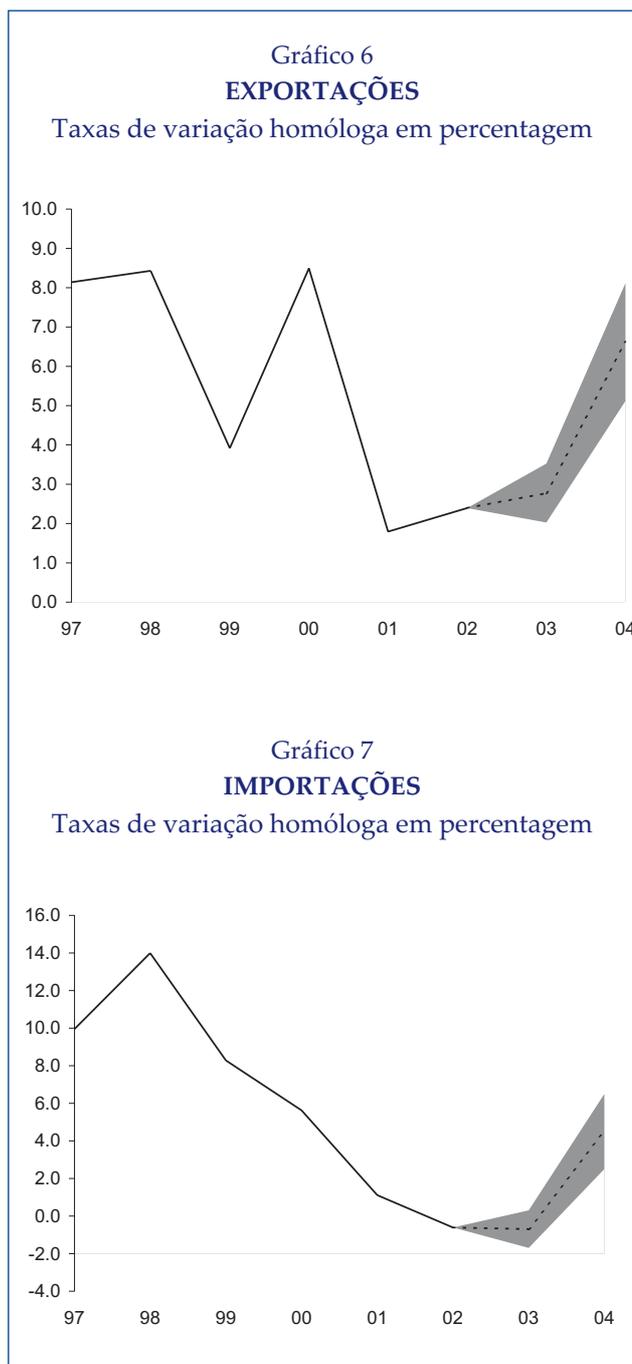
mesmo anulação de algumas decisões de investimento.

(iii) Exportações e importações

A variação real projectada para as exportações de bens e serviços reflecte, em larga medida, a trajectória de recuperação da procura externa anteriormente referida. As actuais projecções contemplam uma interrupção da deterioração dos indicadores de competitividade externa das empresas portuguesas, que se deve, sobretudo, a um crescimento mais moderado dos custos salariais. Esta evolução permitirá sustentar algum ganho de quotas de mercado ao longo do horizonte, na sequência dos verificados em 2001 e 2002 (depois das perdas significativas observadas nos anos anteriores). A projecção de ganhos de quota é também explicada pelo reduzido dinamismo da procura interna, que deverá levar algumas empresas a reorientar as suas vendas para os mercados externos, a exemplo do que ocorreu no passado em circunstâncias similares. Refira-se ainda que as exportações de serviços de turismo tendem a ser particularmente sensíveis à conjuntura económica internacional, evidenciando desta forma uma recuperação particularmente rápida⁽²⁾. Este efeito será provavelmente reforçado em 2004, no contexto da realização em Portugal do Campeonato da Europa de Futebol. Em sentido contrário, o ganho agregado de quotas de exportação deverá ser limitado pela evolução negativa projectada para as exportações do sector automóvel, que representam uma parcela apreciável das exportações portuguesas de mercadorias.

A evolução das importações, por seu lado, deverá reflectir o andamento previsto das várias componentes da procura global, em particular daquelas que apresentam maior conteúdo importado⁽³⁾. Atendendo à nova quebra projectada para a procura interna em 2003, em particular para o consumo de bens duradouros e para o investimento das empresas, espera-se que as importações de

(2) Considerando dados entre 1978 e 2002, verifica-se que as taxas de variação da procura externa relevante para a economia portuguesa — medida como a média das importações de bens e serviços dos principais mercados clientes — e as taxas de variação das exportações portuguesas de serviços de turismo estão positivamente correlacionadas (coeficiente de correlação de 0.65), mas estas últimas apresentam uma volatilidade cerca de quatro vezes superior à da procura externa.



bens e serviços, à semelhança do ocorrido em 2002, possam registar uma variação real negativa em 2003. Posteriormente, em 2004, atendendo à gradual recuperação da actividade económica, em particular das componentes da procura com maior conteúdo importado, as importações deverão vol-

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

tar a apresentar taxas de crescimento positivas e acima da do PIB, embora inferiores às das exportações.

3.2. Balanças corrente e de capital

As projecções apontam para uma significativa redução das necessidades líquidas de financiamento externo, avaliadas pelo défice conjunto das balanças corrente e de capital, o que constitui uma das principais manifestações do processo de ajustamento da economia portuguesa. A diminuição do défice externo assentará fundamentalmente na significativa melhoria da balança comercial, dado que se perspectiva uma estabilização tanto do défice da conta de rendimentos como do excedente das transferências correntes e de capital.

A melhoria projectada para o défice da balança comercial reflectirá um crescimento em volume muito mais forte das exportações do que das importações, traduzindo, por um lado, a já referida forte recuperação da procura externa e, por outro, a projectada evolução da procura interna. Adicionalmente, a balança comercial reflectirá também a melhoria dos termos de troca, resultante, sobretudo, da trajectória descendente do preço do petróleo, assumida nas hipóteses externas do exercício.

A estabilização do défice da conta de rendimentos reflectirá, em 2003, os efeitos associados a taxas de juro mais baixas e a uma taxa de câmbio do euro mais apreciada. Em relação às transferências correntes e de capital, projecta-se um aumento em 2003 e uma posterior redução em 2004, em percentagem do PIB, para níveis semelhantes aos estimados para 2002.

3.3. Inflação

Para 2003, projecta-se que a taxa de variação média do IHPC diminua para um valor situado entre 2.5 e 3.5 por cento, depois de um valor médio de 3.7 por cento em 2002. Esta projecção contempla um perfil de significativa desaceleração dos preços ao longo do ano, que se deverá manter de forma mais moderada durante 2004, com a taxa de inflação média neste ano a situar-se entre 0.7 e 2.7 por cento⁽⁴⁾.

A manutenção de um crescimento económico inferior ao seu ritmo potencial, com o consequente aumento da taxa de desemprego e diminuição das

pressões salariais, e a hipótese de manutenção de uma evolução moderada dos preços de importação, nomeadamente do petróleo, num contexto de inflação internacional contida e da recente apreciação da taxa de câmbio do euro, contribuem para justificar o perfil descendente projectado para a taxa de inflação portuguesa. Destaque-se que as projecções assumem que a redução do preço do petróleo, atendendo às alterações no regime de fixação de preços dos combustíveis introduzidas no início de 2002, se transmitirá de uma forma mais directa para os preços no consumidor, contribuindo de uma forma significativa para a descida da inflação.

O perfil descendente da inflação tenderá a ser reforçado ao longo de 2003 devido à dissipação de alguns factores de natureza temporária que afectaram a evolução dos preços no ano anterior. Com efeito, nos primeiros meses de 2003, verificou-se uma significativa diminuição da taxa de variação homóloga dos preços dos serviços, explicada, sobretudo, pelo facto destes preços terem sido particularmente afectados pelo processo de conversão de preços em escudos para euros que ocorreu no início de 2002⁽⁵⁾. Esta evolução nos primeiros meses de 2003 terá sido, no entanto, parcialmente compensada por uma aceleração dos preços dos produtos energéticos devido à subida verificada pelo preço do petróleo nos mercados internacionais, que impossibilitou uma redução mais acentuada da taxa de variação homóloga do IHPC (de 4.0 por cento em Dezembro de 2002 para 3.7 por cento em Maio de 2003). No segundo semestre, o retorno do preço internacional do petróleo a níveis mais baixos, e a redução desfasada que lhe estará associada dos preços no consumidor dos combustíveis, bem como o desaparecimento dos efeitos decorrentes do aumento da taxa normal de IVA de Junho de

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

(5) A este propósito veja-se Santos, D., R. Evangelista, T. Nascimento e C. Coimbra (2002), *Análise do impacto da conversão de escudos em euros*, *Boletim Económico*, Banco de Portugal, Setembro 2002.

2002, deverão permitir uma trajectória de acentuada diminuição da taxa de inflação homóloga⁽⁶⁾.

O efeito do abrandamento económico no comportamento dos preços foi essencialmente incorporado nas actuais projecções através do impacto da desaceleração dos custos salariais. Esta trajectória de abrandamento dos salários parece confirmada pela informação actualmente disponível para 2003. Com efeito, no período de Janeiro a Abril, a variação salarial implícita nos contratos colectivos, excluindo as administrações públicas, foi de 2.8 por cento, que compara com 3.6 por cento no ano de 2002. Sublinhe-se que os salários efectivamente pagos dependem não só da actualização dos contratos, mas igualmente da evolução do montante recebido que excede o salário contratado, o qual tende a ser bastante sensível às flutuações da actividade económica. As projecções para 2003 das remunerações por trabalhador assumem, de forma consistente com a fase recessiva da economia, uma desaceleração dos salários do sector privado superior à observada na contratação colectiva.

Atendendo à evolução dos preços internacionais e à hipótese assumida para a taxa de câmbio do euro, o crescimento dos preços de importação deverá continuar num ritmo moderado, contribuindo igualmente para a desaceleração do IHPC. Depois de uma queda de cerca de 3 por cento em 2002, o deflator das importações de mercadorias deverá registar uma nova diminuição em 2003, evidenciando posteriormente uma ligeira recuperação, à medida que se esgotarem os efeitos associados com a apreciação do euro e que se atenuar o efeito do perfil descendente assumido para o preço do petróleo.

Comparativamente com os valores do exercício do Outono publicados no *Boletim Económico* de Dezembro de 2002, as actuais projecções para a inflação em 2003 são ligeiramente revistas em alta, não obstante a revisão em baixa do crescimento económico. A aceleração dos preços dos combustíveis verificada nos primeiros meses de 2003, em resultado da subida — não contemplada no exercício anterior — do preço do petróleo nos mercados in-

ternacionais, e a resistência, maior do que anteriormente antecipada, à desaceleração dos preços de alguns serviços, foram os dois principais factores subjacentes à ligeira revisão em alta da previsão da inflação para 2003. Para 2004, a taxa de inflação agora projectada representa uma ligeira revisão em baixa relativamente ao exercício anterior, reflectindo basicamente o impacto do menor crescimento da actividade económica no comportamento dos custos salariais e o enquadramento externo mais favorável para a evolução dos preços em Portugal.

4. AVALIAÇÃO DE FACTORES DE RISCO

O balanço de riscos subjacente às projecções para a actividade económica é no sentido de se poder verificar um crescimento inferior ao agora divulgado, para isso contribuindo vários factores. Em primeiro lugar, à semelhança dos exercícios de projecção anteriores, a evolução da conjuntura internacional constitui uma importante fonte de risco em baixa das projecções para a economia portuguesa. Como referido, as actuais projecções incorporam uma significativa recuperação dos mercados externos a partir da segunda metade de 2003 — assumida pelo Eurosistema com base na informação disponível em meados de Maio — quando os sinais de retoma da actividade ainda eram escassos. Um mês depois, no momento de finalização deste texto, continuam a não ser evidentes sinais de recuperação do enquadramento externo da economia portuguesa, o que reforça a possibilidade de a recuperação não se materializar tão cedo quanto esperado. As sucessivas revisões em baixa do crescimento projectado para os principais parceiros comerciais portugueses — traduzidas em menor dinamismo da procura externa relevante para a economia portuguesa (Gráfico 3) — têm correspondido, aliás, à materialização deste risco, identificado de uma forma relativamente regular em anteriores projecções do Banco de Portugal para a economia portuguesa⁽⁷⁾. No caso das actuais projecções, a concretização daquele risco determinaria um ajustamento em baixa do crescimento do produto, em especial no contexto presente em que se projecta um processo de retoma da actividade económica liderado pelas exportações.

Uma segunda fonte de risco para as projecções prende-se com a evolução do mercado de trabalho.

(6) Estima-se que o aumento da taxa de IVA em Junho de 2002 tenha contribuído, de uma forma gradual, em cerca de 0.7 pontos percentuais para o aumento da taxa de inflação homóloga. Esse contributo tenderá a desaparecer ao longo segunda metade de 2003.

A manutenção do processo de ajustamento da economia portuguesa assume que os salários continuarão a evidenciar um elevado grau de flexibilidade relativamente às condições do mercado de trabalho. Com efeito, a manutenção desta característica da economia portuguesa, apesar do novo contexto de baixa inflação, desempenha um papel decisivo no ajustamento previsto. A eventual inexistência desta capacidade de ajustamento dos salários tenderia a diminuir as potencialidades de crescimento da actividade económica, por via da deterioração da capacidade competitiva da economia portuguesa, e provocar um aumento bastante mais acentuado da taxa de desemprego.

No que diz respeito à inflação, o balanço de riscos é no sentido de se poder vir a observar uma inflação mais próxima do limite superior do intervalo divulgado, especialmente em 2003. Apesar de as pressões internas sobre a evolução dos preços tenderem a ser mais moderadas no caso de se materializarem os riscos de menor crescimento do produto, outros factores dominam este. Por um lado, existe a possibilidade de eventuais medidas orçamentais se traduzirem num aumento de alguns preços condicionados por procedimentos administrativos, em resultado da redução de subsídios, contribuindo para um maior crescimento do

IHPC. Por outro lado, uma menor sensibilidade dos salários face aos desenvolvimentos do mercado de trabalho tenderia a dificultar a concretização da actual trajectória descendente projectada para a taxa de inflação. No caso de 2003, a estes riscos ascendentes acresce o facto de a inflação observada no mês de Maio ter ficado acima do esperado. O valor do IPC de Maio só foi conhecido em Junho, algumas semanas após o encerramento do exercício de previsão, criando um efeito de *carry-over* adverso, que aumentou a probabilidade de a inflação média vir a situar-se em 2003 na metade superior do intervalo de previsão. Esta surpresa, relativa ao valor do IHPC em Maio, reforça o elevado grau de incerteza que está associado às projecções da inflação, num contexto em que a evolução dos preços é fortemente condicionada por fenómenos de elevado grau de imprevisibilidade, quer de origem externa (como a evolução do preço do petróleo e da taxa de câmbio do euro), quer de natureza doméstica (com destaque para a volatilidade dos preços de alguns produtos alimentares).

Texto acabado de redigir em meados de Junho, com base num exercício de projecção que utilizou a informação disponível até 22 de Maio de 2003.

(7) A título ilustrativo refira-se que o crescimento agora estimado para a procura externa em 2001 é de 1.4 por cento contra uma hipótese de 6.8 por cento no exercício da Primavera de 2001. Em 2002, a hipótese assumida no respectivo exercício de projecção da Primavera foi de um crescimento de 1.4 por cento, estimando-se agora que tenha aumentado apenas 0.4 por cento.

Caixa 1: A REVISÃO DAS PROJECCÕES PARA O CRESCIMENTO DO PIB

As projecções macroeconómicas agora divulgadas pelo Banco de Portugal introduzem revisões consideráveis nas perspectivas de crescimento do PIB apresentadas no “Boletim Económico” de Dezembro de 2002.

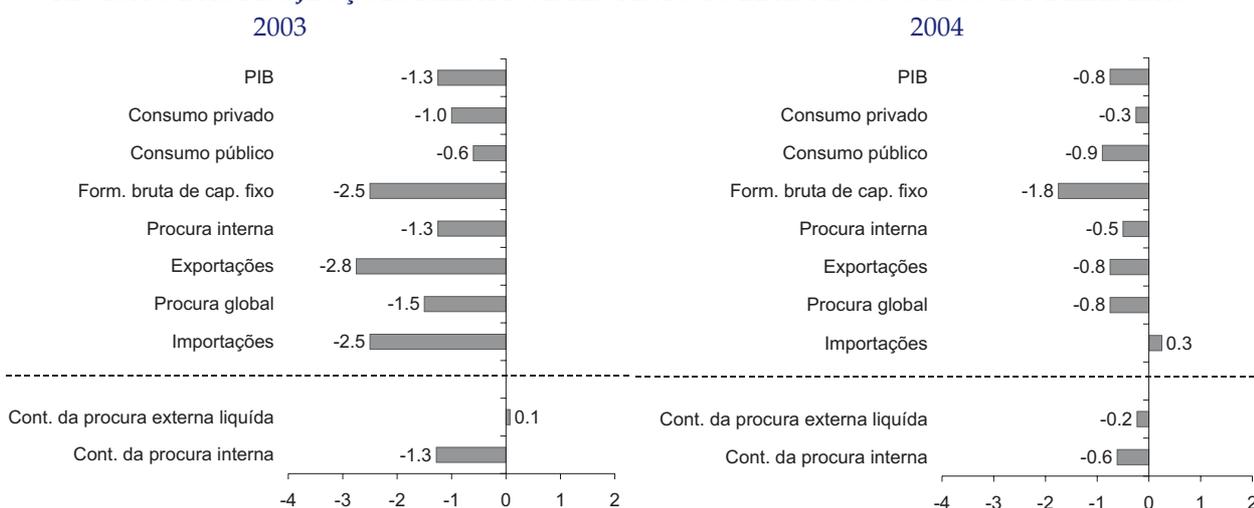
Considerando os pontos médios dos intervalos de projecção, o crescimento do PIB para 2003 e 2004 foi revisado em baixa em cerca de 1.3 e 0.8 pontos percentuais, respectivamente. Como se pode verificar no Gráfico 1, estas revisões resultaram de uma diminuição das projecções de crescimento de todas as componentes da procura global, tanto em 2003 como em 2004. Foram particularmente acentuadas as revisões nos casos da FBCF e das exportações (em especial para estas últimas e em 2003). Saliente-se também que a hipótese para o crescimento real do consumo público sofreu uma significativa revisão em baixa.

A explicação da revisão decorre tanto de factores domésticos, como de factores externos. No que diz respeito a estes últimos, as alterações da conjuntura económica internacional traduziram-se, nomeadamente, na revisão das hipóteses técnicas relativas à taxa de câmbio efectiva do euro, às taxas de juro de curto prazo, à procura externa relevante para a economia portuguesa e ao preço do petróleo (ver Gráfico 2). Os efeitos desfavoráveis do menor dinamismo da procura dirigida às exportações portuguesas, da apreciação da taxa de câmbio efectiva do euro e da revisão em alta do preço do petróleo, em relação às hipóteses do exercício de previsão do Outono de 2002, mais do que compensaram os efeitos sobre a actividade da descida das taxas de juro de curto prazo (ver Gráfico 3).

No que se refere aos factores internos, predominaram os efeitos de “carry-over”, devidos ao perfil de desaceleração ao longo do ano de 2002 e nos primeiros meses do presente ano ter sido mais acentuado do que tinha sido considerado na projecção anterior⁽¹⁾. O forte aumento da taxa de desemprego no final de 2002, contribuiu também para o menor dinamismo da procura interna contemplado nas actuais projecções, quer pelo efeito imediato sobre o rendimento disponível, quer pela deterioração da confiança das famílias. As hipóteses sobre o consumo e o investimento das administrações públicas foram igualmente revistas, em linha com a informação mais recente e com a necessidade de aprofundar o processo de consolidação orçamental para garantir que o défice das administrações públicas não tenha uma trajetória divergente no horizonte de projecção.

Gráfico 1

REVISÃO DAS PROJECCÕES RELATIVAMENTE AO BOLETIM ECONÓMICO DE DEZEMBRO^(a)



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

(1) Apesar do crescimento do PIB em 2002 ter sido revisado em baixa em apenas 0.1 pontos percentuais face às estimativas publicadas no “Boletim Económico” de Dezembro de 2002, a sua composição alterou-se consideravelmente e o seu perfil de desaceleração intra-anual tornou-se mais acentuado. Para uma análise mais detalhada ver “Boletim Económico” de Março de 2003, em particular a Caixa, “Evolução intra-anual da actividade económica em 2002”.

Gráfico 2
REVISÃO DAS HIPÓTESES PARA AS VARIÁVEIS EXTERNAS
RELATIVAMENTE AO BOLETIM ECONÓMICO DE DEZEMBRO

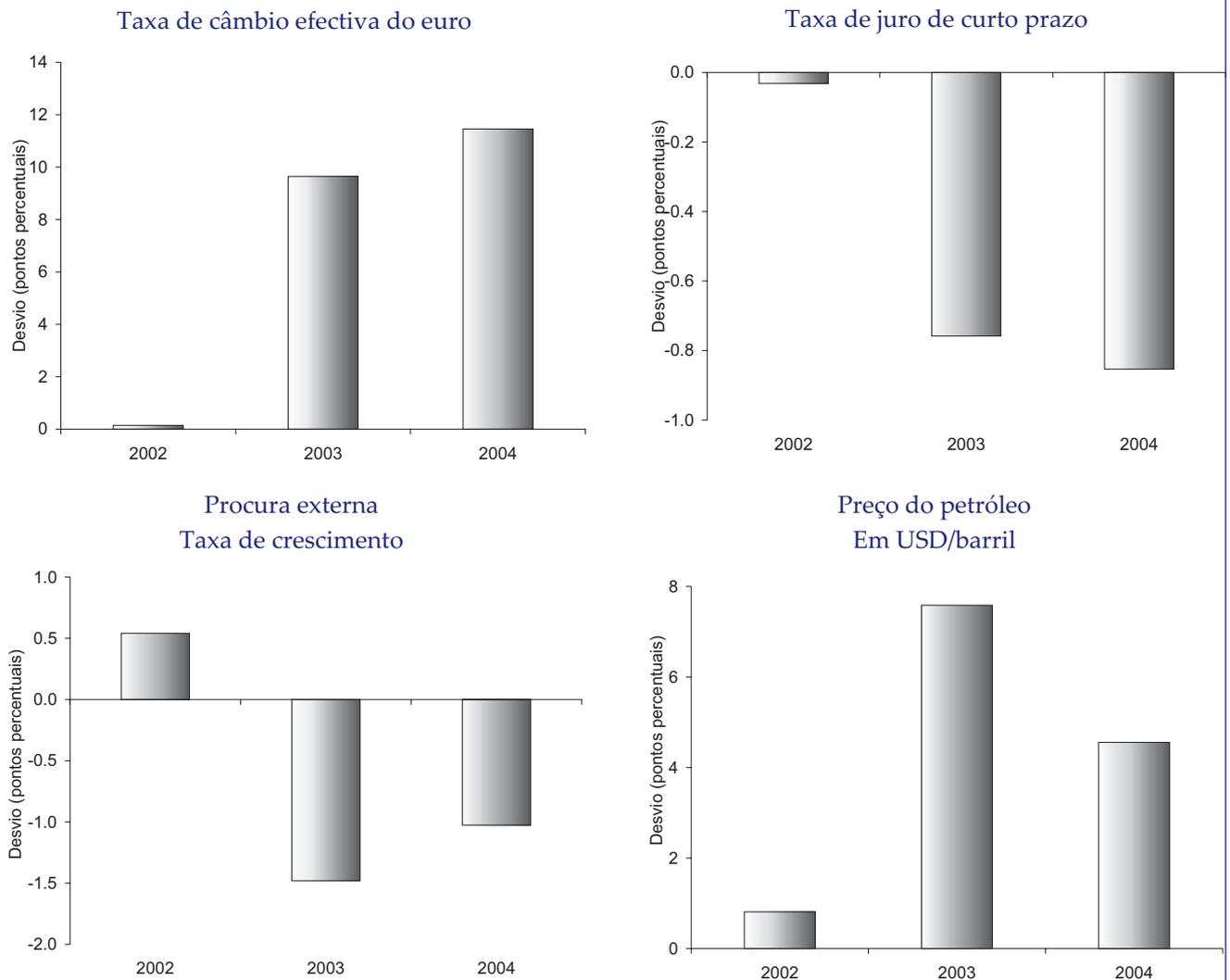
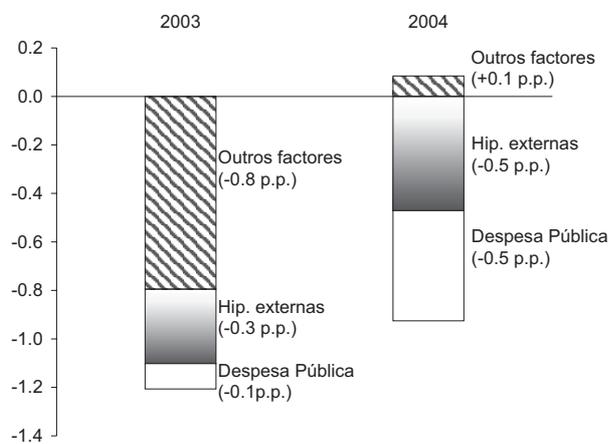


Gráfico 3
CONTRIBUTO PARA A REVISÃO DA PROJEÇÃO DE CRESCIMENTO DO PIB
RELATIVAMENTE AO BOLETIM ECONÓMICO DE DEZEMBRO



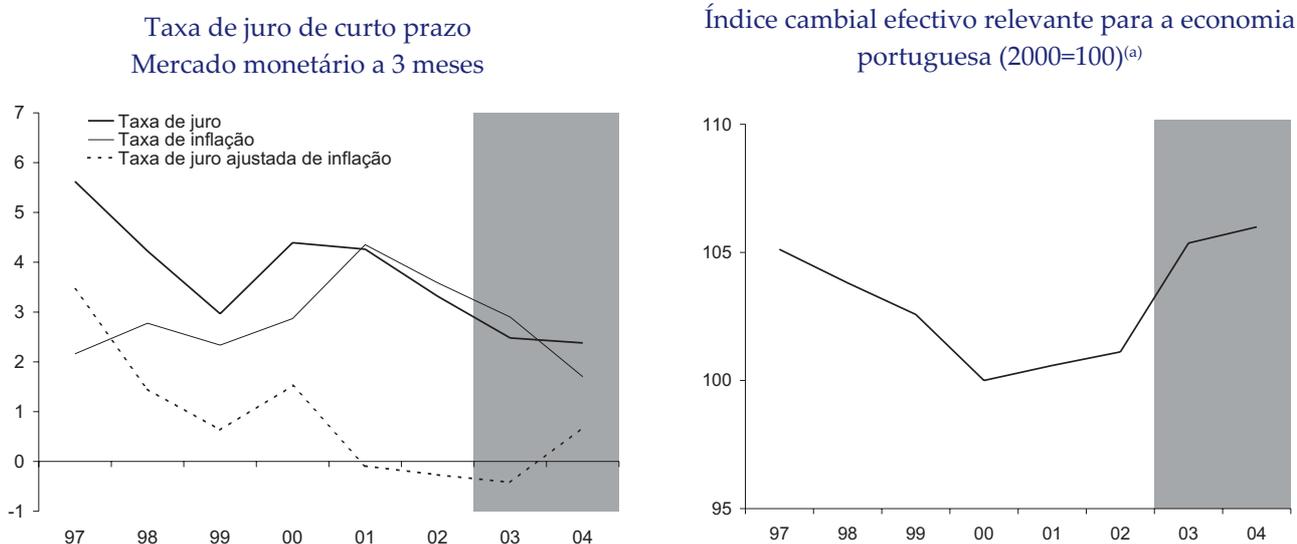
Caixa 2: CONTRIBUTO DAS CONDIÇÕES MONETÁRIAS PARA A INFLAÇÃO E PARA A TAXA CRESCIMENTO DO PIB

O cálculo de um Índice de Condições Monetárias (ICM) tem habitualmente como objectivo obter um indicador sintético para avaliar os efeitos das alterações verificadas nas taxas de juro de curto prazo e nas taxas de câmbio sobre a evolução das principais variáveis económicas, em particular sobre a taxa de inflação e a taxa de crescimento do PIB. Com a participação na área do euro, a política monetária deixou de ser definida tendo em conta as condições económicas portuguesas, mas as do conjunto da área do euro. Na perspectiva acima apontada, o interesse de desenvolver ICM para Portugal não diminuiu, pois continua a ser relevante estimar em que medida as condições monetárias definidas para a área do euro condicionam a economia portuguesa. Com esse objectivo, são propostos neste Boletim Económico (no artigo “Indicador de Condições Monetárias para Portugal”, da autoria de P. Esteves) um conjunto de ICM baseados em ponderadores de agregação dinâmicos obtidos a partir da simulação do modelo macroeconómico anual utilizado no Banco de Portugal como um dos principais instrumentos de previsão de médio prazo da economia portuguesa⁽¹⁾. No contexto particular das projecções do Eurosistema, estes indicadores possibilitam quantificar o efeito das variações (passadas e assumidas para o futuro) das taxas de juro e das taxas de câmbio sobre as projecções do crescimento do PIB e da inflação.

O Gráfico 1 apresenta a evolução, desde 1997, da taxa de juro de curto prazo (taxa do mercado monetário a 3 meses) e do índice cambial efectivo, em termos nominais. Os valores considerados para estas variáveis, para 2003 e 2004, correspondem às hipóteses técnicas assumidas no exercício do Eurosistema. Por sua vez, no Gráfico 2 são apresentados os resultados obtidos com os ICM acima referidos (os valores futuros para a taxa de crescimento do PIB e para a taxa de inflação correspondem ao ponto médio dos intervalos de projecção), admi-

Gráfico 1

TAXAS DE JURO DE CURTO PRAZO E TAXA DE CÂMBIO EFECTIVA

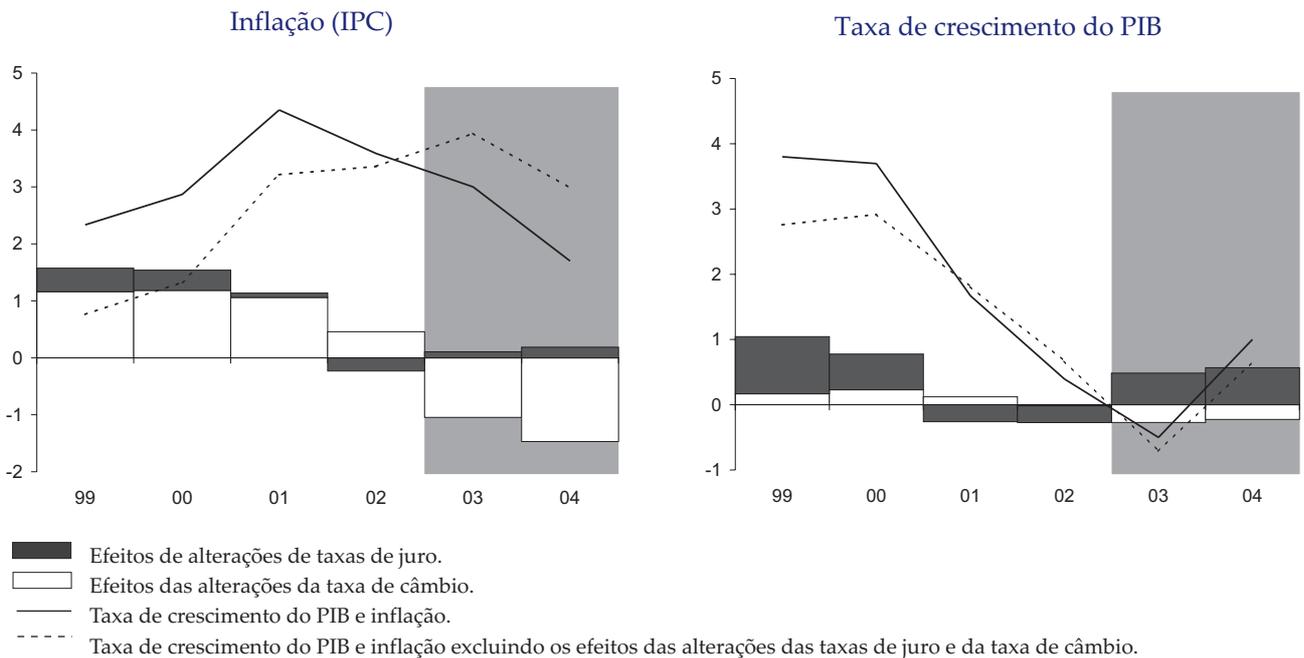


Nota:

(a) Uma subida (descida) corresponde a uma apreciação (depreciação). A taxa de câmbio real compara a evolução dos preços no consumidor em Portugal e nos nossos principais parceiros comerciais convertidos na mesma unidade monetária.

(1) A versão dinâmica dos ponderadores leva em consideração os efeitos desfasados das alterações das taxas de juro e de câmbio, na medida em que os coeficientes de agregação representam o seu impacto diferenciado ao longo do horizonte de transmissão. Adicionalmente, os coeficientes de agregação são considerados em termos absolutos, não sendo normalizados para somarem um. O ICM dinâmico tenta quantificar os efeitos das variações de taxas de juro e de câmbio em vez de fornecer apenas uma análise qualitativa das condições monetárias. No entanto, atendendo às habituais incertezas associadas à construção e estimação de modelos económicos, os resultados deste tipo de análise deverão ser interpretados com particular cautela.

Gráfico 2
CONTRIBUTO DAS CONDIÇÕES MONETÁRIAS



tindo a evolução das taxas de juro e de câmbio apresentadas no Gráfico 1. Ambos os ICM são nominais e consideram os três primeiros anos da transmissão das alterações das taxas de juro e de câmbio.

Da análise do Gráfico 2 conclui-se que a evolução da taxa de câmbio desempenha um importante papel na redução projectada para a taxa de inflação. A depreciação da taxa de câmbio efectiva relevante para a economia portuguesa terá contribuído em cerca de 1 ponto percentual para a taxa de inflação anual entre 1999 e 2001. Com a apreciação do euro registada desde então, este contributo terá diminuído para cerca de $\frac{1}{2}$ ponto percentual em 2002. A hipótese de manutenção da taxa de câmbio do euro nos níveis prevaletentes contribui para baixar em cerca de 1 ponto percentual a taxa de inflação anual projectada, quer em 2003 quer em 2004.

Da análise do Gráfico 2 conclui-se também que a evolução da taxa de juro tem um efeito positivo na actividade económica, evitando uma maior queda do PIB em 2003 e contribuindo positivamente para a recuperação projectada para 2004. Atendendo à rápida descida das taxas de juro durante o processo de convergência nominal da economia portuguesa, esse contributo para a taxa de crescimento anual do PIB ter-se-á situado entre $\frac{3}{4}$ e 1 p.p. em 1999-2000, reduzindo-se posteriormente para valores aproximadamente nulos em 2001-02. De acordo com o ICM, a hipótese de manutenção das taxas de juro nos níveis mais recentes (o que representa uma descida de cerca de 1 e 2 pontos percentuais em relação ao verificado em 2002 e 2001, respectivamente) contribui positivamente em cerca de $\frac{1}{2}$ pontos percentuais para as actuais projecções para a taxa de crescimento anual do PIB.

Caixa 3: RECESSÃO DE 2003: ALGUMAS DIFERENÇAS RELATIVAMENTE A 1993

As actuais projecções para a economia portuguesa contemplam uma contracção da actividade económica em 2003 que assume, no entanto, algumas características específicas relativamente aos anteriores períodos recessivos da economia portuguesa. Esta caixa pretende ilustrar essas diferenças, tomando-se como referência o ano de 1993, o último em que a economia portuguesa também registou uma diminuição, em termos reais, do PIB.

Os Gráficos 1A e 1B apresentam a evolução do PIB e da procura interna nestes dois períodos recessivos. No eixo das abcissas dos gráficos, o ano t representa o ano de variação negativa do produto em cada um dos episódios: 1993 e 2003. Deste modo, por exemplo, os anos identificados com $t+1$ representam 1994 e 2004, respectivamente. Dado que 2003 e 2004 ainda não foram observados, os valores para estes anos correspondem aos pontos médios dos intervalos de projecção divulgados neste “Boletim Económico”. Da análise dos gráficos conclui-se que o abrandamento económico actual foi mais gradual do que o ocorrido em 1993, ano em que se verificou uma diminuição abrupta da taxa de crescimento da actividade económica. Com efeito, no episódio anterior, a taxa de crescimento do PIB diminuiu de 3.1 por cento, em 1992, para -0.7 por cento, em 1993. No caso da procura interna, também se verificou, em 1993, uma desaceleração marcada, que compara com um abrandamento mais prolongado e menos abrupto nos últimos anos. Esta diferente dinâmica da procura interna está associada, sobretudo, ao comportamento de componentes deste agregado que tradicionalmente apresentam uma maior sensibilidade ao ciclo económico, como é o caso do investimento privado e do consumo privado de bens duradouros. Estas componentes, em conjunto, registaram uma queda superior a 10 por cento em 1993 (tinham aumentado cerca de 8 por cento no ano anterior). Em 2003, não se espera uma alteração do comportamento destas variáveis nem tão brusca nem tão intensa, conforme se pode observar no Gráfico 1C, projectando-se uma redução na ordem dos 5 por cento. No entanto, como desde 2001 estas componentes apresentam variações negativas, a correcção acumulada do nível ao fim dos três anos acabados em 2003 deverá atingir um valor próximo do observado em 1993.

Gráfico 1A
PIB
Taxas de variação em percentagem

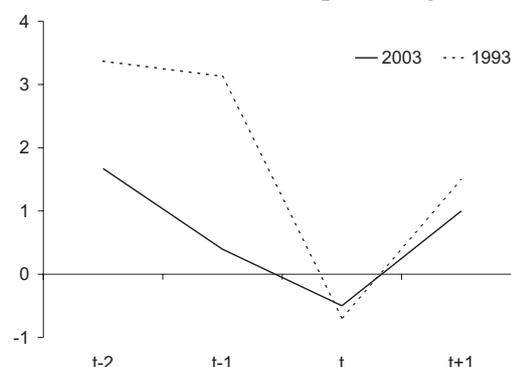


Gráfico 1B
PROCURA INTERNA
Taxas de variação em percentagem

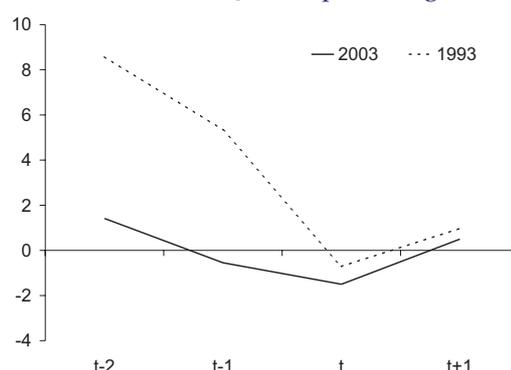


Gráfico 1C
INVESTIMENTO PRIVADO + CONSUMO
PRIVADO DE BENS DURADOUROS
Taxas de variação em percentagem

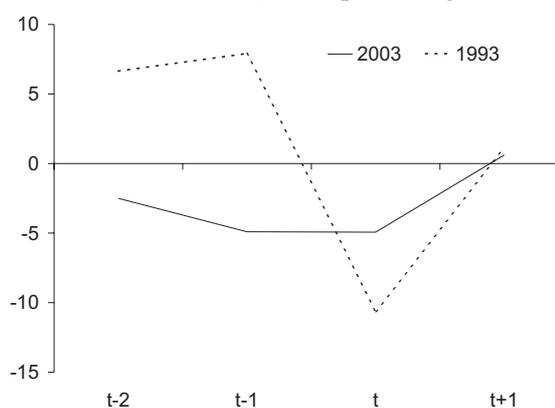
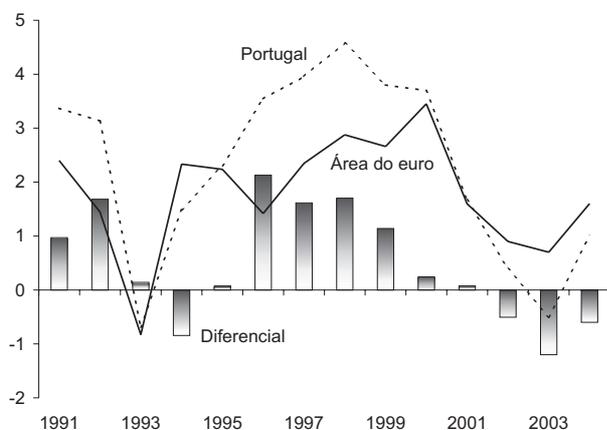


Gráfico 2
PIB
 Taxas de variação em percentagem



É de salientar ainda que na anterior fase recessiva, em 1993, o decréscimo do PIB, em Portugal, acompanhou uma evolução semelhante no conjunto dos países que fazem hoje parte da área do euro. Só em 1994 se verificou uma taxa de crescimento do PIB inferior à registada neste conjunto de países (Gráfico 2). Em contraste, na fase actual, o diferencial de crescimento em relação à área do euro anulou-se logo em 2001, tornando-se negativo em 2002, prevendo-se que assim continue pelo menos até 2004 (considerando-se, para efeitos deste cálculo, os pontos médios dos intervalos de projecção do Eurosistema para o conjunto da área do euro).

Os Gráficos 3A e 3B permitem perceber melhor as diferenças de natureza dos dois períodos recessivos. No período recente, as exportações têm apresentado um crescimento maior do que no início da década de 90, projectando-se para 2003 uma evolução desta variável bastante mais favorável do que em 1993. Em contrapartida, as importações têm crescido pouco, ou mesmo contraído, no período recente, o que não aconteceu no início da década de 90, com excepção do ano de 1993. O Gráfico 3C, que mostra o contributo das exportações líquidas de importações para o crescimento do PIB, confirma esta diferença de comportamento entre os dois períodos. Assim, enquanto a variação negativa do PIB em 1993 parece ter sido induzida fundamentalmente por uma recessão externa, o actual período recessivo está associado, sobretudo, a factores de ordem interna, embora agravados por um enfraquecimento das principais economias mundiais.

Gráfico 3A
EXPORTAÇÕES
 Taxas de variação em percentagem

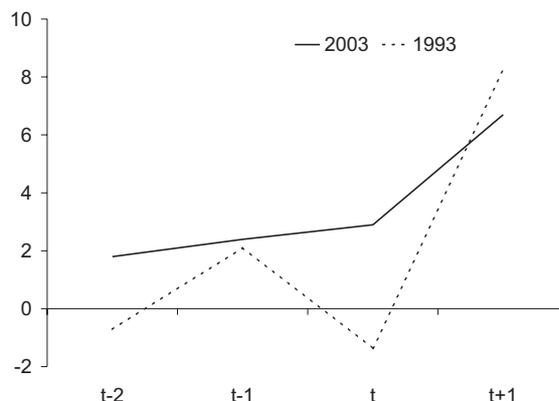


Gráfico 3B
IMPORTAÇÕES
 Taxas de variação em percentagem

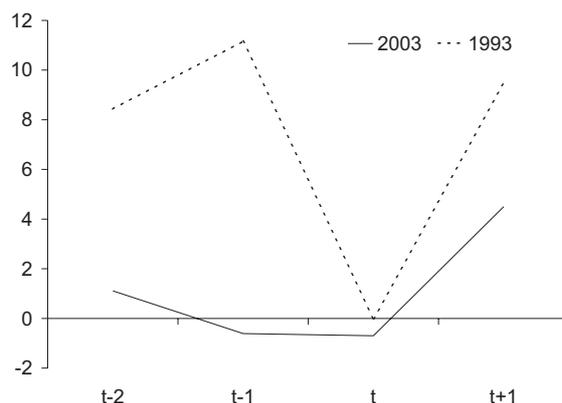
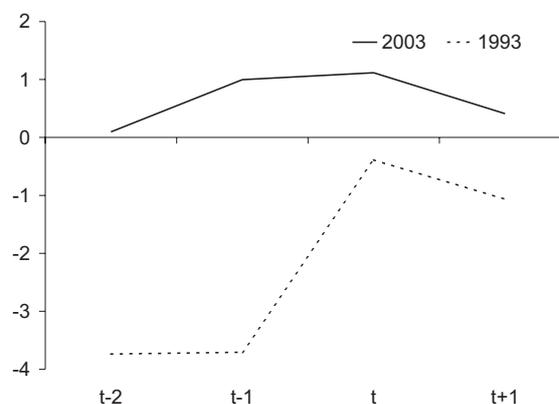


Gráfico 3C
EXPORTAÇÕES LÍQUIDAS DE IMPORTAÇÕES
 Contributos para o crescimento do PIB, em p.p.



No período de 1997 a 2000 observaram-se em Portugal crescimentos muito fortes da procura interna, na sequência da descida das taxas de juro associada à participação na área do euro, cujos efeitos foram ampliados por uma política orçamental erradamente expansionista. O dinamismo da procura interna gerou um aumento substancial das necessidades de financiamento dos agentes económicos. Deste modo, a actual moderação da procura interna, que está na base do projectado diferencial negativo de crescimento face à área do euro, insere-se num inevitável processo de ajustamento da economia portuguesa. Os efeitos deste processo de ajustamento, enquanto não se completar, implicam um crescimento reduzido da procura interna. Infelizmente, o fraco dinamismo da economia internacional, e em particular da economia da área do euro, tem implicado que essa evolução da procura interna se traduza em taxas de crescimento do PIB português muito baixas, que se tornaram negativas desde meados de 2002.

Artigos

ÍNDICE DE CONDIÇÕES MONETÁRIAS PARA PORTUGAL*

Paulo Soares Esteves**

1. INTRODUÇÃO

Este artigo tem como objectivo calcular um Índice de Condições Monetárias (ICM) para a economia portuguesa, o qual constitui um indicador de síntese dos efeitos das principais variáveis monetárias na evolução da actividade económica e da inflação. A ideia subjacente à construção dos ICMs é a de agregar essas variáveis monetárias de uma forma simples para se obter um indicador agregado das condições monetárias prevaletentes. A sua formulação mais usual corresponde a

$$ICM_{it} = \alpha_i (r_t - r_{t_0}) + (1 - \alpha_i) \left(\ln \left(\frac{e_t}{e_{t_0}} \right) \right) \quad (1)$$

onde r representa a taxa de juro de curto prazo, e mede a taxa de câmbio (um aumento corresponde a uma apreciação), t_0 é o período base, e α e $(1-\alpha)$ são os pesos de agregação. Por vezes estes ponderadores são apresentados sob a forma do quociente $\alpha / (1 - \alpha)$, que representa o montante de depreciação necessário para compensar um aumento de 100 pontos base na taxa de juro de curto prazo. O facto desses ponderadores dependerem do índice i (taxa de crescimento do PIB ou taxa de inflação) reflecte o facto dos efeitos relativos das taxas de juro e de câmbio dependerem obviamente da variável que estiver a ser considerada.

Uma importante limitação dos ICMs prende-se com o facto de não poderem ser utilizados para medir a adequabilidade da política monetária, uma vez que não dependem das condições económicas específicas (fase do ciclo económico, nível

de inflação ou postura da política orçamental) e que são usualmente interpretados em termos de taxas de variação.

2. ALGUMAS QUESTÕES METODOLÓGICAS

Apesar deste artigo não pretender resumir a literatura relacionada com a construção de ICMs (veja-se, por exemplo, Costa (2000b)), algumas questões metodológicas merecem uma referência inicial.

2.1. Variáveis adicionais

Algumas variáveis adicionais são por vezes consideradas no cálculo de ICMs. A taxa de juro de longo prazo, os preços do sector imobiliário e os índices bolsistas são os exemplos mais comuns. No entanto, por vários motivos, as únicas variáveis consideradas neste artigo são as taxas de juro e de câmbio. O papel das taxas de juro de longo prazo é relativamente limitado no caso da economia portuguesa, pois as taxas de juro relevantes para o sector privado não financeiro (crédito bancário e dívida titulada) estão habitualmente indexadas às taxas de juro do mercado monetário. Adicionalmente, existe um elevado grau de incerteza relativamente à forma como os preços do imobiliário e as cotações de bolsa afectam a economia.

2.2. Coeficientes de agregação

A escolha dos coeficientes de agregação é o problema crucial na construção de um ICM. Neste artigo consideram-se duas alternativas, designadas como ICM estático e ICM dinâmico, respectiva-

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

** Departamento de Estudos Económicos.

mente. Em ambos os casos os coeficientes de agregação são baseados em simulações de um modelo anual para a economia portuguesa desenvolvido no Banco de Portugal.

- (i) O ICM estático corresponde a uma aplicação directa da equação 1. As taxas de juro e de câmbio são agregadas considerando pesos fixos resultantes do impacto acumulado das taxas de juro e de câmbio no crescimento do PIB e na inflação no fim de um horizonte de três anos.
- (ii) O ICM dinâmico segue Batini e Turnbull (2000). Neste caso, os coeficientes de agregação não somam a unidade e representam o impacto de cada variável no crescimento do PIB e na inflação em cada um dos três anos do horizonte. Este indicador tenta quantificar os efeitos das alterações presentes e passadas das condições monetárias na evolução actual da economia, em vez de fornecer apenas uma indicação qualitativa dessas condições. O artigo dedica uma atenção especial a esta versão dinâmica do ICM.

2.3. Real vs nominal

Uma outra discussão subjacente aos ICMs para o PIB está relacionada com a escolha entre indicadores nominais e reais. Este artigo considera o ICM dinâmico tanto em termos nominais como reais. No entanto, qualquer uma destas duas versões está sujeita a críticas.

O ICM nominal assume que as variações das taxas de juro e de câmbio em termos nominais são as relevantes para explicar as flutuações do PIB. Obviamente, esta hipótese é particularmente restritiva e pode gerar resultados enganadores quando se considera períodos em que a taxa de inflação registou variações pronunciadas.

O maior problema do ICM em termos reais prende-se com a taxa de câmbio. É bem conhecido que os efeitos tipo Balassa-Samuelson explicam a coexistência de um maior crescimento do PIB e de uma apreciação da taxa de câmbio real. Assim, a hipótese de que qualquer flutuação da taxa de câmbio real tende a produzir efeitos de competitividade na evolução da actividade económica é

particularmente restritiva, em especial para períodos mais longos.

3. TAXAS DE JURO E DE CÂMBIO EM PORTUGAL

Esta secção apresenta os dados anuais utilizados na construção dos ICMs desde 1986⁽¹⁾. A taxa de câmbio efectiva relevante para a economia portuguesa (Gráfico 1) considera os mais importantes parceiros comerciais, usando os fluxos de exportação e importação; a taxa de juro de curto prazo (Gráfico 2) considerada é a taxa do mercado monetário a 3 meses⁽²⁾.

Neste período, existiu uma trajetória de depreciação do escudo, a qual terá sido gradualmente interrompida ao longo dos anos 90, reflectindo a participação de Portugal na União Monetária Europeia. A taxa de juro, por seu lado, registou uma trajetória descendente, particularmente evidente entre 1986 e 1988, e entre 1993 e 1998.

Obviamente, esta evolução é significativamente diferente quando as variáveis são consideradas em termos reais. A diminuição da taxa de juro ajustada pela inflação observada não foi tão pronunciada, e a taxa de câmbio real registou uma apreciação até aos primeiros anos da década de 90.

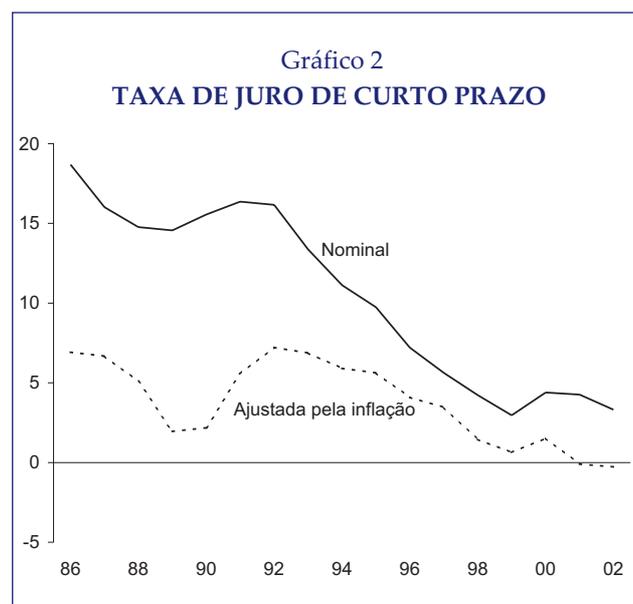
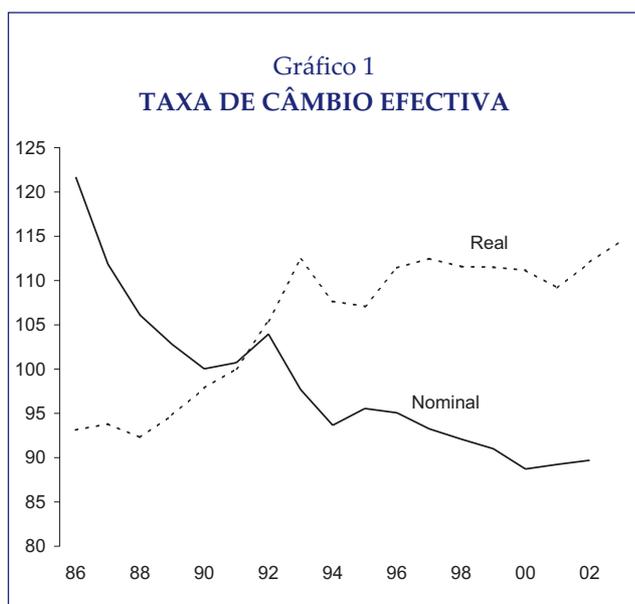
4. MULTIPLICADORES DO MODELO CONSIDERADO

Esta secção apresenta as simulações de um modelo habitualmente utilizado no Banco de Portugal nos exercícios de projecção. Estes resultados são posteriormente usados para calcular os coeficientes de agregação das taxas de juro e de câmbio, tanto no ICM estático como no dinâmico.

Realce-se que este modelo tem uma natureza *backward looking* e é principalmente usado para previsões de curto e médio prazos. Deste modo, o modelo não considera a existência de expectativas

(1) Antes de 1986 a política monetária era fundamentalmente caracterizada por controles aos movimentos de capitais, por limites quantitativos ao crédito e por taxas de juro fixadas administrativamente. Assim, as taxas de juro não reflectiam as verdadeiras condições monetárias. Veja-se OECD (1999) para uma descrição do processo de liberalização gradual que ocorreu a partir da segunda metade da década de 80.

(2) Para os períodos anteriores à década de 90, esta série foi estendida usando a taxa dos depósitos bancários.



racionais, as quais representam um importante papel na resposta dos agentes económicos a alterações de política monetária. Adicionalmente, nas simulações apresentadas não foram impostas restrições tendentes a assegurar o equilíbrio financeiro dos sectores público e privado ou o equilíbrio das contas externas. Por este motivos, o ICM deve ser entendido como um indicador que pretende apenas medir os efeitos de curto prazo das condições monetárias prevaletentes.

O Gráfico 3 apresenta os efeitos no PIB e nos preços no consumidor de dois tipos de choques: (i) uma apreciação permanente de 1 por cento da taxa de câmbio efectiva relevante para a economia portuguesa; (ii) um aumento da taxa de juro de curto prazo em 100 pontos base, o qual é totalmente transmitido para todas as restantes taxas de juro.

A apreciação da taxa de câmbio é transmitida aos preços de uma forma bastante rápida – mais de metade do choque é transmitido em dois anos⁽³⁾. No entanto, como esta transmissão não é instantânea, a taxa de câmbio real regista uma apreciação temporária, conduzindo a uma perda de competitividade tanto na capacidade de penetração nos mercados externos como na concorrência face aos produtos importados, originando uma redução de curto prazo no PIB. À medida que a

flutuação da taxa de câmbio começa a ser totalmente transmitida para os preços, estes efeitos na actividade começam a desaparecer (após dois anos).

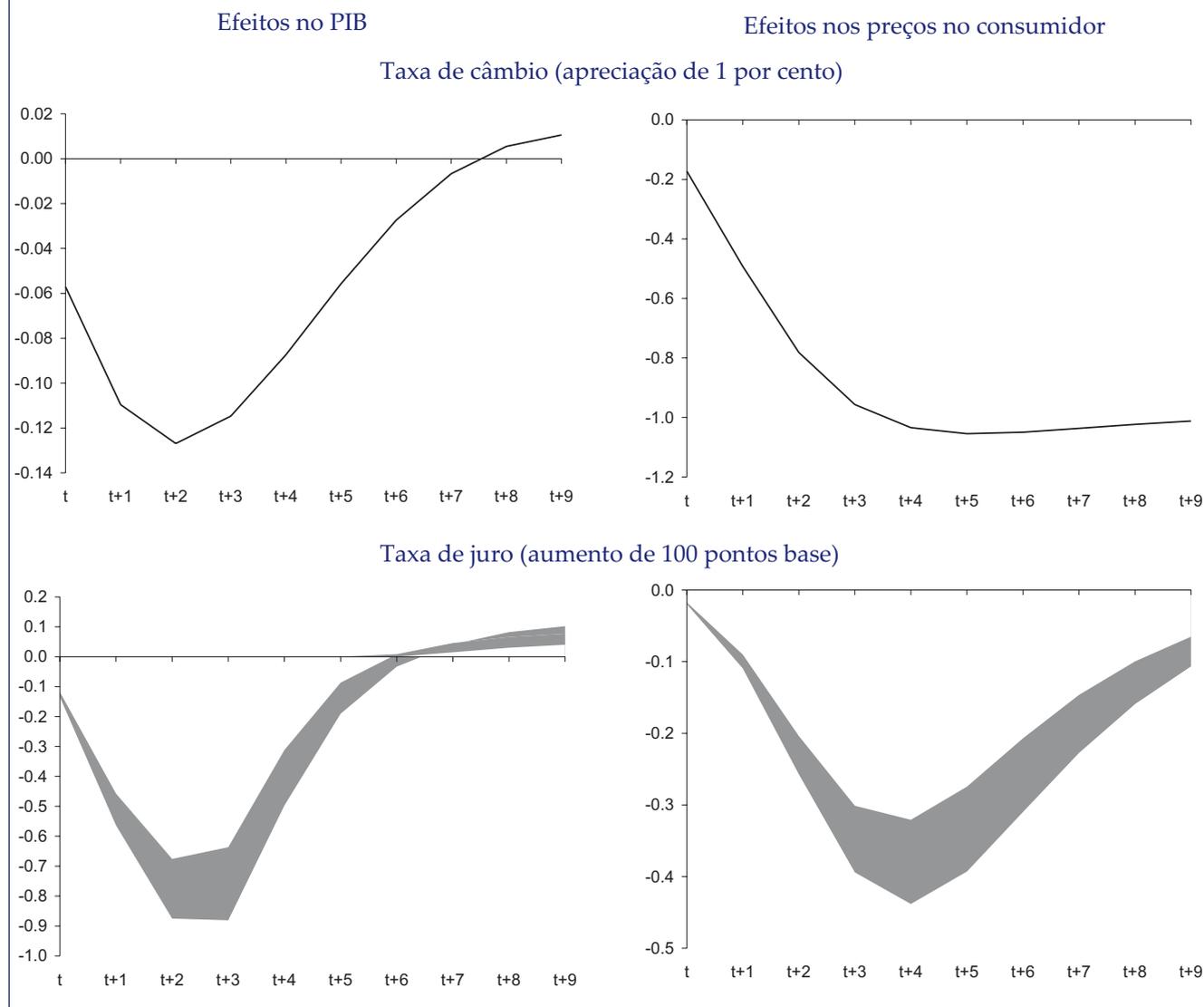
No que diz respeito ao choque da taxa de juro, dois comentários iniciais devem ser efectuados. Em primeiro lugar, o choque é temporário. A implementação de um choque permanente da taxa de juro com todas as restantes variáveis fixas tenderia a gerar resultados inconsistentes. De facto, uma alteração permanente da taxa de juro estaria certamente relacionada com alterações noutras variáveis (nomeadamente, a taxa de câmbio e as expectativas de inflação). Como os modelos habitualmente utilizados não são capazes de explicar essas relações e como o objectivo é apenas medir os efeitos de curto prazo de alterações de taxas de juro, o choque apresentado considera que o aumento da taxa de juro ocorre apenas durante 3 anos⁽⁴⁾. Em segundo lugar, como o modelo reage não só às variações absolutas das taxas de juro mas também às suas variações percentuais, as reacções do PIB e dos preços dependem do nível inicial das taxas de juro. As áreas a sombreado no Gráfico 3 ilustram este aspecto, considerando as reacções do PIB e dos preços para diferentes níveis iniciais das taxas de juro (entre 2.5 e 5 por cento).

(3) Este indicador é habitualmente designado como “half-life”.

Como os modelos tendem a produzir ajustamentos assintóticos para as suas soluções de longo prazo, este tipo de indicador é frequentemente usado para medir a velocidade de ajustamento.

(4) Esta hipótese não é importante para a construção dos ICMs. De facto, assume-se que a transmissão dos efeitos de curto prazo associados a alterações das condições monetárias se transmitem num horizonte de 3 anos.

Gráfico 3
MULTIPLICADORES ANUAIS
 Desvios face ao cenário base em percentagem



Relativamente aos resultados das simulações, o aumento das taxas de juro tende a gerar efeitos negativos actividade, em particular no investimento e no consumo privado de bens duradouros, originando um aumento do desemprego e, consequentemente, uma diminuição dos salários. Esta evolução do mercados de bens e serviços e do mercado de trabalho exerce pressões para uma diminuição dos preços no consumidor.

5. ÍNDICES DE CONDIÇÕES MONETÁRIAS

5.1. ICM estático

Esta versão do ICM corresponde a uma aplicação directa da equação 1. Os pesos de agregação são baseados nos impactos acumulados das taxas de câmbio e de juro no PIB e nos preços no fim de um horizonte de 3 anos. O Quadro 1 compara os resultados obtidos com os apresentados em Mayes e Virén (2000) para vários países da área do euro, incluindo Portugal. De forma a aumentar a comparabilidade dos resultados, os multiplicadores da taxa de câmbio foram reduzidos a 1/3, reflectindo a manutenção de taxas de câmbio fixas entre Por-

Quadro 1

PONDERADORES DOS ICMs

	PIB		Preços	
	Taxa de câmbio	Taxa e juro	Taxa de câmbio	Taxa e juro
Estimativa actual	0.06	0.94	0.5	0.5
Mayes e Virén (2000)				
Áustria	0.40	0.60	0.53	0.47
Bélgica	0.29	0.71	0.67	0.33
Finlândia	0.12	0.88	0.42	0.58
França	0.17	0.83	0.53	0.47
Alemanha	0.18	0.82	0.27	0.73
Irlanda	0.15	0.85	0.71	0.29
Itália	0.13	0.88	0.29	0.71
Países Baixos	0.30	0.70	0.45	0.55
Portugal	0.14	0.86	0.24	0.76
Espanha	0.30	0.70	0.29	0.71
Média	0.21	0.78	0.44	0.56

tugal e os restantes países da área do euro⁽⁵⁾. Os multiplicadores da taxa de juro foram obtidos assumindo-se uma taxa de juro inicial de 5 por cento – valor perto da média histórica para os países da área do euro.

Os resultados para Portugal não são muito diferentes dos apresentados em Mayes e Virén (2000). A taxa de juro será mais importante na explicação das flutuações de curto prazo do PIB, enquanto a

(5) Considerando o peso das relações comerciais com os restantes países da área do euro (cerca de 2/3), uma variação unitária da taxa de câmbio do euro corresponde a uma variação de 1/3 na taxa de câmbio efectiva relevante para a economia portuguesa. Deste modo, com esta redução dos multiplicadores da taxa de câmbio, os pesos de agregação reflectem os efeitos da flutuação da taxa de câmbio do euro.

Em Mayes e Virén (2000), os resultados basearam-se no modelo NIGEM para simular choques de taxas de juro e da taxa de câmbio bilateral em relação ao dólar, considerando-se um horizonte de 3 anos.

Esta comparação é feita por motivos ilustrativos, pois a estrutura do modelo utilizado bem como as hipóteses subjacentes aos exercícios de simulação influenciam substancialmente os resultados (veja-se Costa (2000b) para um conjunto de estimativas alternativas).

(6) Como os preços das matérias-primas são tradicionalmente fixos em dólares, uma depreciação do euro representa também um choque negativo dos termos de troca, o que tende a atenuar os efeitos na actividade relacionados com o aumento de competitividade.

taxa de câmbio ganha um especial relevo no comportamento da inflação. Mais ainda, a importância relativa da taxa de câmbio na explicação do PIB parece ser menor em Portugal do que nos restantes países da área do euro⁽⁶⁾.

A principal diferença prende-se o ICM relevante para a inflação. Em Mayes e Virén (2000), a taxa de câmbio tem um peso significativamente inferior no indicador para Portugal; nos resultados agora apresentados esse peso é superior ao da média da área do euro, sendo, no entanto, comparável aos obtidos para outros países.

5.2. ICM dinâmico

No caso do indicador dinâmico, os coeficientes de agregação não somam a unidade, e não são considerados constantes ao longo do horizonte. Estes coeficientes representam o impacto diferenciado de cada variável no crescimento do PIB e na inflação em cada um dos períodos do horizonte. Assim, é possível tomar em consideração o facto das alterações das variáveis monetárias se transmitirem com velocidades diferenciadas para a actividade e inflação.

Considerando um horizonte de 3 anos, este índice pode ser escrito como

$$ICMx_t = \sum_{i=0}^2 \alpha x_{t-i} (r_{t-i} - r_{t-i-1}) + \sum_{i=0}^2 \beta x_{t-i} \ln \left(\frac{e_{t-i}}{e_{t-i-1}} \right) \quad x = GDP, \text{ prices} \quad (2)$$

onde αx_{t-i} (βx_{t-i}) são obtidos das simulações acima apresentadas (ver Gráfico 3), representando o impacto na actual taxa de crescimento da variável x de uma variação unitária da taxa de juro (taxa de câmbio) ocorrida i períodos antes.

No caso do PIB, este ICM dinâmico é calculado tanto em termos nominais como reais. A principal diferença prende-se com o *benchmark* considerado para comparar as condições monetárias prevalentes: o índice nominal (real) mede o contributo para o crescimento do PIB e a inflação por comparação a um cenário onde as taxas de juro e de câmbio nominais (reais) fossem mantidas constantes nos níveis observados no ano anterior.

O Quadro 2 apresenta os coeficientes de correlação entre estes indicadores e a evolução do PIB e

Quadro 2

**CORRELAÇÕES CONTEMPORÂNEAS
(1986-2002)**

	Correlações totais		Correlações parciais	
	Crescimento do PIB	Inflação	Crescimento do PIB	Inflação
ICM dinâmico (nominal).	0.47	0.59	0.68	0.89
ICM dinâmico (real).	0.30	-	0.49	

da inflação. Os coeficientes de correlação parcial são igualmente apresentados, usando equações em que algumas variáveis adicionais importantes que afectam o PIB e os preços são também consideradas⁽⁷⁾. Considerando os resultados apresentados, duas conclusões emergem. Em primeiro lugar, os ICMs são mais importantes para explicar as flutuações da inflação do que a evolução do PIB. Em segundo lugar, o uso do ICM em termos reais não parece melhorar os resultados. As razões subjacentes às diferenças entre os ICMs real e nominal para o PIB são apresentadas na secção seguinte, a qual analisa o contributo das condições monetárias para o crescimento do PIB e a inflação em Portugal desde 1986.

6. CONDIÇÕES MONETÁRIAS DESDE 1986

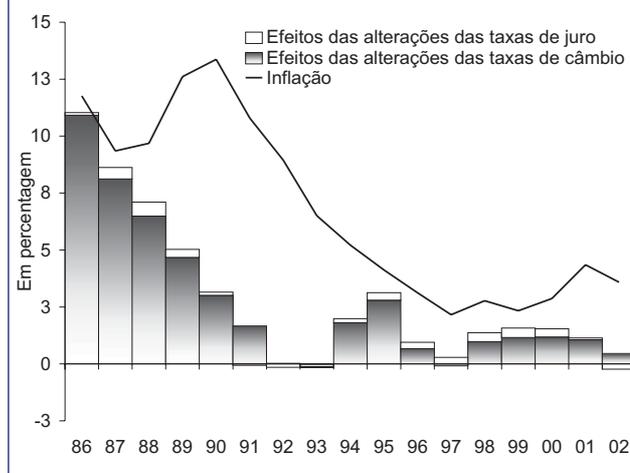
Como já referido, o ICM dinâmico tem a importante característica de permitir estimar os efeitos de curto prazo das condições monetárias na taxa de crescimento do PIB e na inflação. Os gráficos 4 e 5 consideram esses efeitos, apresentando estimativas do contributo das condições monetárias para a evolução da actividade e dos preços desde 1986. Para uma análise detalhada da política monetária

(7) Estas correlações parciais são baseadas em regressões do PIB (y) e dos preços (p) na procura externa (dx), na despesa pública em consumo e investimento, em termos reais, (g), nos preços externos (p^*) e nos ICMs:

$$\Delta y_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta dx_t + \alpha_2 \Delta dx_{t-1} + \alpha_3 \Delta g_t + \alpha_4 \Delta g_{t-1} - \phi \Delta ICM y_t$$

$$\Delta p_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta p_t^* + \beta_2 \Delta p_{t-1}^* - \phi \Delta ICM p_t$$

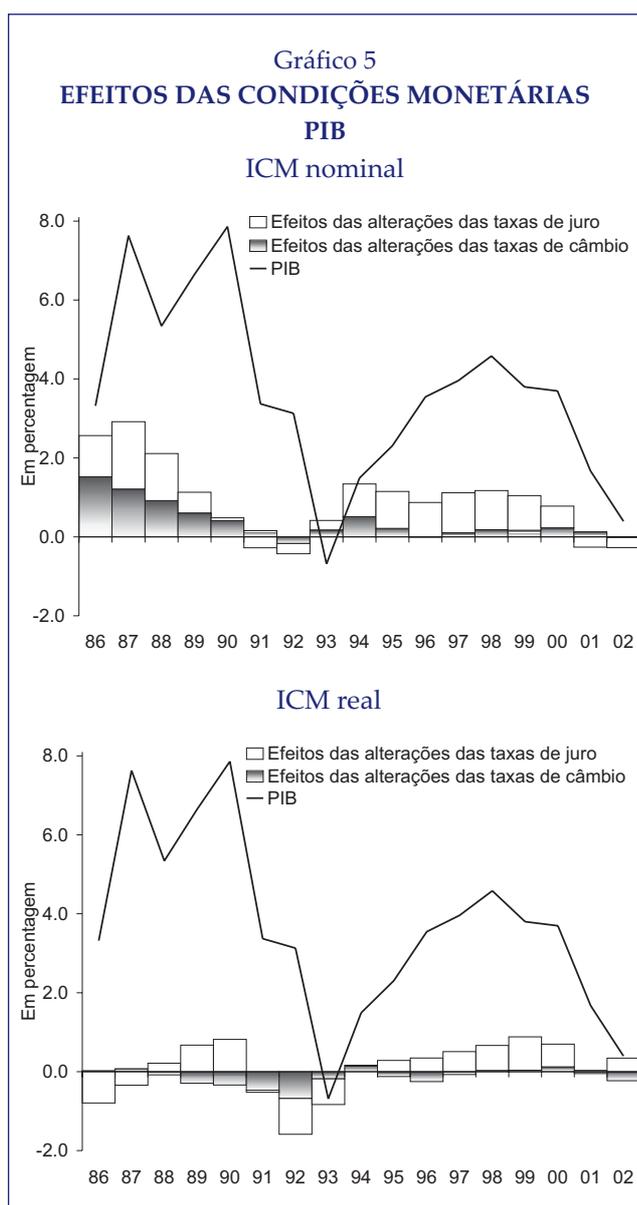
**Gráfico 4
EFEITOS DAS CONDIÇÕES MONETÁRIAS
Inflação**



em Portugal durante este período veja-se Abreu (2001).

O papel desempenhado pela taxa de câmbio na evolução da inflação em Portugal é evidente. Em 1986, a elevada taxa de inflação era suportada pela depreciação da moeda portuguesa (Gráfico 4). Esses efeitos, no entanto, diminuiriam significativamente durante a segunda metade dos anos 80, reflectindo a diminuição do ritmo de depreciação então verificada. A redução do contributo da taxa de câmbio para a inflação tornou-se particularmente evidente após o fim do *crawling peg* em 1990 e a crescente estabilidade da taxa de câmbio subjacente à participação na União Monetária Europeia. O contributo da taxa de câmbio para a taxa de inflação anual diminuiu de 7.5 pontos percentuais na segunda metade dos anos 80, para 1.1 pontos percentuais na década de 90 e para 0.9 pontos percentuais nos últimos 3 anos.

No caso do PIB (Gráfico 5), os resultados dependem crucialmente de usar o MCI em termos nominais ou reais. Como esperado, a versão real aponta para um menor contributo das condições monetárias para o crescimento do PIB, pois os efeitos expansionista associados com a diminuição da taxa de juro foram mitigados pela redução da taxa de inflação. Mais ainda, atendendo à manutenção de taxas de inflação mais elevadas em Portugal, a depreciação da taxa de câmbio nominal não evitou uma apreciação em termos reais (ver Gráficos 1 e 2).



Por um lado, o indicador em termos reais sugere um contributo das condições monetárias para o crescimento do PIB próximo de zero (em média) na segunda metade dos anos 80 e um contributo negativo nos primeiros anos da década de 90. Por outro lado, para os mesmos períodos, o ICM nominal evidencia um contributo muito forte e um contributo negligenciável, respectivamente. No entanto, desde 1997, atendendo à estabilidade da taxa de inflação, os indicadores nominal e real produzem indicações muito semelhantes.

Como referido anteriormente, tanto o indicador nominal como real estão sujeitos a críticas. O indicador nominal sobrestima os efeitos no PIB, uma vez que os efeitos das alterações das taxas de juro e de câmbio nominais foram parcialmente anulados pela evolução da inflação. Mas os efeitos me-

ditados pelo ICM em termos reais estão subestimados. Em primeiro lugar, a apreciação da taxa de câmbio real de Portugal não deverá ser necessariamente identificada como uma deterioração da competitividade, pois parte dessa apreciação está relacionada com o próprio processo de crescimento económico, (Brito e Correia (2000) e Costa (2000a)). Em segundo, os efeitos da diminuição das taxas de juro são provavelmente maiores do que os implicados pela evolução da taxa de juro ajustada pela inflação observada. De facto, a taxa de juro nominal pode produzir efeitos na actividade económica, nomeadamente através das restrições de liquidez das empresas e famílias. Mais ainda, a trajectória descendente da inflação foi provavelmente antecipada atendendo à necessária convergência nominal para a participação de Portugal na União Monetária Europeia. Logo, o uso de uma expectativa de inflação a médio prazo, em vez da taxa de inflação observada, tenderia a produzir uma redução mais pronunciada da taxa de juro real.

Neste sentido, a verdadeira contribuição das condições monetárias para o crescimento de curto prazo do PIB deverá ter-se situado provavelmente algures entre os limites definidos por estes dois indicadores alternativos. Felizmente, actualmente essas limitações parecem ser menos relevantes.

7. PRINCIPAIS CONCLUSÕES

Apesar das hipóteses simplificadoras utilizadas na sua construção, as versões dinâmicas do ICM podem ser úteis para explicar o contributo das condições monetárias para a evolução da economia portuguesa, em especial para os anos mais recentes.

Estes indicadores podem igualmente ser utilizados com um outro objectivo. Como podem ser facilmente prolongados para um futuro próximo, assumindo cenários para as taxas de juro e de câmbio, estes indicadores podem ser úteis para exercícios de previsão e de simulação. Uma aplicação deste tipo é considerada no texto que apresenta as projecções para a economia portuguesa em 2003 e 2004, o qual inclui uma caixa que apresenta o contributo estimado das condições monetárias para a evolução do PIB e inflação, tanto ao longo dos últimos anos como no horizonte de projecção.

REFERÊNCIAS

- Abreu, Marta (2001), "Da adesão à Comunidade Europeia à participação na União Económica e Monetária: a experiência portuguesa de desinflação no período 1984-1998", Banco de Portugal, *Boletim Económico*, Vol. 7, nº 4, Dezembro.
- Batini, Nicoletta e Kenny Turnbull (2000), "Monetary Conditions Indices for the UK: a survey", Bank of England, External MPC Unit, *Discussion Paper* nº.1.
- Brito, Paulo e Isabel Correia (2000), "Diferencial de inflação e convergência real de Portugal", Banco de Portugal, *Boletim Económico*, Vol.6, nº 2, Junho.
- Costa, Sónia (2000a), "Diferencial de inflação entre Portugal e a Alemanha", Banco de Portugal, *Boletim Económico*, Vol.6, nº 2, Junho.
- Costa, Sónia (2000b), "Índices de Condições Monetárias", Banco de Portugal, *Boletim Económico*, Vol. 6, nº 3, Setembro.
- Mayes, David e Matti Virén (2000), "The Exchange Rate and Monetary Conditions in Euro area", *Review of World Economics*, 136(2).
- OECD (1999), *OECD Economic Surveys*, Portugal, October.

O EFEITO DE ALGUMAS CARACTERÍSTICAS DEMOGRÁFICAS E SOCIOECONÓMICAS SOBRE O ENDIVIDAMENTO DAS FAMÍLIAS*

*Luísa Farinha***

1. INTRODUÇÃO

Ao longo dos anos 90, em particular durante a segunda metade da década, o endividamento das famílias portuguesas cresceu a um ritmo muito elevado (Gráfico 1). De um valor de cerca de 15 por cento, medido em percentagem do PIB, em 1990, aumentou para 24 por cento, em 1994, e atingiu, em 2000, o valor de 64 por cento do PIB que, no contexto da área do euro, só era inferior ao da Alemanha e da Holanda (Quadro 1). Para esta evolução contribuiu fortemente a descida das taxas de juro, nominais e reais, estimulando a procura de crédito, ao mesmo tempo que a forte concorrência entre os bancos fazia aumentar a disponibilidade dos produtos financeiros, em particular no segmento do crédito à habitação. Também os regimes de crédito subsidiados para aquisição de habitação, que vigoraram até 2002, facilitaram o acesso ao crédito a um número elevado de famílias. De acordo com os dados divulgados pela Direcção Geral do Tesouro, entre 1997 e 1999, cerca de 60 por cento dos novos contratos de crédito, quer em número, quer em montante contratado, foram celebrados ao abrigo de algum dos regimes de crédito bonificado.

O ritmo de crescimento do endividamento das famílias da segunda metade dos anos 90 não poderia manter-se indefinidamente. Com efeito, cada agente económico está sujeito a uma restrição orçamental inter-temporal, ou seja, terá que gerar, no



futuro, rendimentos que lhe permitam satisfazer os compromissos assumidos no presente, no que respeita ao pagamento de juros e ao reembolso do capital em dívida. Assim, no contexto de um processo de correcção de alguns desequilíbrios da economia portuguesa, também o crédito bancário concedido às famílias começou a desacelerar, a partir de meados de 1999. Deste modo, em 2000 e em 2001, o rácio de endividamento dos particulares aumentou de forma menos acentuada do que nos anos anteriores. Em 2002, alguns factores específicos levaram a uma interrupção no abrandamento do crédito a particulares para habitação. Nesse ano, o endividamento das famílias atingiu um valor de 71 por cento do PIB (103 por cento do rendimento disponível anual).

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

** Departamento de Estudos Económicos.

Quadro 1

**ENDIVIDAMENTO – COMPARAÇÃO NA ÁREA
DO EURO, EM 2000**

	Empréstimos totais % do PIB	Crédito à habitação % do total	Crédito ao consumo % do total
Áustria.....	40.0	46.7	42.9
Bélgica.....	39.8	67.1	10.4
Alemanha.....	73.4	61.8	13.7
Espanha.....	47.4	63.3	17.5
Finlândia.....	33.4	70.3	8.8
França.....	45.7	57.1	21.2
Itália.....	22.9	-	-
Holanda.....	92.0	93.3	4.8
Portugal.....	64.0	73.7	11.9

Fonte: *Report on Financial Structures*, BCE, 2002.

O nível de endividamento das famílias é um dos factores de risco habitualmente identificados pelos analistas, na avaliação da estabilidade do sistema financeiro. Tal facto resulta de se esperar que a um maior endividamento das famílias corresponda uma maior sensibilidade da sua situação financeira ao aumento do desemprego, por um lado, e, da taxa de juro, por outro, em particular quando o crédito é, maioritariamente, concedido a taxas de juro indexadas, como acontece em Portugal. As consequências da evolução do endividamento sobre a estabilidade financeira dependem também, a nível microeconómico, de algumas características socioeconómicas, tais como a educação, o rendimento ou a situação no mercado de trabalho, dos indivíduos a quem foi concedido o crédito. Nesta perspectiva, não é indiferente se o acréscimo do crédito se dirigiu para as famílias mais ricas ou para as menos ricas, para aquelas cujos membros têm uma situação profissional mais estável ou menos estável, com um elevado nível de educação ou com um baixo nível de educação.

Para se poderem avaliar estas questões, é fundamental poder associar a informação sobre endividamento com a informação sobre as características socioeconómicas das famílias. No caso português, os dados recolhidos pelo Instituto Nacional de Estatística (INE) através dos Inquéritos ao Património e Endividamento das Famílias têm esta na-

tureza sendo, portanto, muito úteis para analisar as questões referidas. É de salientar que a utilização de dados desagregados a nível microeconómico é fundamental para analisar a questão do endividamento dos agregados familiares. Só assim é possível ter em conta a heterogeneidade individual que afecta seguramente as decisões de endividamento por parte das diferentes famílias. Utilizando dados agregados, ignora-se essa heterogeneidade, o que terá como consequência que a estimativa dos efeitos, sobre o endividamento, de determinados factores com elevada variabilidade individual, como por exemplo o rendimento, seja enviesada.

O objectivo deste artigo é, assim, estudar o efeito de algumas características demográficas e socioeconómicas sobre o endividamento das famílias portuguesas, através da estimação de dois modelos, um para a dívida total e outro para a dívida contraída para aquisição de habitação. Pelo facto de se dispor de dados respeitantes a duas realizações do inquérito, em 1994 e em 2000, juntando na estimação os dados das duas amostras, foi possível testar as diferenças entre os efeitos daquelas variáveis, sobre o endividamento das famílias, nos dois anos. Dada a natureza da variável dependente, que toma sempre valores iguais ou superiores a zero, a metodologia aplicada consistiu na estimação de um modelo *tobit*.

No ponto 2 apresentam-se os dados utilizados e no ponto 3 comentam-se algumas estatísticas sumárias calculadas com os dados do IPEF de 2000. No ponto 4, apresentam-se os resultados da estimação e as principais conclusões são apontadas no ponto 5.

2. OS DADOS

Os resultados apresentados neste artigo foram obtidos a partir das bases de dados relativas às duas realizações, em 1994 e em 2000, do Inquérito ao Património e Endividamento das Famílias (IPEF) promovido pelo INE, com o apoio do Banco de Portugal. Em 1994, o IPEF foi realizado simultaneamente com o Inquérito ao Emprego (IE), no quarto trimestre do ano, tendo sido inquirida uma amostra formada por 9086 agregados familiares. Em 2000, o IPEF foi realizado ao longo do ano, para uma subamostra do Inquérito aos Orçamentos Familiares (IOF) constituída por 6640 famílias. A unidade de análise é, portanto, o agregado fami-

Quadro 2

CARACTERIZAÇÃO DAS AMOSTRAS

	IPEF 1994	IPEF 2000	Por memória: Censos 2001
Número de observações	5 712	3 769	2 649 989 ^(a)
Em percentagem do total:			
Sexo do representante do agregado			
Masculino	85.5	84.1	82.3
Feminino	14.5	15.9	17.7
Idade do representante do agregado			
até 30 anos	8.2	4.7	11.6
31 a 40 anos	24.5	20.1	24.7
41 a 50 anos	30.5	30.9	27.0
51 a 65 anos	36.8	44.2	36.7
Educação do representante do agregado			
Representante não tem educação	10.7	10.2	10.5 ^(b)
Representante tem o 1º ciclo	46.3	50.6	44.2 ^(b)
Representante tem o 2º ciclo	10.8	15.4	11.2 ^(b)
Representante tem o 3º ciclo	11.0	10.7	8.5 ^(b)
Representante tem o secundário ou curso superior	14.6	13.1	25.7 ^(b)
Situação no mercado de trabalho do representante do agregado			
Empregado por conta de outrem	59.6	59.8	46.3 ^(c)
Empregado por conta própria	22.1	18.8	12.9 ^(c)
Desempregado e outras situações	12.6	7.6	7.4 ^(c)
Estudante	0.3	0.1	0.5 ^(c)
Reformado	2.9	10.5	31.8 ^(c)
Dona de casa	2.5	3.2	1.1 ^(c)
Estado civil do representante do agregado			
Casado	85.9	83.4	79.2
Solteiro	4.7	4.7	9.2
Divorciado	3.8	6.9	6.3
Viúvo	5.6	4.9	5.2

Notas:

(a) Número total de famílias cujo representante tem entre 20 e 64 anos (o número total de famílias é de 3 650 757).

(b) No caso da desagregação por níveis de educação, as percentagens referem-se ao número total de famílias do Censos 2001.

(c) No caso da situação no mercado de trabalho, as percentagens referem-se ao número total de famílias do Censos 2001.

liar (numa base anónima). No entanto, para além de informação detalhada sobre o endividamento, património e rendimento das famílias, dispõe-se também de informação sobre algumas características, tais como a idade, o nível de educação e a situação no mercado de trabalho, relativas ao indivíduo indicado como representante da família. Esta disponibilidade de informação deve-se ao facto de as questões sobre património e endividamento, no âmbito do IPEF, aparecerem como extensão dos questionários habituais do IE, em 1994, e do IOF, em 2000.

Para efeitos da análise apresentada neste artigo, as amostras foram restringidas às famílias cujo

rendimento é superior ao ordenado mínimo nacional e na qual o representante tem mais do que 20 anos e menos do que 65 anos. Em resultado, a amostra seleccionada tem 9481 observações, das quais 5712 se referem ao ano de 1994 e 3769 ao ano de 2000 (Quadro 2). Pode observar-se que, em 2000, 84.1 por cento das famílias da amostra são representadas por um indivíduo do sexo masculino, 44.2 por cento dos representantes têm entre 51 e 64 anos, 59.8 por cento são empregados por conta de outrem, 83.4 por cento são casados e 50.6 por cento completaram apenas o 1º ciclo de escolaridade. Note-se que, por comparação com os resultados do Censo de 2001, há indícios de que na amos-

Quadro 3

ESTATÍSTICAS SUMÁRIAS COM BASE NA AMOSTRA DE 2000 ^(a)

milhares	Média	Percentagem do total	Desvio padrão	Máximo
Activos não financeiros				
Total	122.239	100.0	280.919	5095.221
Valor da habitação	67.803	55.5	99.785	1496.394
Valor das outras construções	5.370	4.4	98.906	4987.979
Valor dos terrenos	9.242	7.6	101.730	3990.383
Valor dos veículos	8.449	6.9	17.430	399.038
Valor de outros bens valiosos	24.893	20.4	201.429	3990.383
Valor dos bens profissionais	6.482	5.3	44.358	997.596
Activos financeiros				
Total	16.083	100.0	120.530	3246.676
Moeda e depósitos à ordem	1.412	8.8	3.131	24.940
Depósitos a prazo e de poupança	6.450	40.1	28.298	548.678
Fundos de investimento	5.781	35.9	106.640	3242.186
Obrigações	0.249	1.6	8.324	498.798
Acções e outras participações	2.190	13.6	33.710	997.596
Passivos				
Dívida total	6.378	100.0	20.601	488.822
Dívida para aquisição de habitação	5.100	80.0	15.552	259.375
Dívida para aquisição de outros bens duradouros	1.149	18.0	11.512	381.660
Dívida para aquisição de outros bens	0.128	2.0	0.951	32.961
Rendimento líquido mensal	1.294	–	0.924	10.725

Nota:

(a) Amostra constituída pelas 3679 famílias do IPEF de 2000, com rendimento mensal líquido superior ao ordenado mínimo (cerca de 320 euros) e cujo representante tem entre 20 e 64 anos.

tra, em particular em 2000, estejam sobre-representadas as famílias cujo representante tem entre 50 e 65 anos e subrepresentadas aquelas em que o representante tem menos de 30 anos⁽¹⁾. Assim, o aumento do crédito concedido aos jovens, que terá ocorrido entre os dois anos em análise, poderá estar apenas parcialmente reflectido nos dados utilizados neste trabalho. Isto implica que as estatísticas sumárias calculadas para o total da amostra bem como as comparações entre os dois anos possam estar enviesadas, no sentido de não oferecerem um retrato fiel da realidade nacional. Esta situação não invalida, contudo, as conclusões da análise econométrica apresentada no ponto 4, relativamente ao impacto dos atributos das famílias no endividamento. Os estimadores dos coeficientes que aí são analisados não deverão ser afectados pelo problema da representatividade da amostra.

3. ESTATÍSTICAS SUMÁRIAS EM 2000

Apesar das reservas apontadas no ponto anterior quanto à representatividade da amostra, apresentam-se, neste ponto, algumas estatísticas sumárias relativas à riqueza, rendimento e dívida das famílias, baseadas apenas nos resultados do IPEF mais recente, realizado em 2000. Refira-se que as comparações com as estatísticas sumárias obtidas a partir da amostra de 1994 não são válidas. Isto deve-se, entre outros factores, ao facto de o questionário ter sido alterado de um inquérito para o outro, bem como à circunstância de o período de referência não ser o mesmo. Além disso, refira-se que as amostras do IE e do IOF foram desenhadas com base em diferentes critérios de estratificação, de acordo com os objectivos dos respectivos inquéritos. Os ponderadores do IE e do IOF, em que a unidade de análise é o indivíduo, não podem ser utilizados nas extrapolações do IPEF, que se dirigiu ao agregado familiar. Por sua vez, os ponderadores do IPEF só estão disponíveis para o inquérito de 2000 e têm em conta apenas a região e a di-

(1) Ver Censos 2001 – Resultados Definitivos, INE, 2002.

Quadro 4

**FREQUÊNCIA DE FAMÍLIAS ENDIVIDADAS E DÍVIDA TOTAL, SEGUNDO AS CARACTERÍSTICAS
DOS AGREGADOS FAMILIARES, NA AMOSTRA DE 2000 ^(a)**

milhares

	Frequência %	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo	Número de observações
Sexo do representante do agregado						
Masculino	36.9	21.429	34.397	0.005	488.822	973
Feminino	32.3	18.637	23.798	0.025	99.760	171
Idade do representante do agregado						
até 30 anos	41.3	49.900	63.126	0.005	381.660	62
31 a 40 anos	49.0	24.751	35.269	0.005	488.822	316
41 a 50 anos	42.5	20.933	26.171	0.005	219.471	405
51 a 65 anos	25.4	12.864	26.653	0.005	275.835	361
Educação do representante do agregado						
Sem educação	17.4	12.869	21.689	0.040	122.784	52
Completo o 1º ciclo	27.6	14.137	20.617	0.005	219.471	431
Completo o 2º ciclo	46.3	24.783	34.180	0.005	381.660	212
Completo o 3º ciclo	53.6	20.516	22.014	0.005	99.610	197
Completo o secundário ou um curso superior ...	57.7	31.663	50.643	0.050	488.822	252
Situação no mercado de trabalho do representante do agregado						
Empregado por conta de outrem	40.9	22.018	31.648	0.005	381.660	787
Empregado por conta própria	33.1	24.503	44.844	0.050	488.822	187
Desempregado e outras situações	26.1	18.964	27.883	0.060	122.784	61
Estudante	25.0	37.659	-	37.659	37.659	1
Reformado	26.4	7.944	13.074	0.025	82.362	85
Dona de casa	22.7	11.157	14.762	0.289	52.723	23
Quartis do rendimento						
Primeiro quartil	18.8	9.338	13.312	0.040	60.355	121
Segundo quartil	28.5	16.396	31.114	0.005	381.660	237
Terceiro quartil	41.4	21.542	25.484	0.005	219.471	333
Quarto quartil	53.4	26.154	40.694	0.005	488.822	453
Quartis dos activos financeiros						
Primeiro quartil	32.2	19.486	30.975	0.005	381.660	245
Segundo quartil	38.6	19.386	22.376	0.025	124.700	287
Terceiro quartil	41.0	20.759	30.813	0.005	275.835	331
Quarto quartil	33.2	24.299	44.419	0.050	488.822	281
Quartis dos activos não financeiros						
Primeiro quartil	19.5	11.479	40.643	0.025	381.660	167
Segundo quartil	32.2	16.108	22.366	0.005	219.471	236
Terceiro quartil	44.9	23.002	23.759	0.005	122.784	347
Quarto quartil	48.3	26.236	39.956	0.005	488.822	394
Número de elementos do agregado						
1 elemento	28.2	32.072	74.491	0.040	488.822	62
2 elemento	28.0	20.494	39.528	0.100	381.660	198
3 elemento	37.0	22.778	29.430	0.005	269.351	320
4 elemento	42.5	20.115	24.287	0.005	131.413	378
5 elementos ou mais	37.2	16.658	22.063	0.005	122.784	186
Estado civil do representante do agregado						
Casado	37.7	20.883	29.471	0.005	381.660	988
Solteiro	25.1	31.498	53.844	0.040	319.330	41
Divorciado	24.6	12.690	17.622	0.060	75.119	51
Viúvo	37.8	22.904	63.049	0.025	488.822	64

Nota:

(a) A média, o desvio padrão, o mínimo, o máximo e o número de observações referem-se apenas às famílias que reportaram um valor positivo da dívida.

mensão da família como variáveis de estratificação.

De acordo com os indicadores apresentados no Quadro 3, a habitação tem um peso elevado na riqueza não financeira das famílias, enquanto a

Quadro 5

**FREQUÊNCIA DE FAMÍLIAS COM DÍVIDA PARA HABITAÇÃO E MONTANTE DA DÍVIDA,
SEGUNDO AS CARACTERÍSTICAS DOS AGREGADOS FAMILIARES, NA AMOSTRA DE 2000 ^(a)**

milhares	Frequência %	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo	Número de observações
Sexo do representante do agregado						
Masculino	25.1	26.350	26.412	0.005	259.375	6260
Feminino	18.5	29.982	25.159	0.125	99.760	91
Idade do representante do agregado						
até 30 anos	30.2	56.690	28.303	0.005	159.615	42
31 a 40 anos	35.6	29.994	23.609	0.005	139.663	215
41 a 50 anos	30.1	25.642	23.447	0.005	124.700	272
51 a 65 anos	13.9	18.187	27.253	0.005	259.375	188
Educação do representante do agregado						
Sem educação	7.8	19.625	27.434	0.678	122.186	23
Completo o 1º ciclo	17.6	17.975	19.344	0.005	99.760	254
Completo o 2º ciclo	33.5	27.988	22.245	0.005	93.774	148
Completo o 3º ciclo	37.0	28.057	21.297	0.005	99.111	130
Completo o secundário ou um curso superior ...	39.7	39.611	35.559	0.005	259.375	162
Situação no mercado de trabalho do representante do agregado						
Empregado por conta de outrem	28.9	27.598	25.539	0.005	259.375	525
Empregado por conta própria	18.5	31.934	30.383	0.005	139.663	96
Desempregado e outras situações	17.1	25.562	31.779	0.349	122.186	38
Estudante	25.0	37.410	-	37.410	37.410	1
Reformado	15.4	11.095	13.790	0.005	64.754	47
Dona de casa	10.9	13.904	15.396	1.856	47.675	10
Quartis do rendimento						
Primeiro quartil	10.6	12.525	15.985	0.005	60.355	64
Segundo quartil	17.2	20.850	21.905	0.005	93.774	132
Terceiro quartil	28.9	26.931	23.144	0.005	122.186	221
Quarto quartil	37.5	32.394	30.057	0.005	259.375	300
Quartis dos activos financeiros						
Primeiro quartil	22.9	22.393	21.226	0.005	122.186	165
Segundo quartil	27.3	26.250	23.657	0.005	124.700	188
Terceiro quartil	26.8	26.901	29.304	0.005	259.375	210
Quarto quartil	19.3	32.107	28.969	0.005	159.615	154
Quartis dos activos não financeiros						
Primeiro quartil	3.6	32.346	37.643	0.170	159.615	29
Segundo quartil	22.7	18.378	18.072	0.005	87.290	160
Terceiro quartil	37.1	26.755	23.671	0.005	122.186	271
Quarto quartil	32.9	31.496	30.183	0.005	259.375	257
Número de elementos do agregado						
1 elemento	15.0	43.112	37.993	1.047	159.615	32
2 elemento	18.2	23.957	24.503	0.005	99.760	120
3 elemento	25.5	29.038	27.666	0.005	259.375	207
4 elemento	29.5	25.313	23.881	0.005	124.700	254
5 elementos ou mais	22.9	24.316	24.953	0.005	122.186	104
Estado civil do representante do agregado						
Casado	25.7	26.254	25.510	0.005	259.375	637
Solteiro	13.4	51.151	35.600	4.988	159.615	20
Divorciado	11.9	21.187	21.578	0.170	74.820	23
Viúvo	23.8	26.749	30.289	0.125	139.663	37

Nota:

(a) A média, o desvio padrão, o mínimo, o máximo e o número de observações referem-se apenas às famílias que reportaram um valor positivo da dívida para habitação.

maior parte das suas aplicações financeiras se distribui por depósitos a prazo e de poupança e por unidades de participação em fundos de investimento.

Nos Quadros 4 e 5 apresentam-se os dados sobre a percentagem de famílias endividadas e valor da dívida (total e para habitação) desagregados por classes de idade, nível de educação, rendimen-

Quadro 6

DÍVIDA SOBRE RENDIMENTO E TAXA DE ESFORÇO NA AMOSTRA DE 2000^(a)

	Dívida sobre rendimento				Taxa de esforço			
	Dívida total		Dívida para habitação		Dívida total		Dívida para habitação	
	Média	Desvio padrão	Média	Desvio padrão	Média	Desvio padrão	Média	Desvio padrão
Sexo do representante do agregado								
Masculino.....	1.080	1.841	1.280	1.351	0.134	0.157	0.119	0.094
Feminino.....	1.142	1.490	1.849	1.639	0.129	0.157	0.139	0.143
Idade do representante do agregado								
até 30 anos.....	3.169	4.891	3.310	1.646	0.174	0.142	0.184	0.134
31 a 40 anos.....	1.321	1.508	1.612	1.502	0.154	0.147	0.138	0.109
41 a 50 anos.....	1.013	1.391	1.182	1.149	0.136	0.163	0.117	0.091
51 a 65 anos.....	0.614	0.981	0.865	1.105	0.107	0.157	0.093	0.087
Educação do representante do agregado								
Sem educação.....	0.851	1.394	1.326	1.848	0.117	0.120	0.105	0.088
Completo o 1º ciclo.....	0.875	1.237	1.063	1.099	0.137	0.169	0.112	0.098
Completo o 2º ciclo.....	1.679	2.956	1.817	1.645	0.159	0.188	0.142	0.089
Completo o 3º ciclo.....	1.033	1.351	1.394	1.393	0.125	0.120	0.126	0.105
Completo o secundário ou um curso superior.....	1.053	1.567	1.353	1.421	0.115	0.133	0.113	0.111
Situação no mercado de trabalho do representante do agregado								
Empregado por conta de outrem.....	1.100	1.877	1.342	1.314	0.130	0.132	0.122	0.098
Empregado por conta própria.....	1.325	1.826	1.683	1.758	0.177	0.258	0.135	0.133
Desempregado e outras situações.....	1.131	1.654	1.491	1.887	0.123	0.082	0.125	0.070
Estudante.....	1.867	-	1.855	-	0.161	-	0.148	-
Reformado.....	0.482	0.774	0.655	0.801	0.083	0.090	0.081	0.076
Dona de casa.....	0.904	1.093	1.418	1.232	0.116	0.104	0.101	0.084
Quartis do rendimento								
Primeiro quartil.....	1.268	1.785	1.701	2.110	0.207	0.299	0.149	0.137
Segundo quartil.....	1.377	2.868	1.719	1.813	0.162	0.163	0.146	0.129
Terceiro quartil.....	1.234	1.509	1.527	1.315	0.136	0.126	0.128	0.078
Quarto quartil.....	0.784	1.072	0.988	0.904	0.099	0.101	0.099	0.088
Quartis dos activos financeiros								
Primeiro quartil.....	1.446	2.779	1.600	1.674	0.147	0.145	0.124	0.103
Segundo quartil.....	1.151	1.354	1.529	1.464	0.143	0.128	0.135	0.104
Terceiro quartil.....	0.904	1.097	1.129	1.092	0.138	0.188	0.112	0.085
Quarto quartil.....	0.933	1.707	1.175	1.321	0.105	0.153	0.111	0.113
Quartis dos activos não financeiros								
Primeiro quartil.....	0.788	3.105	1.978	1.955	0.116	0.157	0.143	0.170
Segundo quartil.....	1.161	1.581	1.350	1.399	0.133	0.119	0.121	0.110
Terceiro quartil.....	1.227	1.391	1.403	1.427	0.136	0.119	0.123	0.091
Quarto quartil.....	1.053	1.420	1.230	1.287	0.139	0.203	0.116	0.096
Número de elementos do agregado								
1 elemento.....	1.917	2.563	3.169	2.456	0.144	0.164	0.178	0.173
2 elemento.....	1.198	2.924	1.346	1.421	0.146	0.207	0.124	0.122
3 elemento.....	1.159	1.459	1.422	1.208	0.142	0.138	0.132	0.095
4 elemento.....	0.987	1.284	1.190	1.286	0.128	0.129	0.114	0.092
5 elementos ou mais.....	0.786	1.089	1.060	1.161	0.118	0.179	0.098	0.074
Estado civil do representante do agregado								
Casado.....	1.061	1.776	1.269	1.287	0.135	0.159	0.119	0.097
Solteiro.....	2.220	2.733	3.764	2.425	0.168	0.190	0.230	0.205
Divorciado.....	0.823	1.124	1.460	1.326	0.106	0.144	0.110	0.073
Viúvo.....	1.012	1.494	1.416	1.511	0.116	0.096	0.118	0.086

Nota:

(a) A média e o desvio padrão referem-se apenas às famílias que reportaram um valor positivo da dívida total ou para habitação.

to, etc., que permitem fazer uma primeira tentativa de relacionar o endividamento com as características demográficas e socioeconómicas das famílias.

De acordo com esta informação, a percentagem de famílias endividadas e o endividamento variam com o nível de educação do representante da família.

lia e com o rendimento e a riqueza financeira e não financeira das famílias. Nas famílias mais ricas e naquelas cujo representante tem um nível de educação mais elevado a proporção das que têm dívidas e o nível de endividamento são relativamente maiores.

No Quadro 6 apresentam-se dois indicadores habitualmente relacionados com o risco de crédito. Para os agregados familiares que apresentam um valor da dívida positivo definiu-se: (i) o rácio entre endividamento, total e destinado à habitação, e o rendimento anual líquido do agregado familiar (ii) o rácio, habitualmente designado por “taxa de esforço”, entre os encargos mensais com a amortização da dívida e o pagamento de juros (para os casos da dívida total e da dívida para habitação) e o rendimento mensal líquido. Pode observar-se que o rácio da dívida total no rendimento é mais elevado nas famílias mais ricas e naquelas cujo representante é mais jovem. Quanto à taxa de esforço, os resultados apresentados indicam que é maior para os agregados familiares mais jovens e de menor rendimento.

4. ANÁLISE DE REGRESSÃO

Como referido na introdução, o principal objectivo deste artigo é analisar o efeito de algumas características das famílias sobre o seu endividamento e, em particular, testar a existência de diferenças entre os efeitos daquelas características em 1994 e em 2000.

O endividamento das famílias é uma variável que apresenta uma “solução de canto”, ou seja toma o valor zero com uma probabilidade não nula, e é contínua apenas para valores estritamente positivos⁽²⁾. Assim, a análise convencional de regressão linear não é a mais adequada para estimar um modelo em que o endividamento é a variável a explicar. A razão principal é que o valor esperado do endividamento seria negativo, para algumas combinações lineares das variáveis explicativas e dos parâmetros obtidos pelo método dos mínimos quadrados ordinários. Neste contexto, a metodologia habitualmente utilizada consiste na estimação de um modelo *tobit*, com a seguinte formulação geral:

$$\begin{cases} y_i^* = \beta' x_i + \varepsilon_i \\ y_i = \max(0, y_i^*) \end{cases}$$

em que y_i é a variável a explicar, x_i é o vector das variáveis explicativas, β o vector dos parâmetros e ε_i o termo de erro. A variável y_i^* é uma variável “latente” tal que $E(y_i^*) = \beta' x_i$ que pode assumir valores negativos sendo, nesse caso, y_i igual zero. A estimação do modelo é feita por maximização da função de verosimilhança.

Utilizando este modelo na análise do endividamento, tem-se que y_i é a dívida, a preços constantes, observada para a família i (sendo $y_i \geq 0$), e y_i^* é a dívida “latente”, não observada. Como variáveis explicativas foram seleccionadas algumas características das famílias que se consideraram relevantes. Para facilitar a interpretação dos resultados, as variáveis explicativas foram medidas relativamente a determinados valores de referência, tendo sido consideradas as seguintes:

- Rendimento, medido pela diferença entre o rendimento líquido mensal do agregado familiar e o rendimento médio na amostra (1230 euros), a preços constantes.
- Dimensão do agregado familiar, medida pela diferença entre a dimensão da família e a de uma família com dois elementos.
- Idade, medida pela diferença entre a idade do representante da família e a de um indivíduo com 40 anos.
- Variável interactiva, resultante da multiplicação das variáveis rendimento e idade (esta variável permite captar, em parte, possíveis não-linearidades no efeito das variáveis rendimento e idade).
- Variável binária que toma o valor 1 se o representante da família é mulher e 0 se é homem.
- Variáveis binárias relativas ao estado civil do representante (solteiro, viúvo ou divorciado) que tomam o valor 1 para um determinado estado e 0 em todos os outros.
- Variáveis binárias indicadoras do nível de educação do representante (não completou nenhum nível, completou o 1º ciclo, completou o 2º ciclo, completou o secundário ou curso superior) que, neste caso, tomam o valor 1 se o representante atingiu um determinado nível de educação e 0 se não atingiu.

(2) Ver Wooldridge (2001), “*Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*”, The MIT Press.

- Variáveis binárias referentes à condição perante o trabalho (empregado por conta própria, dona de casa, reformado e outras situações, nomeadamente desempregado) que, da mesma forma, tomam o valor 1 se o representante da família se encontra numa destas situações e 0 em todas as outras.
- Variável binária, designada por D1994, que toma o valor 1 se a observação diz respeito a 1994 e 0 no outro caso.
- Variáveis interactivas que resultam de multiplicar a variável D1994 por cada uma das outras variáveis explicativas (os coeficientes estimados associados a estas variáveis, bem como as respectivas estatísticas t , permitem testar se as diferenças entre os efeitos das variáveis relevantes, em 1994 e em 2000, são ou não significativos).

O modelo foi estimado para a dívida total e para a dívida destinada à habitação utilizando conjuntamente os dados referentes às amostras inquiridas em 1994 e em 2000. Saliente-se que, no modelo *tobit*, o valor esperado do endividamento, dado o valor das variáveis explicativas, não é uma função linear dos parâmetros estimados⁽³⁾. Esta chamada de atenção é importante, nomeadamente, no caso da interpretação da constante do modelo. Se o modelo fosse de regressão linear, o valor estimado para a constante poderia ser interpretado como o valor esperado da variável a explicar, no ano de referência (2000), para a família “padrão” (cujo representante é homem, casado, de 40 anos, com o 3º ciclo da escolaridade, empregado por conta de outrem, com um agregado familiar com dois elementos e cujo rendimento é o rendimento médio)⁽⁴⁾. No caso do modelo *tobit*, o valor esperado da dívida da família de referência é uma função não linear dos parâmetros estimados. Refira-se também que os parâmetros estimados não dão directamente os efeitos marginais das variáveis explicativas sobre a variável dependente, tal como no modelo linear. Uma variação, por exemplo, do

rendimento afecta não só a variável latente, na parte positiva da distribuição, mas afecta também a probabilidade de que a observação caia na parte positiva da distribuição. Assim, os efeitos marginais dependem, para cada situação, do valor dos parâmetros, mas também do valor das variáveis explicativas nessa situação.

No Quadro 7 são apresentados os resultados da estimação do modelo em que a variável a explicar é a dívida total. Na coluna (1) apresentam-se os coeficientes estimados, $\hat{\beta}$, e nas colunas (2) e (3), os efeitos marginais:

$$\frac{\partial E(y|x, y > 0)}{\partial x_k}$$

$$\frac{\partial P(y > 0)}{\partial x_k}$$

ou seja, respectivamente, o efeito de cada uma das variáveis explicativas sobre a dívida média dos agentes com dívida e sobre a probabilidade de esta ser positiva⁽⁵⁾. Finalmente, na coluna (4) apresentam-se as estatísticas t associadas ao teste da hipótese de nulidade dos coeficientes e dos efeitos marginais. As primeiras linhas de resultados referem-se ao efeito das variáveis em 2000. No segundo grupo, em que as variáveis explicativas aparecem multiplicadas pela variável binária temporal, D1994, os resultados devem ser interpretados como a diferença entre os efeitos em 1994 e em 2000.

De acordo com os resultados obtidos, em 2000, a probabilidade de a família de referência ter dívida é de 0.43 e o valor esperado da dívida é de 12630 euros (por sua vez, o valor esperado condicionado aos agregados que têm dívida, é de 29515 euros)⁽⁶⁾. Quanto ao efeito das características das famílias sobre o seu endividamento, os resultados sugerem que os agregados familiares com maior rendimento têm significativamente mais dívida e maior probabilidade de ter dívida. Em 2000, um acréscimo de 1000 euros relativamente ao rendimento do agregado familiar padrão implica, controlando todas as outras características do agregado consideradas, um aumento de 4494 euros no

(3) No modelo *tobit* tem-se que $E(y|x) = x\beta\Phi(X\beta/\sigma) + \sigma\phi(X\beta/\sigma)$ em que Φ e ϕ são respectivamente a função distribuição e a função densidade da normal standardizada. Veja-se por exemplo Wooldridge (2001), “*Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*”, The MIT Press.

(4) Caso em que todas as variáveis explicativas excepto a constante são nulas.

(5) Os valores das variáveis explicativas utilizados no cálculo dos efeitos marginais são os do indivíduo padrão

(6) A probabilidade de a família de referência ter dívida em 2000:

$$\Phi(-7.292 / 40.138) = 0.43$$

sendo o respectivo endividamento esperado dado por:

$$(-7.292)\Phi(-7.292 / 40.138) + 40.138\phi(-7.292 / 40.138) = 12.630$$

Quadro 7

RESULTADOS DO MODELO *TOBIT* PARA A DÍVIDA TOTAL

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Coeficiente	Efeito marginal		Estatística <i>t</i>
		no valor esperado	na probabilidade	
Constante	-7.292	-2.375	-0.071	-2.73
Rendimento	13.801	4.494	0.135	10.58
Idade	-0.932	-0.303	-0.009	-8.93
Rendimento*Idade	-0.459	-0.149	-0.004	-4.83
Representante é do sexo feminino	0.901	0.295	0.009	0.27
Representante é solteiro	-12.970	-3.836	-0.121	-2.68
Representante é viúvo	-1.401	-0.452	-0.014	-0.30
Representante é divorciado	2.674	0.889	0.026	0.60
Representante não tem educação	-22.226	-6.149	-0.197	-5.20
Representante tem o 1º ciclo	-15.222	-4.428	-0.140	-5.50
Representante tem o 2º ciclo	-5.244	-1.642	-0.051	-1.69
Representante tem o secundário ou curso superior	-1.078	-0.348	-0.011	-0.34
Representante é empregado por conta própria	-0.555	-0.180	-0.005	-0.24
Representante é dona de casa	-2.426	-0.776	-0.024	-0.40
Representante é reformado	-0.694	-0.225	-0.007	-0.21
Representante tem outra situação no mercado de trabalho	0.448	0.146	0.004	0.13
Dimensão do agregado familiar	-0.748	-0.244	-0.007	-1.09
D1994	-3.893	-1.231	-0.038	-1.03
Rendimento*D1994	-8.014	-2.610	-0.078	-4.95
Idade*D1994	0.182	0.059	0.002	1.38
Rendimento*Idade*D1994	0.277	0.090	0.003	2.23
Representante é do sexo feminino*D1994	-0.911	-0.295	-0.009	-0.20
Representante é solteiro*D1994	-4.283	-1.351	-0.041	-0.68
Representante é viúvo*D1994	1.989	0.658	0.020	0.31
Representante é divorciado*D1994	-3.296	-1.047	-0.032	-0.54
Representante não tem educação*D1994	-5.174	-1.621	-0.050	-0.96
Representante tem o 1º ciclo*D1994	-3.667	-1.162	-0.036	-1.09
Representante tem o 2º ciclo*D1994	-6.628	-2.054	-0.064	-1.65
Representante tem o secundário ou curso superior*D1994	3.412	1.140	0.034	0.87
Representante é empregado por conta própria*D1994	-2.238	-0.717	-0.022	-0.77
Representante é dona de casa*D1994	-4.474	-1.409	-0.043	-0.56
Representante é reformado*D1994	-7.741	-2.379	-0.074	-1.14
Representante tem outra situação no mercado de trabalho*D1994	-5.054	-1.585	-0.049	-1.15
Dimensão do agregado familiar*D1994	0.930	0.303	0.009	1.08
σ	40.138			
Número de observações não censuradas	2690			
Número de observações censuradas	6791			

endividamento esperado e um aumento de 13.5 pontos percentuais na probabilidade de ter dívida. Por sua vez, o efeito da idade é negativo e significativo, ou seja, quanto maior for a idade do representante da família menor será o seu endividamento esperado e a probabilidade de ter dívida. Os resultados sugerem, por exemplo, que uma família cujo representante tem 30 anos (ou seja, menos 10 anos do que na família padrão) tem, em 2000, aproximadamente mais 3030 euros de dívida e um aumento de 9 pontos percentuais na probabilidade de ter dívida. É de referir também que o

efeito estimado da variável obtida da multiplicação do rendimento pela idade é negativo e significativo, sugerindo que o efeito do rendimento sobre a dívida é mais importante nos agregados familiares em que o representante é mais jovem.

Também o endividamento esperado e a probabilidade de ter dívida das famílias cujo representante é solteiro é significativamente menor (em cerca de 3800 euros e 12 pontos percentuais, respectivamente) do que o das famílias em que o representante é casado. Por sua vez, as famílias cujo representante não completou nenhum nível de

Quadro 8

RESULTADOS DO MODELO TOBIT PARA O CRÉDITO À HABITAÇÃO

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Coeficiente	Efeito marginal		Estatística <i>t</i>
		no valor esperado	na probabilidade	
Constante	-12.484	-3.710	-0.126	-4.53
Rendimento	13.167	3.912	0.132	10.07
Idade	-0.945	-0.281	-0.010	-8.55
Rendimento*Idade	-0.603	-0.179	-0.006	-5.95
Representante é do sexo feminino	1.152	0.346	0.012	0.32
Representante é solteiro	-17.669	-4.568	-0.159	-3.38
Representante é viúvo	-4.940	-1.411	-0.048	-0.96
Representante é divorciado	-2.699	-0.785	-0.027	-0.57
Representante não tem educação	-26.698	-6.450	-0.222	-5.60
Representante tem o 1º ciclo	-16.240	-4.245	-0.148	-5.71
Representante tem o 2º ciclo	-5.674	-1.611	-0.055	-1.81
Representante tem o secundário ou curso superior	-3.198	-0.926	-0.032	-0.98
Representante é empregado por conta própria	-6.333	-1.789	-0.062	-2.56
Representante é dona de casa	-8.055	-2.244	-0.078	-1.14
Representante é reformado	-2.123	-0.620	-0.021	-0.58
Representante tem outra situação no mercado de trabalho	1.090	0.327	0.011	0.29
Dimensão do agregado familiar	-0.983	-0.292	-0.010	-1.32
D1994	1.761	0.531	0.018	0.46
Rendimento*D1994	-7.675	-2.281	-0.077	-4.79
Idade*D1994	0.277	0.082	0.003	2.02
Rendimento*Idade*D1994	0.322	0.096	0.003	2.49
Representante é do sexo feminino*D1994	0.485	0.145	0.005	0.10
Representante é solteiro*D1994	-1.044	-0.308	-0.010	-0.16
Representante é viúvo*D1994	2.103	0.636	0.021	0.31
Representante é divorciado*D1994	-0.162	-0.048	-0.002	-0.03
Representante não tem educação*D1994	-8.384	-2.330	-0.081	-1.39
Representante tem o 1º ciclo*D1994	-4.785	-1.368	-0.047	-1.39
Representante tem o 2º ciclo*D1994	-8.110	-2.259	-0.078	-2.01
Representante tem o secundário ou curso superior*D1994	3.927	1.205	0.040	1.00
Representante é empregado por conta própria*D1994	-1.700	-0.498	-0.017	-0.55
Representante é dona de casa*D1994	1.005	0.301	0.010	0.11
Representante é reformado*D1994	-13.609	-3.630	-0.126	-1.74
Representante tem outra situação no mercado de trabalho*D1994	-4.077	-1.172	-0.040	-0.90
Dimensão do agregado familiar*D1994	0.469	0.139	0.005	0.51
σ	37.517			
Número de observações não censuradas	1877			
Número de observações censuradas	7604			

educação ou completou apenas o 1º ciclo têm significativamente menos dívida (6149 e 4428 euros, respectivamente) e menor probabilidade de ter dívida (20 e 14 pontos percentuais) do que aqueles em que o representante completou o 3º ciclo.

Um dos objectivos da análise é testar a existência de diferenças entre os efeitos, em 1994 e em 2000, das características das famílias consideradas nos modelos. De acordo com os resultados obtidos, *ceteris paribus*, o efeito do rendimento sobre o endividamento esperado e sobre a probabilidade de ter dívida é significativamente mais forte em

2000 do que em 1994. Por exemplo, um acréscimo de 1000 euros no rendimento da família padrão estaria associado, em 1994, a um aumento de 1884 euros na dívida esperada, ou seja menos de metade do que o que estaria associado ao mesmo acréscimo de rendimento, em 2000. O aumento na probabilidade de ter dívida seria de 5.7 pontos percentuais, em 1994. Por sua vez, o efeito da idade é mais acentuado em 2000. Este resultado implica que, por exemplo, uma família cujo representante tem 30 anos (menos 10 do que na família padrão) esperava ter, em 1994, aproximadamente mais

2440 euros de dívida do que a família padrão, valor que compara com mais 3030 euros em 2000 (no entanto, a diferença entre os resultados nos dois anos não é significativa aos níveis habituais de significância). Quanto ao efeito da educação, os resultados sugerem que é menos acentuado em 2000, ainda que só sejam significativamente diferentes (a 10 por cento) os coeficientes associados à variável binária que assume o valor um para os indivíduos que completaram o segundo ciclo. De acordo com este resultado, controlando para todas as outras características do agregado familiar consideradas, os agregados cujo representante tem um nível de educação mais baixo do que o da família padrão tendem a ter mais dívida em 2000 do que em 1994.

Os resultados da estimação do modelo em que a variável a explicar é a dívida para habitação são apresentados no Quadro 8. Estes resultados corroboram, de uma forma geral, e nalguns casos reforçam, os que foram obtidos com o modelo para a dívida total. Pode observar-se, por exemplo, que o efeito de um acréscimo de 1000 euros no rendimento está associado a um acréscimo da dívida esperada de 3912 euros em 2000 e de 1631 euros em 1994. Em 2000, uma família cujo representante tivesse 30 anos teria, em média, mais 2807 euros de dívida para habitação do que uma família em que o representante tivesse 40 anos. Em 1994, essa família teria apenas mais 1982 euros de dívida do que a família padrão, sendo significativa a diferença entre os dois anos. Os resultados sugerem também que o efeito do rendimento sobre a dívida é mais importante no caso dos agregados em que o representante é mais jovem.

De acordo com os resultados obtidos, também os níveis de educação mais baixos estão associados a níveis da dívida para habitação significativamente mais baixos, quer em 1994, quer em 2000. Os resultados sugerem que o efeito da educação seria mais acentuado em 1994 do que em 2000. Por exemplo, numa família cujo representante tivesse apenas o segundo ciclo de escolaridade, o valor esperado da dívida para habitação seria, em 2000, cerca de 1611 euros menor do que na família padrão (aquela em que o representante completou o terceiro ciclo). Em 1994, a redução da dívida associada ao facto de este ter um menor nível de educação seria de 3870 euros.

5. CONCLUSÕES

Neste artigo, analisou-se o efeito de algumas características demográficas e socioeconómicas das famílias sobre a probabilidade de terem dívidas e sobre o seu nível de endividamento. Utilizando os dados, a nível microeconómico, respeitantes a duas realizações do IPEF, em 1994 e em 2000, estimaram-se modelos para a dívida total e crédito à habitação das famílias, incluindo como variáveis explicativas algumas daquelas características. Juntando na estimação os dados das amostras de 1994 e 2000, foi possível testar as diferenças entre os efeitos daquelas variáveis sobre o endividamento das famílias nos dois anos.

De acordo com os resultados da estimação, os agregados familiares com maior rendimento e cujo representante tem menor idade e maior nível de educação têm, significativamente, um maior endividamento esperado e uma maior probabilidade de ter dívida. Os resultados sugerem também que o efeito do rendimento sobre a dívida é mais importante para os agregados mais jovens. Obteve-se também evidência de que alguns destes efeitos se alteraram entre 1994 e 2000. Em particular, o efeito do rendimento sobre o endividamento esperado e sobre a probabilidade de ter dívida é significativamente mais acentuado em 2000 do que em 1994. Por sua vez, o efeito da educação é menos importante em 2000. Isto significa que, controlando todas as outras características do agregado consideradas, a um mesmo acréscimo de rendimento está associado um maior acréscimo de dívida em 2000 do que em 1994 e a um mesmo aumento do nível de educação está associado um menor acréscimo de dívida em 2000. Os resultados obtidos com o modelo em que a variável a explicar é a dívida total são confirmados, de uma forma geral, e nalguns casos reforçados, pelos resultados do modelo da dívida para habitação. Em particular, os resultados sugerem mais claramente, neste caso, que o aumento da probabilidade de ter dívida e o acréscimo de dívida associado à maior juventude do representante do agregado familiar se acentuou em 2000. Este resultado parece ser consistente com a ideia de que o crédito concedido aos mais jovens, sobretudo crédito para aquisição de habitação, terá crescido significativamente durante a segunda metade da década de 90.

A EXPERIÊNCIA DO ESCUDO NO MTC E A EFICÁCIA DA GESTÃO CAMBIAL*

Bernardino Adão**

Joaquim Pina**

1. INTRODUÇÃO

A avaliação empírica da eficácia da gestão cambial tem sido considerada na literatura, em particular tem-se averiguado se os bancos centrais mantiveram estável a taxa de câmbio, utilizando, sobretudo, os dois instrumentos: intervenções no mercado cambial e a taxa de juro *overnight* no mercado monetário. As dificuldades associadas a esta avaliação encontradas na literatura devem-se à ausência de um modelo teórico no qual se possa definir um critério de optimalidade para a acção do banco central, permitindo distinguir acções autónomas de respostas às condições do mercado.

No presente trabalho, estuda-se o caso da gestão cambial portuguesa durante o período do Mecanismo de Taxas de Câmbio (MTC), Abril 1992-Dezembro 1998. A abordagem seguida é complementar ao trabalho econométrico existente, permitindo uma análise mais detalhada do grau de pressão cambial e dos instrumentos de política cambial usados. Em particular, são discutidos os comportamentos da taxa de câmbio do Escudo Português (PTE) (face ao Marco Alemão (DEM)), das intervenções no mercado cambial e da taxa de juro *overnight* no mercado monetário. A análise de eficácia da gestão cambial é feita definindo como episódio de ataque especulativo defendido com sucesso, do ponto de vista do banco central, a situa-

ção em que há vendas significativas de reservas, ou aumento significativo da taxa de juro *overnight*, ou ambas, e não ocorre depreciação significativa do PTE.

Os resultados sugerem que a maior parte das vezes, mesmo durante a crise do MTC, a política do Banco de Portugal teve sucesso. Durante o período de Abril de 1992 até Dezembro de 1998 o banco central foi significativamente activo apenas uma pequena percentagem de dias, a maioria com sucesso. A percentagem de dias em que o Banco de Portugal foi pouco activo e, no entanto, a taxa de câmbio não depreciou foi superior a 98 por cento. A maioria dos dias em que o Banco de Portugal decidiu ser pouco activo e a taxa de câmbio depreciou significativamente foram localizados na proximidade de quatro episódios, os três realinhamentos do PTE e o alargamento das bandas do MTC em Agosto de 1993. Em todos estes episódios as autoridades Portuguesas não tomaram a iniciativa de pedir o realinhamento ou o alargamento das bandas.

O resto do artigo está organizado da seguinte forma: a secção 2 descreve o contexto histórico, a experiência do PTE é apresentada na secção 3, a secção 4 discute a eficácia da gestão cambial do Banco de Portugal, e a secção 5 conclui; em anexo discutem-se sumariamente os mecanismos do ataque especulativo.

2. ALGUNS FACTOS HISTÓRICOS DO SME

O Sistema Monetário Europeu (SME) foi criado em 1979, e consistia num acordo entre os nove países membros da Comunidade Europeia com o objectivo de limitar a flutuação das taxas de câmbio.

* As opiniões expressas no artigo não coincidem necessariamente com a posição do Banco de Portugal.

** Agradecemos as sugestões de Maximiano Pinheiro, Ana Cristina Leal, José Ferreira Machado, Carlos Robalo Marques e Delfim Neto. Estamos especialmente gratos pelos comentários detalhados e correcções de Marta Abreu a uma versão anterior. Também queremos agradecer as conversas esclarecedoras com Ana Paula Marques e António Gonçalves do Departamento de Mercados e Gestão de Reservas.

Quadro 1

**VARIAÇÕES EM PORCENTAGEM NAS PARIDADES CENTRAIS DESDE 1979 ATÉ 1998
PARA AS MOEDAS PARTICIPANTES NO MTC**

	DEM	FRF	NGL	BEF	PTE	ESP	IEP	DKK	ITL	GBP
24 Set. 79	2				—	—		-2.9		—
30 Nov. 79					—	—		-4.8		—
23 Mar. 81					—	—			-6	—
05 Out. 81.....	5.5	-3	5.5		—	—			-3	—
22 Fev. 82.....				-8.5	—	—		-3		—
14 Jun. 82.....	4.25	-5.75	4.25		—	—			-2.75	—
21 Mar. 83.....	5.5	-2.5	3.5	1.5	—	—	-3.5	2.5	-2.5	—
22 Jul. 85.....	2	2	2	2	—	—	2	2	-6	—
07 Abr. 86.....	3	-3	3	1	—	—		1		—
04 Ago. 86.....					—	—	-8			—
12 Jan. 87.....	3		3	2	—	—				—
08 Jan. 90.....					—				-3.7	—
14 Set. 92.....	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	-3.5	3.5
17 Set. 92.....						-5			—	—
23 Nov. 92.....					-6	-6			—	—
01 Fev. 93.....							-10		—	—
13 Mai 93.....					-6.5	-8			—	—
06 Mar. 95.....					-3.5	-7			—	—
16 Mar. 98.....							3			—

Fontes: Gros e Thygesen (1992) e Banco de Portugal *Relatório Anual* (várias edições).

Nota: “—” significa fora do MTC.

bio das seguintes moedas: DEM, Franco Francês (FRF), Florim Holandês (NLG), Franco Belga (BEF), Coroa Dinamarquesa (DKK), Libra Irlandesa (IEP) e Lira Italiana (ITL). O mecanismo que ligava as diferentes moedas foi denominado MTC. O valor da moeda do Luxemburgo, Franco Luxemburguês (LUF), coincide com o valor da moeda da Bélgica, BEF, uma vez que estes países já constituíam uma união monetária. A Libra Inglesa (GBP) no início não participou no MTC. Todas as moedas do MTC deviam flutuar dentro de uma banda simétrica de 2.25 por cento em torno de uma paridade central, excepto a ITL, cuja banda de flutuação era de 6 por cento (passando para 2.25 por cento em Janeiro de 1990). Até meados de 1992 juntaram-se mais três moedas ao MTC: a Peseta Espanhola (ESP) em Junho de 1989, a GBP em Outubro de 1990, e o PTE em Abril 1992, todas adoptando uma banda de flutuação de 6 por cento. Em Setembro de 1992, a ITL e a GBP deixaram o MTC (a ITL voltaria em Novembro de 1996). Duas moedas de dois novos membros da União Europeia, a Xelim Austríaco (ATS) e a Markka Finlandesa (FIM) juntaram-se ao MTC em Janeiro de 1996 e em Outubro de 1996, respectivamente. A úl-

tima moeda a entrar no MTC foi a Drachma Grega (GRD) em Março de 1998.

A responsabilidade de manter cada taxa de câmbio bilateral dentro da banda de flutuação era formalmente partilhada pelos países envolvidos. As intervenções no mercado cambial eram obrigatórias para os países cujas moedas atingissem os limites da banda. Na prática, isto significava que o país com a moeda forte teria de vender a sua moeda enquanto o país com a moeda fraca teria de comprar a própria moeda. As intervenções podiam ser feitas contra qualquer moeda: por exemplo, o banco central da moeda forte poderia vender a sua moeda contra Dólar Americano (USD), DEM (se esse banco central não fosse o Bundesbank), etc. Existiam ainda acordos de concessão de crédito ao banco central cuja moeda era mais fraca, nomeadamente, uma possibilidade de crédito ili-

- (1) Eichengreen and Ghironi (1996) referem que o Bundesbank opôs-se ao MTC e “Otmar Emminger, the finance minister, conceded it the right to opt out of its intervention obligation if the Government was unable to secure an agreement with its European partners on the need to realign”.
- (2) Outra possibilidade seria pedir um realinhamento da paridade central.

mitado por 45 dias, sob a forma de uma facilidade de financiamento automático, para intervenções marginais⁽¹⁾. Um banco central cuja moeda estivesse sob pressão e na proximidade de qualquer dos limites da banda não poderia parar de intervir⁽²⁾. Os restantes países podiam ajudar intervindo também no mercado cambial. Em circunstâncias especiais, i.e. se as taxas de câmbio estivessem em desequilíbrio, as paridades centrais podiam ser revistas com a concordância de todos os envolvidos. O programa do Mercado Comum, o qual requeria a abolição do controlo de capitais, foi implementado desde meados dos anos 1980. Portanto, durante um certo período em alguns países do MTC existiu controlo de capitais, que terá facilitado a manutenção da taxa de câmbio dentro da banda de flutuação. A partir de 1990 os movimentos de capital, incluindo os de curto prazo e os instrumentos monetários, foram liberalizados⁽³⁾.

Na vigência do MTC houve alterações das paridades centrais ocasionalmente (ver Quadro 1), mais frequentes no período entre 1979 e 1987 (em 11 ocasiões), e o alargamento das bandas de flutuação no dia 2 de Agosto de 1993. O último realinhamento de paridades, em 1987, conduziu a revisões no SME que foram estabelecidas no acordo Basle-Nyborg de 12 de Setembro de 1987. Este acordo ampliou o prazo da linha de crédito ilimitado (das moedas mais fracas junto das moedas mais fortes do MTC) para 75 dias, e, pela primeira vez, permitiu o recurso ao crédito antes da moeda sob pressão atingir os limites da sua banda de flutuação. Para o período desde 1987 até meados de 1992, não houve realinhamento de paridades centrais, com excepção da ITL. A banda de 2.25 por cento foi mantida para os países que a tinham adoptado inicialmente, e a banda de 6 por cento inicial para a Itália foi reduzida para 2.25 por cento em 8 de Janeiro de 1990.

As pressões cambiais sobre as moedas europeias foram mais fortes nos anos 90 que nos períodos anteriores, sendo considerado na literatura o período Setembro 1992 — Julho 1993 como de crise cambial do MTC. A ITL e a GBP suspenderam a

participação no MTC, a IEP registou um realinhamento, o PTE dois, e a ESP três. Finalmente, em 2 de Agosto de 1993 foi decidido o alargamento das bandas do MTC para [-15,+15] por cento⁽⁴⁾.

Depois de Agosto de 1993 o MTC experimentou um período de estabilidade, possivelmente favorecido pela amplitude da nova banda de flutuação, uma vez que países com inflação baixa tendem a registar flutuações inferiores a 30 por cento. A maioria dos países participantes no MTC observou flutuações da sua taxa de câmbio dentro da banda de flutuação anterior durante algum tempo, convergindo sem pressão cambial para a taxa de conversão estabelecida para a União Monetária Europeia⁽⁵⁾.

3. O PTE NO MTC

De Agosto de 1977 a Setembro de 1990 a gestão cambial do PTE foi realizada no contexto de um regime de *crawling peg*. A partir de meados dos anos 1980, a desvalorização programada do PTE foi sucessivamente reduzida. Em Outubro de 1990 o regime cambial foi modificado, passando o PTE a flutuar em torno de uma tendência relacionada com um índice que incluía as principais moedas do MTC, com particular ênfase nalgumas moedas. Esta alteração teve dois objectivos, o de reduzir o grau de previsibilidade da taxa de câmbio do PTE no curto prazo e o de preparar o país para a participação futura no MTC. Por esta última razão, este regime ficou conhecido como *shadowing*⁽⁶⁾. Em Abril de 1992 o PTE entrou no MTC adoptando a banda de flutuação de 6 por cento.

O Banco de Portugal esteve activamente no mercado cambial, tanto como vendedor como comprador de PTE. Podem considerar-se dois tipos de intervenção: intervenções em sentido estrito (nos mercados *spot* e *forward*⁽⁷⁾) e as chamadas “operações de reciclagem”. As “operações de reciclagem” consistiam em vendas de moeda estrangeira que tinha sido comprada ao Tesouro e que tinham origem nas transferências da Comunidade

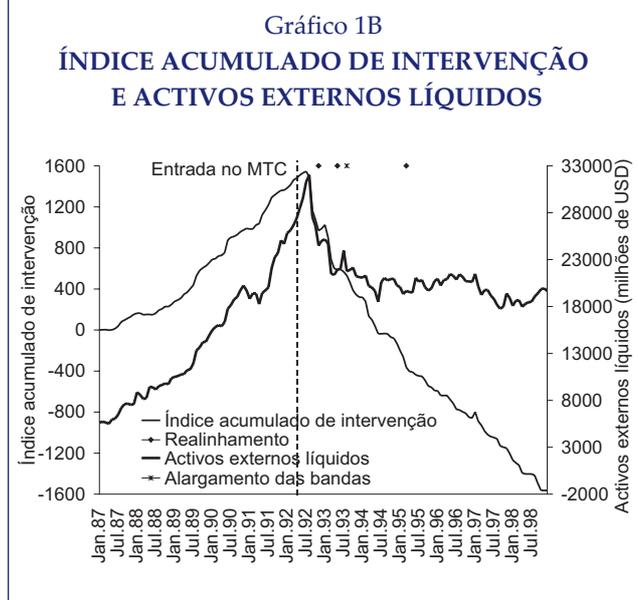
(3) Foram concedidos adiamentos à Irlanda, Espanha, Portugal e a Grécia.

(4) A decisão de alargamento das bandas do MTC foi complementada por um acordo bilateral entre as autoridades dos Países Baixos e da Alemanha no sentido de manter a banda anterior.

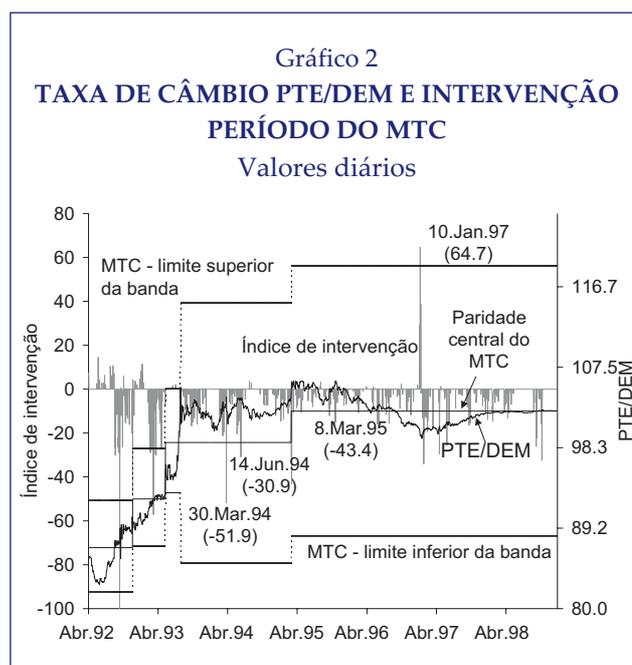
(5) Foram excepções a ESP e o PTE, que realinharam em Março de 1995.

(6) Para uma análise do período anterior à entrada no MTC ver *Relatório Anual* do Banco de Portugal (várias edições).

(7) As intervenções *forward*, de montante relativamente pequeno e concentradas sobretudo em 1998, foram convertidas em intervenções *spot* de acordo com a fórmula descrita no Anexo.



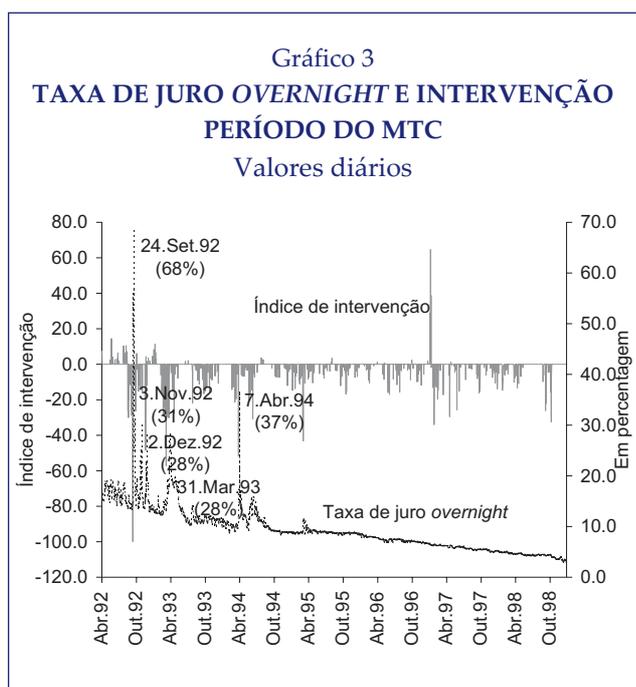
ou na emissão de dívida pública denominada em moeda estrangeira. Desta forma, o Banco de Portugal podia gerir a venda de grandes montantes de moeda estrangeira evitando perturbações na gestão cambial corrente. Foi construído um índice para as intervenções, que inclui as operações de reciclagem, bem como o seu acumulado. Um valor negativo do índice significa uma compra de PTE, enquanto um valor positivo significa uma venda de PTE. O índice de intervenções é o rácio entre a intervenção de cada dia e a maior intervenção diária tomada em valor absoluto, para o período de participação no MTC, multiplicado por 100. Neste artigo, concentramos a análise no índice de intervenções que inclui todo o tipo de intervenções no



mercado cambial. O Gráfico 1A mostra o índice acumulado.

Entre os finais dos anos 1980 e Agosto de 1992, o Banco de Portugal esteve no mercado cambial sobretudo como vendedor de PTE. O Gráfico 1A mostra o índice acumulado, que atingiu o seu máximo em meados de Agosto. No Gráfico 1B observa-se que o comportamento descendente do índice acumulado não foi acompanhado por uma redução equivalente nas reservas externas líquidas, as quais se mantêm relativamente estáveis a partir de 1993. Este comportamento reflecte o facto de as intervenções no mercado cambial neste período serem em larga parte “operações de reciclagem”.

A crise de 1992-1993 do MTC afectou o PTE, que esteve sob pressão continuada desde 20 de Agosto de 1992 até 23 de Novembro de 1992, tendo o índice acumulado registado uma quebra de 1583 em Agosto para 987 em Novembro. Em Setembro de 1992, quando a ESP foi desvalorizada em 5 por cento e a ITL e a GBP saíram do MTC, o PTE esteve sob pressão especulativa (ver Gráfico 2). O Banco de Portugal interveio comprando elevados montantes de PTE (o índice de intervenções registou o seu valor mais baixo no dia 16, o dia anterior à desvalorização da ESP), a taxa de juro *overnight* subiu para 68 por cento (ver Gráfico 3) e a taxa de juro *tomorrow/next* do euro-escudo registou um valor superior a 1000 por cento. Esta acção teve um efeito momentâneo na taxa de câmbio do PTE, uma vez que alguns dias depois o PTE apre-



ciou em cerca de 4 por cento. Embora a taxa de câmbio do PTE se tenha mantido relativamente estável, as intervenções no mercado significaram uma redução das reservas externas até 23 de Novembro, quando as taxas centrais do PTE e da ESP foram desvalorizadas em 6 por cento. Neste dia, a taxa de juro *tomorrow/next* excedeu 250 por cento e o Banco de Portugal vendeu um montante avultado de reservas externas, com o índice de intervenções a registar o seu terceiro valor mais baixo.

Os três meses subsequentes foram calmos, sem intervenções significativas e com estabilidade da taxa de câmbio. Contudo, em meados de Fevereiro de 1993 e até 23 de Abril de 1993, o PTE esteve de novo sob pressão, e o Banco de Portugal realizou compras significativas de escudos, tendo o índice acumulado descido de 1024 para 604. A taxa de juro *overnight* foi mantida elevada durante cerca de três meses, verificando em Março uma subida de 11 pontos percentuais da sua média semanal, o que se repercutiu nas taxas de juro de maior maturidade. Em 13 de Maio de 1993, o PTE realinhou em 6.5 por cento, enquanto a ESP realinhou em 8 por cento. O PTE depreciou 3 por cento no dia seguinte. Nas três semanas que precederam o realinhamento o PTE não esteve sob pressão particularmente acentuada. De facto, de 23 de Abril de 1993 a 13 de Maio de 1993 não houve fortes intervenções, ou subidas acentuadas da taxa de juro *overnight*, e a taxa de câmbio do PTE permaneceu relativamente estável. Contudo, no contexto do pe-

dido de realinhamento da ESP, as autoridades Portuguesas decidiram realinhar.

A partir do realinhamento de Maio de 1993 e até 30 de Julho de 1993, as intervenções não foram significativas e a taxa de juro *overnight* situava-se a um nível relativamente baixo. Durante o mês de Julho de 1993 a maioria das moedas do MTC estiveram sob pressão. A taxa de câmbio do PTE depreciou consideravelmente durante este mês, cerca de 8 por cento, tendo depreciado 6.3 por cento no período de 19 de Julho de 1993 a 1 de Agosto de 1993. No dia 2 de Agosto de 1993 as bandas de flutuação do MTC foram alargadas e o PTE depreciou 2.3 por cento em apenas um dia⁽⁸⁾. Esta variação foi temporária, pois dois dias mais tarde o PTE apreciou 4.2 por cento.

Até Julho de 1994, com excepção para dois períodos, da segunda metade de Dezembro de 1993 até à primeira semana de Março de 1994 e durante Abril e as primeiras três semanas de Maio de 1994, o Banco de Portugal continuou a comprar PTE. O índice acumulado era -37 em Julho de 1994. A taxa de juro teve duas subidas acentuadas, em Abril de 1994 e em Junho de 1994, sendo mais pronunciada a de 7 de Abril quando a taxa de juro *overnight* atingiu 36.5 por cento e o PTE apreciou em 3 por cento.

Entre Julho de 1994 e Março de 1995, quando a taxa central do PTE foi realinhada pela terceira e última vez, não se registaram desenvolvimentos significativos no mercado cambial. Tal como nos realinhamentos anteriores, o PTE não se encontrava sob forte pressão antes do realinhamento. Desta vez esse facto era ainda mais claro, uma vez que não se registaram alterações significativas na taxa de juro, não houve intervenções significativas, e a taxa de câmbio do PTE manteve-se estável, com uma depreciação de 0.6 por cento. No dia 6 de Março de 1995 a paridade central do escudo foi reajustada em 3.5 por cento e a paridade central da ESP foi desvalorizada em 7 por cento. Nesse mesmo dia e nos dois dias seguintes, o Banco de Portugal esteve no mercado como vendedor de moeda estrangeira e o índice de intervenções atingiu valores muito baixos, -31 e -43, respectivamente.

(8) O Banco de Portugal não utilizou em grande parte a nova e larga banda de flutuação, uma vez que o PTE não flutuou além da sua banda anterior que era mais estreita.

Gráfico 4A
TAXA DE CÂMBIO PTE/DEM E INTERVENÇÃO
AGO. 92-DEZ. 92
Valores diários

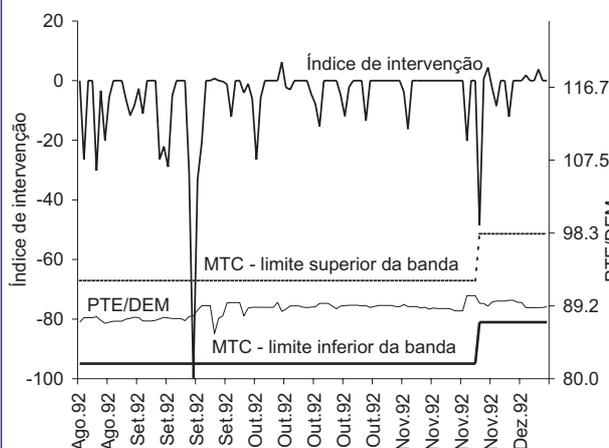


Gráfico 4B
TAXA DE JURO OVERNIGHT E INTERVENÇÃO
AGO. 92-DEZ. 92
Valores diários

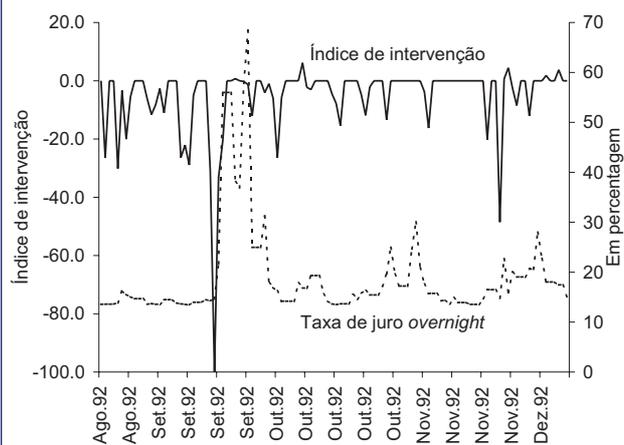


Gráfico 5A
TAXA DE CÂMBIO PTE/DEM E INTERVENÇÃO
FEV. 93-AGO. 93
Valores diários

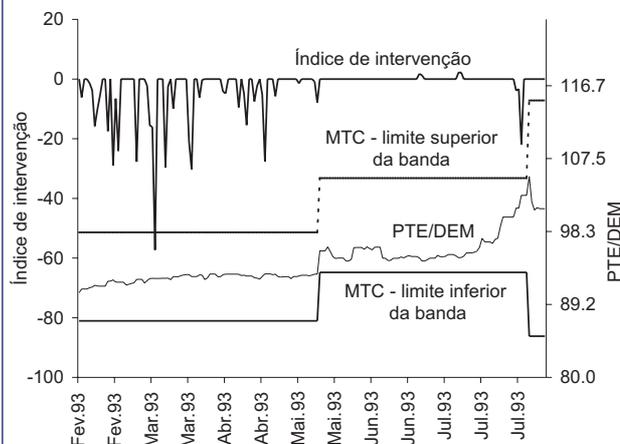
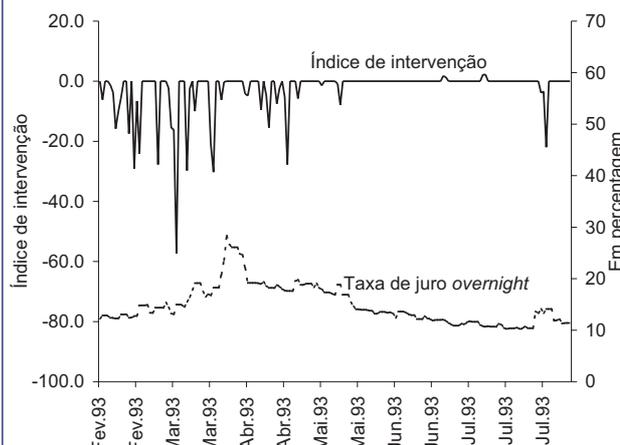


Gráfico 5B
TAXA DE JURO OVERNIGHT E INTERVENÇÃO
FEV. 93-AGO. 93
Valores diários



De Março de 1995 até à segunda semana de Janeiro de 1997 as intervenções foram de montantes menores. Desde Março de 1995 o PTE apreciou significativamente, chegando o Banco de Portugal a fazer uma compra avultada de moeda estrangeira para evitar uma apreciação excessiva da moeda. Durante a segunda semana de Janeiro o índice de intervenções atingiu em três dias consecutivos os valores 29, 65 e 39. Até ao final de 1998 registaram-se apenas mais algumas vendas de moeda estrangeira por parte do Banco de Portugal. A última intervenção foi na terceira semana de Outubro de 1998 e nessa data o índice acumulado situava-se em -1564.

Tal como vimos, os vários episódios de pressão cambial foram resolvidos de maneira diferente. Em alguns desses episódios o Banco de Portugal decidiu defender fortemente a moeda, enquanto noutros seguiu outros bancos centrais, não defendendo mas optando por realinhar a paridade central, ou alargar a banda de flutuação. O primeiro período de tensão (ver Gráficos 4A e 4B), em torno de Setembro de 1992, foi resolvido com intervenções avultadas e subida acentuada da taxa de juro, sem recorrer ao realinhamento da paridade, enquanto a ESP realinhava e a GBP e a ITL saíam do MTC. A tensão seguinte, em Novembro de 1992, (ver Gráfico 4A e 4B), foi resolvida com interven-

Gráfico 6A
TAXA DE JURO PTE/DEM E INTERVENÇÃO
OUT. 94-ABR. 95
Valores diários

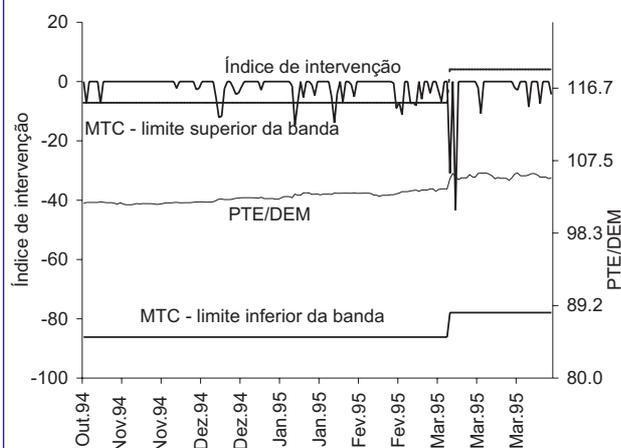
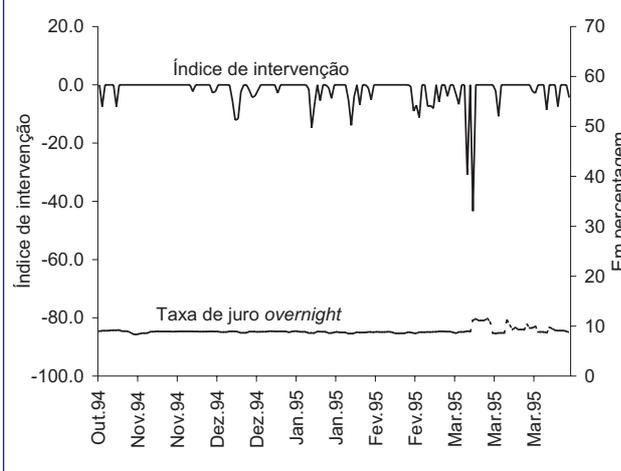


Gráfico 6B
TAXA DE JURO OVERNIGHT E INTERVENÇÃO
OUT. 94-ABR. 95
Valores diários



ções e realinhamento da paridade central. Neste segundo momento de pressão, as autoridades Portuguesas decidiram seguir o realinhamento da ESP. Uma vez que as moedas de alguns dos parceiros comerciais de Portugal depreciaram, o realinhamento pode ser visto como uma medida para evitar perdas de competitividade. No terceiro período de pressão cambial sobre o PTE (ver Gráfico 5A e 5B), Fevereiro-Abril de 1993, a defesa foi feita com intervenções e taxa de juro — que se manteve elevada por um período relativamente longo. Esta defesa teve sucesso dado que a taxa de câmbio se manteve perto da paridade central. O realinhamento de Maio de 1993 não foi imediatamente pre-

cedido por pressão sobre o PTE, aparece como resposta ao realinhamento da ESP. Em Julho-Agosto de 1993 a tensão sobre o PTE foi parcialmente resolvida com o alargamento das bandas de flutuação do MTC. Em Julho as autoridades Portuguesas decidiram seguir a maioria do países do MTC no alargamento da banda de flutuação. No período antes do último realinhamento do PTE, em Março de 1995 (ver Gráficos 6A e 6B), uma vez mais sincronizado com o da ESP, foi um período estável sem uma intensa actividade na gestão cambial.

4. A EFICÁCIA DA GESTÃO CAMBIAL

Em modelos monetários simples somente as operações não esterilizadas afectam a taxa de câmbio, na medida em que fazem variar a oferta relativa de moeda doméstica e estrangeira. É necessário um modelo monetário complexo para que as intervenções esterilizadas tenham efeitos. Nomeadamente, o modelo tem de conter um canal que permita efeitos de carteira e/ou de sinalização. Contudo, na condução da política cambial os bancos centrais também usam intervenções esterilizadas, e a maior parte da literatura empírica considera intervenções esterilizadas.

Na literatura empírica a avaliação da eficácia dos instrumentos da política cambial considerados está relacionada com os seus efeitos de curto prazo na taxa de câmbio⁽⁹⁾. Não há na literatura nenhuma definição consensual de eficácia. Fatum (2000) toma, essencialmente, dois critérios, o de Frankel (1994) e o de Humpage (1996). O primeiro considera que o banco central é eficaz se a moeda nacional aprecia quando este vende moeda estrangeira contra a moeda nacional. O último define uma intervenção com sucesso como sendo uma em que a compra de moeda nacional está associada com uma depreciação menor relativamente à situação antes da intervenção. Dominguez (2002) também segue o critério do Frankel (1994). Em Braga de Macedo *et al* (2002) e em Brandner *et al* (2001) a venda de moeda estrangeira tem eficácia se a moeda nacional aprecia e/ou a volatilidade da taxa de câmbio diminui. Stix (2002) define que uma intervenção tem sucesso se for capaz de diminuir a probabilidade de acontecer um estado de alta vo-

(9) A maioria dos estudos considera apenas um tipo de instrumentos de política, ou intervenções ou taxas de juro.

latilidade da taxa de câmbio. Kraay (2003) identifica um ataque especulativo falhado como um acontecimento com grandes perdas de reservas e grandes aumentos na taxa de juro *overnight* que não é seguido por uma grande depreciação.

A evidência sobre a eficácia dos instrumentos de política cambial não é uniforme. Diferenças nos resultados entre os vários estudos acerca da eficácia depende, entre outras coisas, da definição de eficácia usada. Fatum (2000) examina a taxa de câmbio do DEM/USD e obtém que intervenções no curto prazo afectam a probabilidade de sucesso, especialmente se coordenadas e infrequentes. Dominguez (2002) elabora um *case study* para o JPY, o USD e o DEM e obtém que as intervenções têm na maior parte dos casos sucesso. Braga de Macedo *et al* (2002) estudam o PTE, obtendo resultados contraditórios. Eles consideram o horizonte temporal entre Setembro de 1989 e Dezembro de 1998, que dividem em 3 períodos, e cada período em dois subperíodos de acordo com a volatilidade da taxa de câmbio. Em determinados subperíodos as intervenções têm eficácia enquanto noutros não têm. Brandner *et al* (2001) estudam várias moedas do MTC incluindo o PTE e não encontram evidência de que as intervenções no mercado cambial tenham efeitos quer na taxa de câmbio quer na volatilidade desta. Stix (2002) estuda os casos da França e Espanha, e verifica que as intervenções parecem aumentar tanto a probabilidade dum realinhamento como a probabilidade de um ataque. Kraay (2003) considera uma grande amostra que inclui vários países desenvolvidos e em vias de desenvolvimento e não obtém evidência que taxas de juro elevadas ajudem a defender a moeda. Finalmente, Neely (2001) estuda os resultados dum questionário dirigido a várias autoridades monetárias. Nesse questionário os vários bancos centrais são interrogados acerca dos efeitos das suas intervenções sobre a taxa de câmbio⁽¹⁰⁾. Os inquiridos responderam que as intervenções têm efeitos sobre as taxas de câmbio. A maioria respondeu que os efeitos se dão no curto prazo. Cerca de 60 por cento respondeu que os efeitos sobre a taxa de câmbio demoram menos dum dia, e 28 por cento respondeu que demora apenas alguns dias.

Existem dificuldades importantes na interpretação do trabalho empírico sobre a eficácia dos instrumentos de política cambial. Os dados analisados são já o resultado do comportamento dos vá-

rios agentes do mercado incluindo o banco central, e é impossível conhecer qual seria a taxa de câmbio se o banco central não tivesse intervindo. Se o objectivo do banco central for suavizar a trajetória da taxa de câmbio e se o conseguir atingir, os coeficientes das intervenções e da taxa de juro na regressão da variação da taxa de câmbio serão enviesados para zero. Neste tipo de análise há um problema de endogeneidade, porque as intervenções, a taxa de juro e a taxa de câmbio são determinadas conjuntamente. Por isso, a análise do mercado cambial requer a especificação dum modelo estrutural para separar os efeitos de política dos efeitos de variações na procura líquida por parte dos agentes privados. Mas esta alternativa, um modelo empírico estrutural com várias equações, é difícil de formalizar. Antes que tal possa ser atingido são necessários mais progressos na compreensão dos determinantes da oferta e da procura por moeda, especialmente durante períodos de grande volatilidade da taxa de câmbio.

As dificuldades referidas em obter uma definição razoável de eficácia devem ser tidas em conta no julgamento do critério por nós adoptado. Será assumido que o objectivo do banco central será o de manter uma trajetória da taxa de câmbio suave, em particular defender a sua moeda de grandes flutuações. Uma política cambial de sucesso é definida como sendo uma para a qual tal objectivo é atingido. Nós definimos o banco central como sendo activo quando as intervenções feitas com o intuito de defender o PTE são grandes (i.e. grandes compras de PTE), ou a taxa de juro aumenta substancialmente. O banco central pode ter sucesso sendo passivo ou sendo activo.

A taxonomia específica à nossa análise é a seguinte. Consideramos o horizonte temporal entre 6 de Abril de 1992 (a data de entrada do PTE no MTC) e 31 de Dezembro de 1998 (o dia anterior à data da adopção do euro). Cada dia t de *trading* neste período é considerado um evento. Caracterizamos episódios em que tenha havido conjuntamente ou não: (E1) uma forte depreciação acumulada do PTE contra o DEM entre o princípio do dia t e o final do dia $t+k$, maior que a média mais x desvios padrão; (E2) aumentos acumulados na taxa de juro *overnight* entre o princípio do dia t e o

(10) Este conjunto de países inclui todos os países dos G7, excepto o RU.

final do dia $t+k$, maior que a média mais y desvios padrão; e (E3) compras acumuladas de PTE, entre o princípio do dia t e o final do dia $t+k$, maior que a média mais z desvios padrão⁽¹¹⁾. O número de eventos é igual ao número de dias de *trading* no nosso horizonte temporal (i.e., 1686) menos k .

Não usámos a serie da taxa de juro em níveis por ser não-estacionária no período amostral. Em vez disso usámos as variações na taxa de juro, a qual é uma variável estacionária. Tal tem uma limitação na medida que implica que muitos dias consecutivos com taxas de juro elevadas sejam considerados como eventos em que o banco central não foi activo com esse instrumento.

Dada esta taxonomia, nós consideramos uma situação em que (E2), (E3), ou ambos, são verificados como um acontecimento no qual o banco central foi activo. Caso contrário o banco central foi passivo. Um evento com sucesso é um para o qual (E1) não é verificado⁽¹²⁾. As probabilidades condicionadas podem ser definidas do modo usual. Calculamos a distribuição de sucesso dada a postura do banco central. O Quadro 2 apresenta as probabilidades incondicionais e condicionadas para $k = 1$ e para $x = y = z$ e $x = 2.5, 3, 3.5$. Os nossos resultados são robustos a variações na definição dos episódios, i.e. as conclusões não se alteram de modo significativo quando se consideram casos aonde $x \neq y \neq z$ ou $k \neq 1$. A hipótese para k está de acordo com os resultados referidos por Neely (2001), de que cerca de 90 por cento das respostas dos bancos centrais foram de que o efeito total das intervenções se dá após poucos dias.

O Quadro 2 mostra que a fracção de dias nos quais o Banco de Portugal foi activo está entre 2.1 por cento e 4.4 por cento (como seria de esperar o número de dias de actividade aumenta quando as bandas seleccionadas diminuem). O sucesso do banco central quando este teve uma posição activa foi grande, variando entre 90.5 por cento e 91.4 por cento dos eventos, o número de sucessos diminuiu quando a banda de flutuação para a taxa de câmbio diminuiu). As intervenções sozinhas foram usadas cerca de 80 por cento das vezes, sendo portanto o instrumento mais usado, e tendo sucesso mais

Quadro 2

DISTRIBUIÇÕES EMPÍRICAS INCONDICIONAIS E CONDICIONAIS

Número de eventos = 1685

Percentagem			
Caso 1			
$x = y = z$ e $x = 2.5$			
	Distribuição incondicional	Com sucesso	Sem sucesso
Activo	4.4	90.5	9.5
Passivo	95.6	98.2	1.8
Caso 2			
$x = y = z$ e $x = 3.0$			
	Distribuição incondicional	Com sucesso	Sem sucesso
Activo	3.3	90.9	9.1
Passivo	96.7	98.6	1.4
Caso 3			
$x = y = z$ e $x = 3.5$			
	Distribuição incondicional	Com sucesso	Sem sucesso
Activo	2.1	91.4	8.6
Passivo	97.9	98.8	1.2

de 70 por cento das vezes (veja-se o Gráfico 7). O instrumento taxa de juro, combinado ou não com as intervenções foi menos frequentemente usado; menos de 20 por cento das vezes em que o banco central esteve activo.

Este resultado deve ser visto no contexto da limitação anteriormente referida. Durante o período de 17 de Março de 1993 a 16 de Maio de 1993 esta limitação afigura-se particularmente forte. Neste período a taxa de juro manteve-se sempre acima de 16.4 por cento e no entanto, segundo o nosso critério, o instrumento taxa de juro foi usado uma única vez mesmo quando $y=2.5$.

A maior parte das vezes, entre 95.6 por cento e 97.9 por cento, o Banco de Portugal não variou significativamente os seus instrumentos de política na defesa do PTE. Esta decisão de não ter uma posição activa nos mercados foi acertada, uma vez que mais de 98 por cento das vezes o PTE não de-

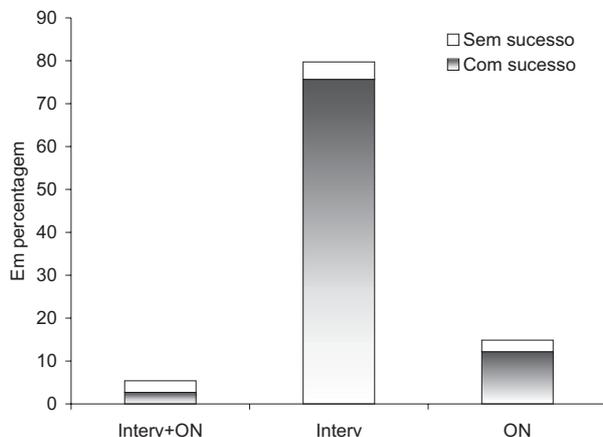
(11) As três series temporais, taxa de depreciação, variação na taxa de juro *overnight* e intervenções, são estacionárias.

(12) Esta definição é muito parecida com a usada por Kraay (2003) para um ataque especulativo falhado do ponto de vista do especulador.

Gráfico 7
**EFICÁCIA DO BANCO DE PORTUGAL
 QUANDO ACTIVO**

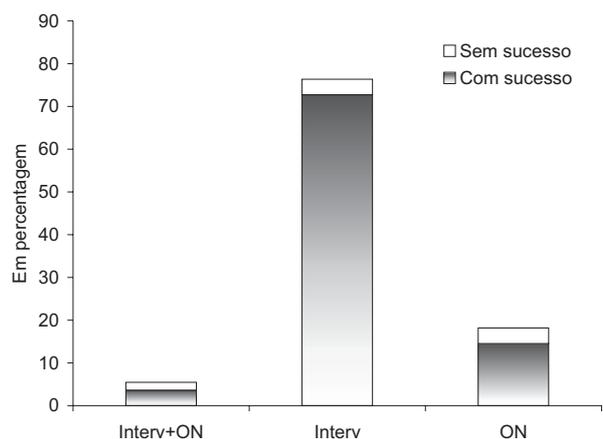
Caso 1

$$x = y = z \text{ e } x = 2.5$$



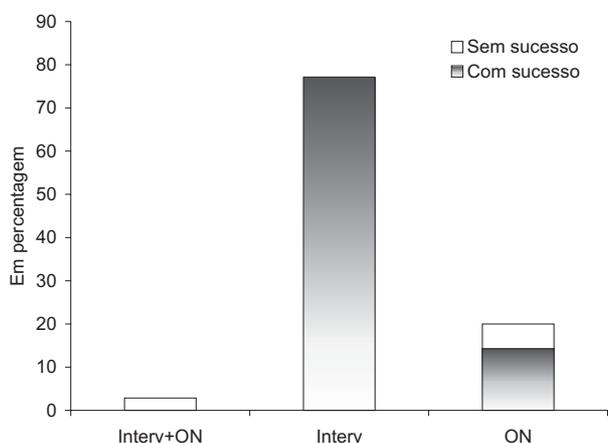
Caso 2

$$x = y = z \text{ e } x = 3.0$$



Caso 3

$$x = y = z \text{ e } x = 3.5$$



preçou substancialmente. A pequena fracção dos dias (menos de 2 por cento) na qual o Banco de Portugal foi passivo mas, no entanto, a taxa de câmbio depreciou substancialmente, pode ser em larga medida explicada pelo uso de outros instrumentos. Cerca de 2/3 desses eventos correspondem a dias na vizinhança dos três realinhamentos do PTE e a dias no período de Julho de 1993 até ao alargamento das bandas do MTC. Este comportamento por parte do Banco de Portugal foi deliberado. Foi reconhecido que a melhor estratégia seria deixar que o PTE seguisse o comportamento de outras moedas do MTC que estavam a ser atacadas. Assim, os realinhamentos do PTE, seguiram os realinhamentos da ESP, e em Julho de 1993 houve um ataque generalizado contra quase todas as moedas do MTC que culminou no alargamento das bandas.

Enquanto teve uma posição activa o Banco de Portugal não teve sucesso 8.6 por cento, 9.1 por cento e 9.5 por cento das vezes, o que corresponde a poucos eventos, 3, 5 e 7 respectivamente.

A conclusão principal é que a gestão cambial praticada pelo Banco de Portugal, durante o período do MTC, teve sucesso quer quando este esteve activo nos mercados, quer quando este não esteve activo nos mercados, uma vez que a taxa de câmbio do PTE quase nunca teve episódios de grande depreciação.

5. CONCLUSÃO

Este artigo averigua o sucesso da gestão cambial durante o período em que o PTE esteve no MTC. Os estudos empíricos existentes concentram-se essencialmente na análise da eficácia dum único instrumento de política cambial — tipicamente as intervenções — e têm usado vários tipos de critérios. Neste artigo, nós tomamos em conta que o banco central usa simultaneamente a taxa de juro e as intervenções na gestão da política cambial. O critério usado para averiguar a eficácia da gestão cambial foi a ausência de grandes depreciações e um acontecimento em que o banco central é activo foi definido como um evento em que este faz compras substanciais de PTE ou aumenta substancialmente a taxa de juro *overnight*.

Os resultados indicam que o Banco de Portugal esteve activo infrequentemente, durante o período em que o PTE esteve no MTC, e quase sempre com

sucesso. O instrumento mais usado foi a intervenção, e foi também aquele com a maior percentagem de sucesso. Este resultado deve ser visto no contexto da análise que considera a variação na taxa de juro e não o nível desta. Durante o período de 17 de Março de 1993 a 16 Maio de 1993 esta limitação afigura-se particularmente forte.

REFERÊNCIAS

- Banco de Portugal, *“Relatório Anual”*, Várias Edições.
- Braga de Macedo, J., Catela Nunes, L. e Brites Pereira, 2002, “Central Bank Intervention Under Target Zones: The Portuguese Escudo in the ERM”, Universidade Nova de Lisboa, manuscrito.
- Brandner, P., Grech, H. e Stix, H., 2001, “The Effectiveness of Central bank Intervention in the EMS: The Post 1993 Experience”, Oesterreichische NationalBank *Working Paper* No. 55.
- Dominguez, K., 2002, “Foreign exchange intervention: did it work in the 1990s? ”, University of Michigan, manuscrito.
- Dornbusch, R. (1993) “Mexico: stabilization, reform, and no growth” *Brookings Papers on Economic Activity*.
- Eichengreen, B., e F. Ghironi (1996), “European Monetary Unification and International Monetary Cooperation”, manuscrito, University of California, Berkeley.
- Fatum, R., 2000, “On the Effectiveness of Sterilized Foreign Exchange Intervention”, European Central Bank *Working Paper* No. 10.
- Frankel, J., 1994, Comentário a Catta, Galli and Rebecchini “Concerted Interventions and the Dollar: An Analysis of Daily Data”, em *The International Monetary System in Crisis and Reform: Essays in Memory of Rinaldo Ossola*, editado por P. Kenen, F. Papadia e F. Saccomani, Cambridge University Press.
- Gros, D., e Thygesen, N., 1992, *European Monetary Integration, From the European Monetary System to European Monetary Union*, Longman Group UK Limited.
- Humpage, O., 1996, “U.S. Intervention: Assessing the Probability of Success”, Federal Reserve Bank of Cleveland *Working Paper* No. 9608.
- Kraay, A., 2003, “Do high Interest Rates Defend Currencies during Speculative Attacks?”, *Journal of International Economics* 59: 297-321.
- Neely, C., 2001, “The practice of central bank intervention: looking under the hood”, *Review, Federal Reserve Bank of St. Louis*.
- Stix, H., 2002, “Does Central bank Intervention influence the Probability of a Speculative Attack? Evidence from the EMS”, Oesterreichische NationalBank *Working Paper* No. 80.

ANEXO

A MECÂNICA DOS ATAQUES ESPECULATIVOS

Nesta secção faz-se uma breve exposição do comportamento dos especuladores e dos mercados cambiais, com especial referência às escolhas do banco central para defender a sua moeda dum ataque. Suponha-se que a moeda que vai ser atacada é o PTE e que a taxa de câmbio do PTE no período t é S_t , i.e. cada PTE vale S_t DEM. Os especuladores podem atacar o PTE no mercado *spot* ou no mercado *forward*. A estratégia de usar o mercado *spot* é a seguinte. O especulador pede emprestado o montante Y de PTE à taxa de juro local R^*_t , converte os PTE em DEM à taxa de câmbio *spot*, S_t , e deposita os DEM no mercado monetário Alemão à taxa de juro R_t . No fim do período os DEM são convertidos em PTE. O lucro em DEM deste tipo de acção é: $Y[S_t(1+R_t) - S_{t+1}(1+R^*_t)]$. O lucro é positivo se $S_t(1+R_t) > S_{t+1}(1+R^*_t)$. Quando $R^*_t > R_t$ o especulador só ganha se o PTE deprecia.

Se $F_{t+1} > S_{t+1}$, aonde F_{t+1} é a taxa de câmbio *forward*, então o especulador ao vender *forward* o montante X de PTE tem um lucro em DEM de $X[F_{t+1} - S_{t+1}]$. Uma vez que a condição de arbitragem $S_t(1+R_t) = F_{t+1}(1+R^*_t)$, se verifica sempre, os especuladores têm lucros no mercado *forward* se e só se lucros podem também ser realizados no mercado *spot*.

Se $X = (1+R^*_t)Y$, o ataque no mercado *spot* é equivalente ao ataque no mercado *forward* em termos dos PTE que são vendidos contra DEM no mercado *spot*. O banco que compra os PTE *forward* dos especuladores vai-se cobrir do risco cambial. No mercado *spot* troca o montante $X / (1+R^*_t)$ de

PTE por DEM e deposita o montante $S_t X / (1+R^*_t)$ de DEM no mercado monetário Alemão. O retorno no depósito é $(1+R_t)S_t X / (1+R^*_t)$. Assim, o montante que o banco está disposto a pagar por X PTE vendidos no mercado *forward* é $F_{t+1} X = (1+R_t)S_t X / (1+R^*_t)$. Quer o ataque seja no mercado *spot*, quer no *forward*, o resultado é o mesmo, Y PTE são vendidos no mercado *spot*.

Que pode um banco central fazer para defender a sua moeda? Pode usar persuasão moral, controlo de capitais e regulamentação para prevenir que os bancos domésticos emprestem moeda nacional a especuladores, intervenções (venda de moeda estrangeira) ou aumentar a taxa de juro *overnight*. Geralmente, em mercados financeiros desenvolvidos, instrumentos como a persuasão moral não têm efeitos importantes e o uso de outros instrumentos como sejam a legislação e o controlo de capitais é evitada.

De longe, os instrumentos mais usados para defender a moeda são as intervenções no mercado cambial e a taxa de juro *overnight*. O mecanismo de funcionamento é simples. Especuladores vendem moeda doméstica no mercado *spot* esperando que em resultado dessa acção a taxa de câmbio deprecie. O banco central contraria essa pressão no mercado cambial comprando moeda nacional, através das intervenções. O banco central aumenta a taxa de juro *overnight* para tornar não rentável a acção dos especuladores que pediram emprestada moeda nacional para vender no mercado *spot*.

Cronologia das principais medidas financeiras

Janeiro

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

Estabelece, considerando o disposto no artº 42-A e no artº 199-G do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, o regime a que deve obedecer a constituição de filiais de instituições de crédito e sociedades financeiras em países que não sejam membros da Comunidade Europeia.
- **15 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal nº 2/2003, DR nº 12, 1ª Série B)**

Estabelece, considerando o disposto no artº 43-A e no nº 4 do artº 117 do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, o regime a que deve obedecer a aquisição, por instituições de crédito, de determinadas participações em outras instituições de crédito com sede no estrangeiro ou em instituições financeiras.
- **15 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal nº 3/2003, DR nº 12, 1ª Série B)**

Procede à redefinição dos elementos de informação que devem acompanhar as comunicações relativas às participações qualificadas. Altera o preâmbulo e o nº 1, e adita um nº 2º-A ao aviso nº 3/94, de 22-06.
- **15 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal nº 4/2003, DR nº 12, 1ª Série B)**

Altera, tendo em conta as modificações introduzidas no Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras pelo Dec.-Lei nº 201/2002, de 26-09, o aviso nº 10/94, de 18-11 (limites aos “grandes riscos”), redefinindo os tipos de instituições de crédito e de sociedades financeiras sujeitas à sua disciplina.
- **15 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal nº 5/2003, DR nº 12, 1ª Série B)**

Redefine, considerando o disposto no artº 113 do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, com a alteração introduzida pelo Dec.-Lei nº 201/2002, de 26-09, os limites ao valor líquido do activo imobilizado das instituições de crédito, bem como ao valor total das acções ou outras partes de capital que as mesmas podem deter.
- **15 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal nº 6/2003, DR nº 12, 1ª Série B)**

Estabelece, considerando o disposto no nº 3 do artº 115 do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, com a alteração introduzida pelo Dec.-Lei nº 201/2002, de 26-09, os termos e a periodicidade da publicação das contas pelas instituições sujeitas à supervisão do Banco de Portugal. O presente aviso é aplicável à publicação das contas do exercício de 2002.
- **15 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal nº 7/2003, DR nº 12, 1ª Série B)**

Altera, ao abrigo do nº 2 do artº 75 e do artº 195, ambos do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, o aviso nº 1/95, de 17-02, aditando-lhe um nº 4º-A, relativo à atribuição de datas valor aos débitos e créditos em contas de depósitos à ordem, nomeadamente para efeitos de contagem de juros e de disponibilização de quantias creditadas. O presente aviso entra em vigor no prazo de 60 dias a contar da data da sua publicação.
- **23 de Janeiro (Regulamento nº 1/2003 da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, DR nº 19, 2ª Série)**

Fixa a taxa anual, devida pelas entidades emitentes à CMVM, pela supervisão da prestação periódica de informação financeira. Adita um art. 12-A e revoga a alínea c) do nº1 do artº 10 do Regulamento nº 8/2001, de 28-12.
- **29 de Janeiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 7/03/DSBDR)**

Comunica que o relatório semestral a elaborar pelos auditores externos das instituições, a que se refere a Carta-Circular nº 17/2002/DSB, de 14-02, deverá ser enviado ao Banco de Portugal até ao final do trimestre subsequente à data de referência do reporte, com efeito a partir da informação relativa a 31-12-2002.
- **30 de Janeiro (Despacho do Ministério das Finanças nº 1825/2003, DR nº 25, 2ª Série)**

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

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

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

Comunica, na sequência da Carta-Circular nº 347/DMR, de 27-10-99, que a taxa de remuneração dos Títulos de Depósito da Série B, para vigorar no período trimestral de contagem de juros que se inicia em 4-2-2003, é de 2,87%.
 - **31 de Janeiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 8/03/DSBDR)**

Comunica que o Banco de Portugal, tendo em conta o disposto nos nºs. 1.2 e 1.3 do Anexo do Aviso nº 4/2002, aceita que, no cálculo das menos-valias latentes em participações na Sociedade Interbancária de Serviços, SA (SIBS), o “valor presumível da transacção” se baseie no preço praticado pela SIBS na última cedência directa de acções realizada.
 - **31 de Janeiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 9/03/DSBDR)**

Informa sobre a interpretação dada pelo Banco de Portugal a alguns preceitos contidos no Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, na redacção dada pelo Dec.-Lei nº 201/2002, de 26-9, relacionados com o registo de acumulação de cargos (artº 33), registo dos membros dos órgãos sociais (artº 69), e prazos, informações complementares e certidões (artº 71).
- ### Fevereiro
- **8 de Fevereiro (Aviso do Banco de Portugal nº 8/2003, DR nº 33, 1ª Série B)**

Procede à revisão do regime de provisionamento do crédito vencido (em função do tipo de garantia e do princípio da progressividade dos níveis mínimos de provisionamento), reformula o conceito de crédito de cobrança duvidosa (em função do prazo inicial das operações, da probabilidade atribuída a futuros incumprimentos e numa óptica de carteira) e diferencia, entre as provisões para riscos gerais de crédito, o crédito garantido por hipoteca sobre imóvel destinado à habitação do mutuário. Altera os nºs. 3º, 4º, 5º e 7º do aviso nº 3/95, de 30-6. O presente aviso entra em vigor no último dia do mês em que for publicado, com excepção da alteração ao nº 1 do nº 4º do citado aviso, a qual entra em vigor seis meses após aquela data.
 - **11 de Fevereiro (Directiva 2002/87/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, JOCE nº 35, Série L)**

Estabelece disposições relativas à supervisão complementar de instituições de crédito, empresas de seguros e empresas de investimento de um conglomerado financeiro e que altera as Directivas 73/239/CEE, 79/267/CEE; 92/49/CEE, 92/96/CEE, 93/6/CEE e 93/22/CEE do Conselho e as Directivas 98/78/CE e 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho. Os Estados Membros devem pôr em vigor as disposições legislativas, regulamentares e administrativas necessárias para dar cumprimento à presente directiva antes de 11-8-2004 e informar directamente a Comissão desse facto.
 - **17 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal nº 3/2003)**

Cria as condições para que a moeda metálica excedentária possa ser entregue em depósito no Banco de Portugal.
 - **19 de Fevereiro (Portaria nº 160/2003, DR nº 42, 1ª Série B)**

Determina, ao abrigo do disposto no nº 4 do artº 295 do Código das Sociedades Comerciais, que às sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercados regulamentados sujeitos à supervisão da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários não se aplica o estabelecido no nº 2 do artº 259 do Código das Sociedades Comerciais relativamente às reservas constituídas pelos valores referidos na alínea a) daquele número, quando destinadas à cobertura de prejuízos ou resultados transitados negativos.
- ### Março
- **1 de Março (Regulamento nº 12/2003 do Instituto de Seguros de Portugal, DR nº 51, 2ª Série)**

Estabelece, ao abrigo do nº 2 do artº 10 do Dec.-Lei nº 158/2002, de 2-7, um conjunto de regras relativas ao enquadramento dos fundos de poupança constituídos sob a forma de fundos de pensões. Revoga os nºs. 50 a 58 da Norma nº 298/91, de 13-11.
 - **12 de Março (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 21/2003/DSB)**

Recomenda às instituições de crédito e sociedades financeiras que examinem com especial atenção as operações contratadas com diversas pessoas singulares ou colectivas residentes em determinados territórios, no âmbito

- **20 de Março (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 25/03/DSBRE)**

das medidas preventivas do branqueamento de capitais. Revoga as Cartas-Circulares nºs. 91/2002/DSB, de 06/11 e 5/2003/DSB, de 16-1.
- **21 de Março (Aviso do Banco de Portugal nº 9/2003, DR nº 68,1ª Série B)**

Divulga o entendimento da Direcção-Geral dos Impostos acerca da transferência, sem perda de benefícios fiscais, de saldos de contas poupança-habitação para outras instituições de crédito.
- **22 de Março (Regulamento nº 14/2003 do Instituto de Seguros de Portugal, DR nº 69, 3ª Série)**

Altera o Aviso nº 3/95, de 30-6, aditando ao nº 1.1 do nº 1 do nº 15 uma alínea n), a fim de incluir o Fundo de Contragarantia Mútuo no conjunto de entidades cujos activos não estão sujeitos à obrigação de constituição de provisões para riscos específico e gerais de crédito.
- **25 de Março (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 26/03/DSBDR)**

Estabelece, considerando as regras relativas à composição do património dos diferentes tipos de fundos de pensões estabelecidas na norma nº 21/2002-R, de 28-11, no DL nº 158/2002, de 2-7, na Portaria nº 1451/2002, de 11-11, e no DL nº 204/95, de 5-8, as normas a observar pelas entidades gestoras de fundos de pensões no que respeita ao reporte de informação relativa à composição dos activos dos fundos de pensões por si geridos. Revoga a Norma nº 10/99-R, de 7-9, mantendo-se, no entanto, em vigor a instrução informática nº 26 a ela anexa. A presente norma aplica-se pela primeira vez à informação a prestar relativamente à composição dos activos dos fundos de pensões referente a 31-12-2002.
- **26 de Março (Regulamento da CMVM nº 2/2003, DR nº 72, 2ª Série)**

Recomenda que sejam analisadas cuidadosamente as declarações de rendimentos para efeitos de concessão de crédito à habitação, uma vez que a Direcção-Geral de Impostos alertou para o facto de algumas se não mostrarem em conformidade com as entregues nos serviços fiscais.
- **27 de Março (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 2/DMR)**

Procede à alteração do artº 68 do Regulamento nº 12/2000, por forma a garantir a disponibilização por parte dos intermediários financeiros aos respectivos clientes, dos valores devidos por operações relativas a valores mobiliários no próprio dia da liquidação da operação. O presente Regulamento entra em vigor no dia 1-4-2003.
- **1 de Abril (Regulamento da CMVM nº 3/2003, DR nº 77, 2ª Série)**

Comunica, com efeitos a partir de 1-4-2003, o novo preçário de serviços prestados pelo SITEME, o qual substitui o que foi anteriormente distribuído em anexo à Carta-Circular nº 6/DMR, de 10-2-2000.
- **11 de Abril (Portaria nº 296/2003, DR nº 86, 1ª Série B)**

Abril

Limita o âmbito da obrigação da abertura de contas individualizadas junto dos intermediários financeiros aos valores mobiliários detidos por instituições de investimento colectivo e fundos de pensões. Altera o artº 35 do regulamento nº 14/2000, de 23-03. O presente regulamento entra em vigor em 1-4-2003.
- **17 de Abril (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 31/03/DSBDR)**

Determina, nos termos do nº 3 do artº 1 do Dec.-Lei nº 88/94, de 2-4, que os valores mobiliários representativos de dívida pública emitidos ao abrigo da Resolução do Conselho de Ministros nº 10/2003, de 28-1, sejam acrescentados à lista publicada através da Portaria nº 377-A/94, de 15-6.
- **24 de Abril (Dec.-Lei nº 83/2003, DR nº 96, 1ª Série A)**

Transmite orientações relativamente ao tratamento contabilístico dos Agrupamentos Complementares de Empresas (ACE) com ligações a instituições de crédito.
- **26 de Abril (Dec.-Lei nº 86/2003, DR nº 97, 1ª Série A)**

No uso da autorização legislativa concedida pela Lei nº 25/2002, de 2-11, altera o Dec.-Lei nº 454/91, de 28-12, concedendo a todas as instituições de crédito o acesso à informação disponibilizada pelo Banco de Portugal relativa aos utilizadores de cheque que oferecem risco.
- **26 de Abril (Dec.-Lei nº 86/2003, DR nº 97, 1ª Série A)**

Estabelece as normas gerais aplicáveis à intervenção do Estado na definição, concepção, preparação, concurso, adjudicação, alteração, fiscalização e

- acompanhamento global das parcerias público-privadas. Altera os arts. 1, 12 e 18 e revoga o artº 4 do Dec.-Lei nº 185/2002, de 20-8.
- **30 de Abril (Dec.-Lei nº 91/2003, DR nº 100, 1ª Série A)** Altera o regime jurídico dos bilhetes do Tesouro (BT). Dá nova redacção aos artºs. 2 e 7 do Dec.-Lei nº 279/98, de 17-09.

Maio

- **3 de Maio (Portaria nº 530/2003, DR nº 102, 2ª Série)** Altera, ao abrigo do nº 1 do artº 173 do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Dec.-Lei nº 298/92, de 31-12, o Regulamento do Fundo de Garantia de Depósitos. Revoga a alínea c) do nº 1 do artº 3 e dá nova redacção aos arts. 4, 6, 16, 17 e 19 do referido regulamento, aprovado pela Portaria nº 285-B/95, de 15-09.
- **12 de Maio (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 33/03/DSB)** Esclarece dúvidas quanto à extensão das matérias sobre as quais o órgão de fiscalização se deve pronunciar, por forma a garantir uma maior harmonização do conteúdo do Parecer a remeter ao Banco de Portugal sobre o sistema de controlo interno.
- **15 de Maio (Instrução do Banco de Portugal nº 9/2003)** Na sequência das alterações regulamentares ao regime de provisionamento do risco de crédito, determina às Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras o envio do mapa de provisões, devidamente preenchido, nos trinta dias seguintes ao termo de cada trimestre. Revoga a Instrução nº 91/96, publicada no BNBPN nº 1, de 17-06-96.
- **19 de Maio (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 34/03/DSB)** Recomenda às instituições que registem, numa perspectiva de grupo, um envolvimento significativo em operações de titularização, a manutenção de um nível de fundos próprios adequado à globalidade dos riscos que tais operações comportam e, designadamente em relação a novas operações de titularização, abster-se de reconhecer qualquer libertação de fundos próprios e proceder à periodificação, ao longo do prazo das mesmas operações, das mais valias apuradas na cedência dos activos.

Working papers

WORKING PAPERS

1998

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

1999

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

2000

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

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

2001

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

2002

- 1/02 QUANTILE REGRESSION ANALYSIS OF TRANSITION DATA
— *José A.F. Machado, Pedro Portugal*
- 2/02 SHOULD WE DISTINGUISH BETWEEN STATIC AND DYNAMIC LONG RUN EQUILIBRIUM IN ERROR CORRECTION MODELS?
— *Susana Botas, Carlos Robalo Marques*
- 3/02 MODELLING TAYLOR RULE UNCERTAINTY
— *Fernando Martins, José A. F. Machado, Paulo Soares Esteves*
- 4/02 PATTERNS OF ENTRY, POST-ENTRY GROWTH AND SURVIVAL: A COMPARISON BETWEEN DOMESTIC AND FOREIGN OWNED FIRMS
— *José Mata, Pedro Portugal*
- 5/02 BUSINESS CYCLES: CYCLICAL COMOVEMENT WITHIN THE EUROPEAN UNION IN THE PERIOD 1960-1999. A FREQUENCY DOMAIN APPROACH
— *João Valle e Azevedo*

- 6/02 AN “ART”, NOT A “SCIENCE”? CENTRAL BANK MANAGEMENT IN PORTUGAL UNDER THE GOLD STANDARD, 1854-1891
— Jaime Reis
- 7/02 MERGE OR CONCENTRATE? SOME INSIGHTS FOR ANTITRUST POLICY
— Margarida Catalão-Lopes
- 8/02 DISENTANGLING THE MINIMUM WAGE PUZZLE: ANALYSIS OF WORKER ACCESSIONS AND SEPARATIONS FROM A LONGITUDINAL MATCHED EMPLOYER-EMPLOYEE DATA SET
— Pedro Portugal, Ana Rute Cardoso
- 9/02 THE MATCH QUALITY GAINS FROM UNEMPLOYMENT INSURANCE
— Mário Centeno
- 10/02 HEDONIC PRICES INDEXES FOR NEW PASSENGER CARS IN PORTUGAL (1997-2001)
— Hugo J. Reis, J.M.C. Santos Silva
- 11/02 THE ANALYSIS OF SEASONAL RETURN ANOMALIES IN THE PORTUGUESE STOCK MARKET
— Miguel Balbina, Nuno C. Martins
- 12/02 DOES MONEY GRANGER CAUSE INFLATION IN THE EURO AREA?
— Carlos Robalo Marques, Joaquim Pina
- 13/02 INSTITUTIONS AND ECONOMIC DEVELOPMENT: HOW STRONG IS THE RELATION?
— Tiago V. de V. Cavalcanti, Álvaro A. Novo

2003

- 1/03 FOUNDING CONDITIONS AND THE SURVIVAL OF NEW FIRMS
— P.A. Geroski, José Mata, Pedro Portugal
- 2/03 THE TIMING AND PROBABILITY OF FDI:
An Application to the United States Multinational Enterprises
— José Brandão de Brito, Felipa de Mello Sampayo
- 3/03 OPTIMAL FISCAL AND MONETARY POLICY: EQUIVALENCE RESULTS
— Isabel Correia, Juan Pablo Nicolini, Pedro Teles
- 4/03 FORECASTING EURO AREA AGGREGATES WITH BAYESIAN VAR AND VECM MODELS
— Ricardo Mourinho Félix, Luís C. Nunes
- 5/03 CONTAGIOUS CURRENCY CRISES: A SPATIAL PROBIT APPROACH
— Álvaro Novo
- 6/03 THE DISTRIBUTION OF LIQUIDITY IN A MONETARY UNION WITH DIFFERENT PORTFOLIO RIGIDITIES
— Nuno Alves
- 7/03 COINCIDENT AND LEADING INDICATORS FOR THE EURO AREA: A FREQUENCY BAND APPROACH
— António Rua, Luís C. Nunes
- 8/03 WHY DO FIRMS USE FIXED-TERM CONTRACTS?
— José Varejão, Pedro Portugal