

A ECONOMIA PORTUGUESA NO PRIMEIRO SEMESTRE DE 1999

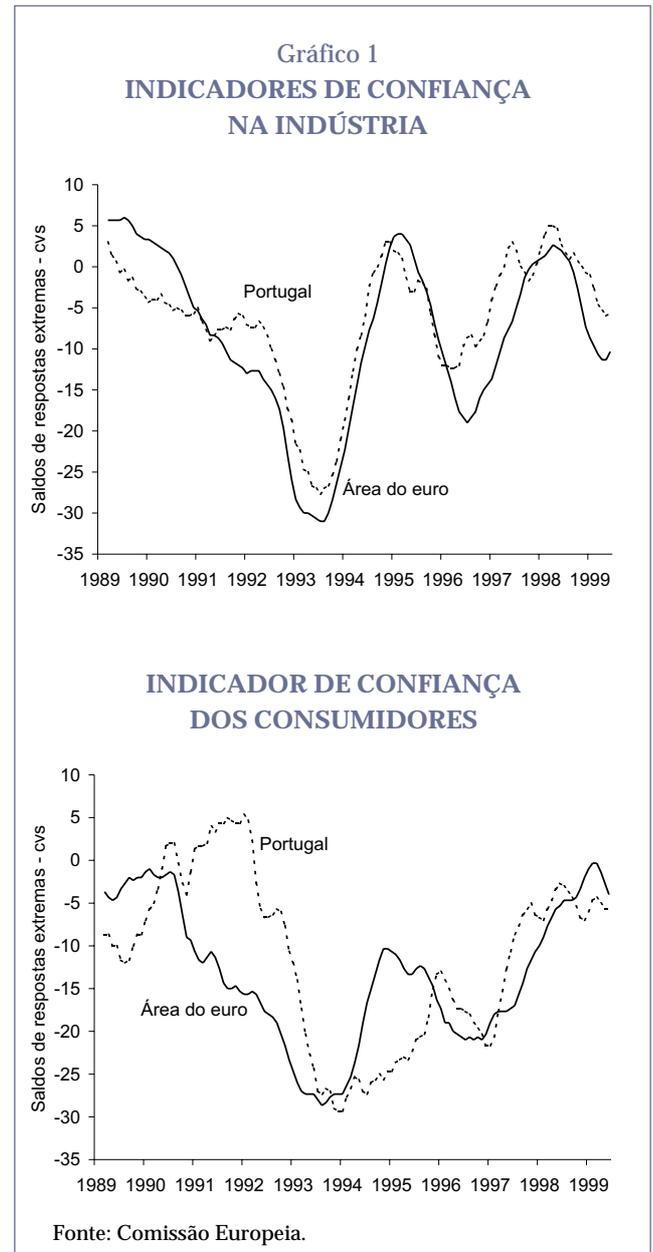
1. INTRODUÇÃO

A evolução da economia portuguesa, no primeiro semestre de 1999, foi caracterizada por uma redução da inflação, um abrandamento da actividade económica, uma continuação da forte expansão do crédito ao sector privado e um aumento do défice agregado das balanças corrente e de capital.

O comportamento da economia nacional continuou a ser determinado, de uma forma decisiva, pela evolução da economia da área do euro, onde se concentra grande parte das relações económicas externas do país. O abrandamento de um número significativo de economias extra-comunitárias determinou, já no segundo semestre de 1998, uma desaceleração da actividade na área do euro, traduzida numa desaceleração das exportações de bens e da produção industrial. Em resultado, verificou-se uma redução na confiança dos empresários industriais (gráfico 1).

O nível actual das taxas de juro e a evolução do rendimento disponível real — reflectindo a criação de emprego e a redução da inflação — contribuiu para uma evolução favorável da confiança dos consumidores na área do euro (gráfico 1). Em resultado destes desenvolvimentos, o consumo privado encontra-se em aceleração na área do euro e, desta forma, com um contributo progressivamente maior para o crescimento do produto.

As indicações mais recentes confirmam a expectativa de uma recuperação da actividade na área do euro ao longo de 1999, em particular na segunda metade do ano, reflectindo a melhoria do enquadramento externo e a evolução das condições monetárias. Refira-se, em particular, que a confiança na indústria registou já uma melhoria ao longo do segundo trimestre de 1999 (gráfico 1).



A evolução da confiança dos consumidores e dos empresários industriais, em Portugal, apresentou características muito semelhantes às verificadas na área do euro (ver também gráfico 1). No en-

Quadro 1

PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICOS

Taxas de variação em percentagem

	1998	1999
Consumo privado	5.6	4¼ - 4¾
Consumo público	3.8	2
FBCF	9.8	4½ - 5½
Procura interna	6.5	4 - 4½
Exportações	8.8	3¾ - 4¾
Procura global	7.0	4 - 4½
Importações	14.7	6¾ - 7¾
PIB	3.9	2¾ - 3¾
Balança corrente + balança de capital (% PIB)	- 4.3	-5½ ; -4½

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

tanto, condições específicas da economia portuguesa — convergência das taxas de juro nominais para níveis significativamente mais baixos dos que os observados no passado e taxas de juro reais a níveis inferiores aos da média da área do euro —determinaram um maior crescimento do produto, da procura interna e do crédito ao sector privado, assim como um contributo mais negativo da procura externa líquida para o crescimento do produto.

As previsões para o ano de 1999 divulgadas pelo Banco de Portugal no último *Boletim Económico*⁽¹⁾ apontam para uma desaceleração do produto, de 3.9 por cento em 1998 para um valor no intervalo 2¾ - 3¾ por cento em 1999, resultante do abrandamento quer da procura interna, quer das exportações (quadro 1). Vários factores foram listados como determinantes da desaceleração prevista da actividade: o enquadramento internacional mais desfavorável do que em 1998, a dissipação gradual dos efeitos das reduções de taxas de juro e, finalmente, as intenções de menor crescimento da despesa pública (consumo e investimento) assumidas pelo Governo no Programa de Estabilidade e Crescimento. Em termos intra-anuais, estas previsões tinham implícito um progressivo abrandamento

(1) "A Economia Portuguesa em 1998 e Perspectivas para 1999" (em particular a secção 8, "Previsões para 1999"), *Boletim Económico*, Banco de Portugal, Março de 1999, pp. 5-24.

da procura interna ao longo do ano. Por outro lado, admitia-se alguma recuperação das exportações no segundo semestre, após um comportamento menos favorável no início do ano, em linha com a evolução intra-anual prevista da procura externa dirigida à economia portuguesa.

A informação disponível para os primeiros meses de 1999 confirma, em termos gerais, o cenário traçado no *Boletim Económico* de Março. A actividade económica está a registar alguma desaceleração, mantendo, no entanto, um crescimento elevado. Relativamente ao conjunto de riscos de previsão identificados no *Boletim Económico* de Março, a evolução e perspectivas mais recentes vão no sentido de alguma atenuação dos riscos de menor crescimento. Com efeito, as perspectivas internacionais que serviram de base à previsão apresentada não sofreram qualquer deterioração adicional, tendo-se reduzido a probabilidade de se verificar um crescimento internacional muito diferente do então considerado. Por outro lado, face ao comportamento recente, é agora maior a probabilidade de se verificar um crescimento da procura interna mais acentuado do que o previsto. De facto, a evolução da actividade económica portuguesa no início do ano continuou a ser caracterizada por um crescimento forte da procura interna resultante, em larga medida, do elevado dinamismo do consumo privado, já que o investimento parece ter desacelerado nos meses iniciais de 1999.

Conforme previsto, o contributo da procura externa líquida para o crescimento do produto manteve-se negativo nos primeiros meses de 1999. Apesar da precariedade dos dados disponíveis de comércio externo, que tudo indica serão sujeitos a significativas revisões nos próximos meses, deverá confirmar-se a continuação, no início de 1999, da desaceleração das exportações de mercadorias. A recuperação, prevista para o segundo semestre, da procura externa dirigida à economia portuguesa deverá permitir uma correspondente recuperação das exportações. No conjunto do ano de 1999, mantém-se a previsão de uma taxa de crescimento das exportações de bens e serviços, em termos reais, entre 3¾ e 4¾ por cento. As importações de bens e serviços registaram igualmente uma desaceleração no início de 1999, o que é explicado pelo menor dinamismo da procura global, em particular da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) e das exportações.

O comportamento das exportações, não compensado totalmente pelo abrandamento das importações, implicou uma nova deterioração da balança comercial nos primeiros meses de 1999. Esta evolução da balança comercial e a verificação de menores excedentes de transferências correntes e de capital, resultantes de efeitos de calendário no recebimento de fundos comunitários, determinaram um alargamento no défice agregado das balanças corrente e de capital no período Janeiro-Abril, face ao período homólogo de 1998.

O défice agregado das balanças corrente e de capital continuou a ser financiado, essencialmente, por entradas de capital resultantes de aumentos de responsabilidades líquidas externas das administrações públicas e das instituições financeiras monetárias residentes. Relativamente a estas últimas, mantém-se a tendência de recurso ao endividamento externo de curto prazo e de diminuição da carteira de dívida pública, como forma de financiamento da forte expansão do crédito ao sector privado, face aos crescimentos modestos observados nos depósitos bancários, forma tradicional de captação de recursos pelos bancos. Aliás, nos meses já decorridos de 1999, tem-se assistido a uma nova aceleração do crédito a particulares e a empresas não financeiras, apesar das elevadas taxas de crescimento observadas nos anos anteriores, em particular em 1998.

A inflação, calculada com base nas taxas de variação homóloga do Índice de Preços no Consumidor Harmonizado (IPCH)⁽²⁾, diminuiu em Maio para 2.1 por cento, valor mantido em Junho, depois de ter permanecido estabilizada em torno de 2.7 por cento desde o terceiro trimestre de 1998. O regresso da inflação a níveis semelhantes aos observados em meados do primeiro semestre do ano transacto reflectiu o desaparecimento dos efeitos de depreciação do escudo no ano anterior, e, essencialmente, o comportamento dos preços de alguns bens alimentares, que registaram uma correcção face a crescimentos anormalmente elevados de preços observados em 1998. Simultaneamente, embora com menor contributo para a evolução do

índice geral, tem-se observado nos últimos meses a desaceleração dos preços de alguns serviços que foram afectados no ano transacto pela realização da Expo-98, a par com o efeito da redução das tarifas de electricidade verificada no início do ano. Assistiu-se também a um estreitamento do diferencial de inflação em relação à área do euro de 2.0 pontos percentuais (p.p.) em Dezembro de 1998 para 1.2 p.p. em Junho de 1999.

2. ENQUADRAMENTO INTERNACIONAL DA ECONOMIA PORTUGUESA

As perspectivas quanto à situação económica mundial, que se tinham deteriorado fortemente na segunda metade de 1998, tornaram-se mais favoráveis nos últimos meses. A confiança regressou aos mercados financeiros internacionais, não se tendo concretizado os receios de que a crise que afectou a economia brasileira no início de 1999 se viesse a repercutir noutras regiões. Existem sinais encorajadores de que a situação nos mercados emergentes estará a melhorar, em particular a actividade económica parece estar a recuperar mais rapidamente do que o esperado em alguns países asiáticos, com destaque para a Coreia do Sul. Em alguns destes mercados estarão igualmente a verificar-se novamente entradas de capitais internacionais. Adicionalmente, a informação mais recente aponta para a manutenção de um crescimento robusto nos EUA e para uma evolução mais positiva da actividade no Reino Unido, enquanto no Japão as expectativas mantêm-se incertas. As perspectivas para o enquadramento externo da área do euro parecem portanto mais favoráveis do que anteriormente e o balanço de riscos para o crescimento da actividade económica deixou de ser enviesado no sentido da baixa, tal como se encontra reflectido nas mais recentes previsões divulgadas pela OCDE (quadro 2).

Nos EUA, a actividade continuou a apresentar um crescimento significativo na primeira metade de 1999 (gráfico 2), acompanhado por uma elevada criação de emprego e por um novo agravamento do défice comercial. A inflação manteve-se em níveis próximos de 2 por cento. No primeiro trimestre, o PIB cresceu 4.0 por cento em relação ao período homólogo (4.3 por cento no trimestre anterior), reflectindo a continuação do dinamismo da procura interna e, em particular, do consumo pri-

(2) Após correcção, em 1998, dos efeitos de saldos e promoções, bem como da alteração de amostra de bens e serviços — veja-se Caixa III.1 “Alterações no IPCH: estimativa de revisão dos valores de inflação para 1998” do Capítulo III do *Relatório Anual* de 1998.

Quadro 2

PROJEÇÕES DA OCDE (Junho 1999)
PARA 1999 E 2000
Produto Interno Bruto

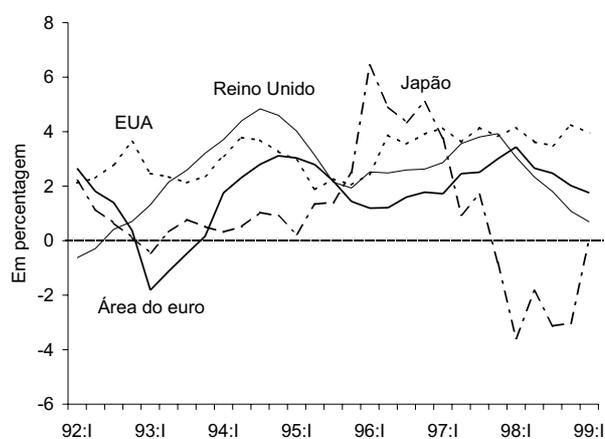
	Taxas de variação, em percentagem		
	1998	1999	2000
OCDE.....	2.3	2.2	2.1
Área do euro	2.6	2.1	2.6
Alemanha.....	2.0	1.7	2.3
França	3.2	2.3	2.6
Itália	1.3	1.4	2.2
Espanha	4.0	3.3	3.3
Reino Unido.....	2.1	0.7	1.6
EUA.....	3.9	3.6	2.0
Japão	-2.9	-0.9	0.0

Fonte: Datastream, Eurostat e OCDE.

vado. O consumo terá permanecido forte no segundo trimestre, traduzindo a evolução favorável dos rendimentos das famílias e da confiança dos consumidores. A taxa de poupança das famílias continuou a reduzir-se até Maio. Para o conjunto de 1999, a OCDE prevê um aumento do produto de 3.6 por cento (3.9 por cento em 1998), embora as previsões mais recentes de instituições privadas apontem, em média, para um crescimento mais próximo do observado no ano anterior.

Os indicadores de preços no consumidor e no produtor registaram uma aceleração no primeiro semestre de 1999, reflectindo os efeitos da subida do preço do petróleo nos mercados internacionais (gráfico 3). No entanto, o crescimento dos preços no consumidor excluindo os bens alimentares e energéticos situou-se em 2.1 por cento no primeiro semestre, face ao período homólogo, o que compara com 2.3 por cento em 1998. Os custos unitários de trabalho cresceram, no primeiro trimestre de 1999, a uma taxa semelhante à do final do ano anterior (1.4 por cento em termos homólogos), traduzindo a manutenção de elevados ganhos de produtividade na economia. Segundo indicadores mais recentes o ritmo de crescimento dos salários não se terá alterado significativamente no segundo trimestre do ano. No dia 18 de Maio, a Reserva Federal anunciou que admitia uma maior possibilidade de vir a aumentar a restritividade da política monetária, o que se veio a concretizar a 30 de Junho. Nesta data, decidiu aumentar a taxa de refe-

Gráfico 2
PRODUTO INTERNO BRUTO
Taxas de variação homóloga

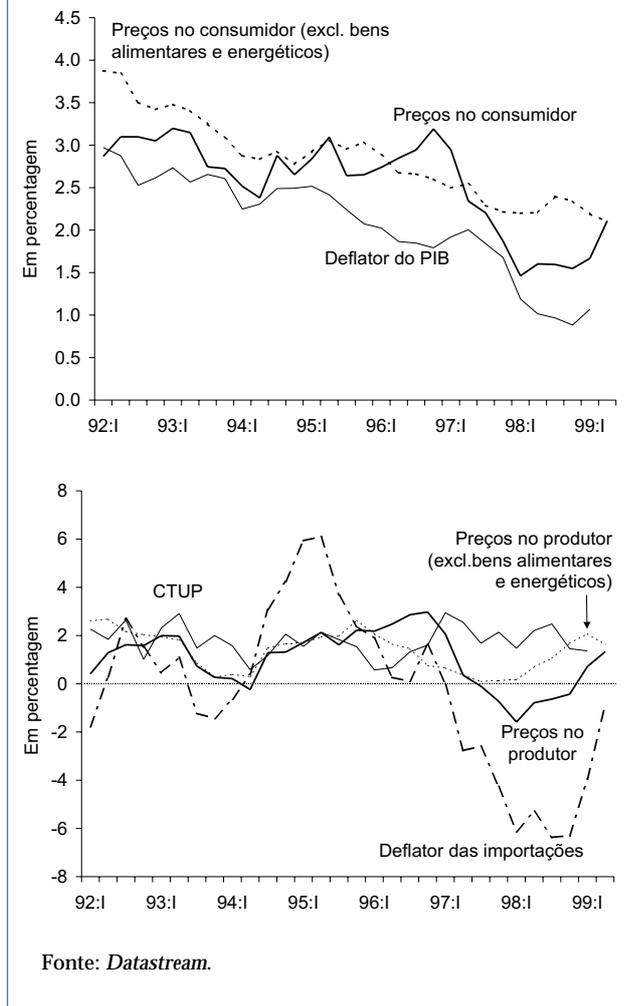


Fonte: Datastream e Eurostat.

rência dos *federal funds* em 0.25 p.p., para 5 por cento, por considerar que a amplitude das reduções decididas no Outono de 1998 deixou de se justificar integralmente, face aos desenvolvimentos mais recentes quer a nível internacional quer a nível interno.

A **economia japonesa**, após cinco trimestres consecutivos de queda da actividade, terá registado um crescimento de 1.9 por cento no primeiro trimestre de 1999 face ao trimestre anterior (de acordo com um apuramento preliminar), substancialmente superior ao esperado. Em relação ao período homólogo, o PIB apresentou um crescimento de 0.1 por cento (-3.0 por cento no quarto trimestre de 1998) (gráfico 2). A aceleração do produto ficou a dever-se a um maior contributo do consumo privado e da FBCF quer pública quer privada. No entanto, dado que a economia tem vindo a beneficiar sobretudo do estímulo do sector público e dado que os restantes indicadores de actividade disponíveis não apontam claramente para uma recuperação sustentada da despesa do sector privado, as perspectivas para o conjunto de 1999 permanecem incertas. Os preços no consumidor registaram variações negativas, em relação ao período homólogo, a partir de Fevereiro tendo-se situado em -0.4 por cento em Maio (crescimento de 0.6 por cento em 1998). Neste contexto, o Banco do Japão, procedeu a uma redução da taxa de referência para a *overnight call rate* de 0.25 para 0.15 por cento, a 12 de Fevereiro, e continuou a aumentar a cedência

Gráfico 3
EUA — INDICADORES DE PREÇOS
Taxas de variação homóloga



de liquidez no mercado monetário, conduzindo as taxas *overnight* para níveis virtualmente nulos.

No Reino Unido, os desenvolvimentos mais recentes dissiparam receios de que a economia sofresse uma situação recessiva, após uma desaceleração muito acentuada da actividade ao longo de 1998, permitindo antever uma recuperação moderada no decurso de 1999, em particular na segunda metade do ano. No primeiro trimestre de 1999, o PIB estagnou face ao trimestre anterior e voltou a desacelerar em relação ao período homólogo para 0.7 por cento (1.1 por cento no quarto trimestre de 1998) (gráfico 2). Esta evolução reflecte o reduzido dinamismo da procura interna, apesar de uma aceleração do consumo privado neste trimestre, e a manutenção de um contributo negativo da procura externa líquida para o crescimento. No entanto,

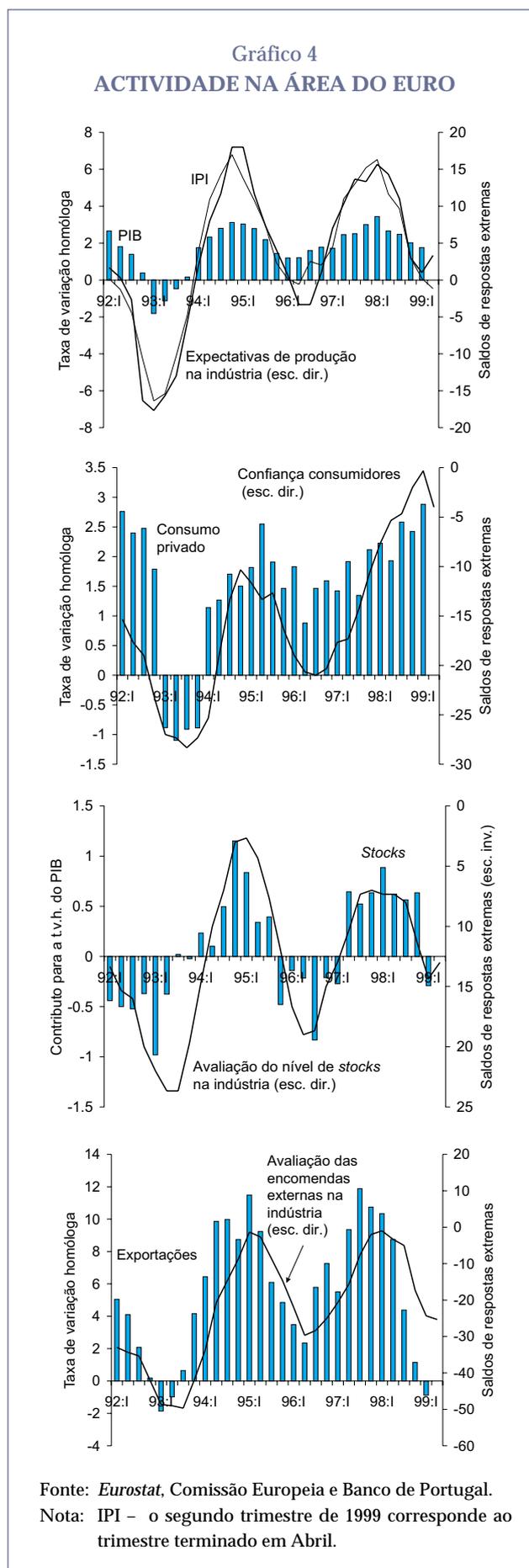
desde o início de 1999 tornou-se visível uma melhoria acentuada da confiança dos agentes económicos (empresários industriais e consumidores) que, a par da acentuada redução de taxas de juro entretanto ocorrida e de alguma estabilização da situação económica mundial, aponta para uma evolução mais positiva da actividade até ao final do ano. De acordo com as previsões da OCDE, o PIB deverá crescer, em termos reais, 0.7 por cento em 1999 (2.1 por cento em 1998). A inflação, medida pelo índice de preços no consumidor excluindo juros de crédito hipotecário, reduziu-se no primeiro semestre de 1999. Em termos de variação homóloga, situou-se em 2.2 por cento em Junho face a 2.6 por cento em Dezembro de 1998. Num contexto de perspectivas favoráveis para a inflação, o Banco de Inglaterra voltou a proceder a diversas reduções da taxa de referência durante o primeiro semestre de 1999, num total que ascende a 2.5 p.p. desde Outubro de 1998, para um nível de 5.0 por cento.

No primeiro semestre de 1999, e em contraste com o ocorrido no ano anterior, assistiu-se a uma subida significativa do preço do petróleo nos mercados internacionais, em particular a partir de Março, na sequência do acordo de redução da produção mundial de petróleo ratificado pelos países da OPEP a 23 de Março. Em Junho, o preço médio do Brent situou-se em 15.9 dólares por barril, o que representa um aumento de cerca de 60 por cento face ao nível em Dezembro de 1998. Os preços internacionais de outras matérias-primas industriais continuaram a registar uma variação negativa em relação ao período homólogo na média do primeiro semestre de 1999 (cerca de 8 por cento). No entanto, a partir de Março o ritmo de queda tornou-se menos acentuado, tendo-se mesmo verificado uma variação nula no mês de Junho.

No primeiro trimestre de 1999, a actividade económica na área do euro terá interrompido a tendência de abrandamento observada ao longo de 1998. De acordo com a primeira estimativa do Eurostat, o PIB cresceu, em termos reais, 0.4 por cento no primeiro trimestre de 1999 face ao trimestre anterior (após um aumento de 0.3 por cento no último trimestre de 1998). No entanto, face ao período homólogo, o crescimento do produto voltou a reduzir-se, de 2.0 para 1.8 por cento (gráfico 2). Neste período, a actividade foi negativamente afectada pela correcção do anterior processo de

acumulação de existências (gráfico 4). As restantes componentes da procura interna registaram, pelo contrário, uma aceleração. O consumo privado cresceu 2.9 por cento em taxa homóloga (2.4 por cento no quarto trimestre de 1998), em linha com o elevado nível de confiança dos consumidores atingido no início de 1999. A FBCF acelerou de 3.0 para 3.9 por cento, em parte devido a um comportamento mais favorável do sector da construção. A procura externa líquida deu um contributo menos negativo para o crescimento no primeiro trimestre de 1999 (-0.5 p.p. face a -0.8 p.p. no trimestre anterior). A desaceleração das exportações neste trimestre (queda de 0.9 por cento, em termos homólogos, face a um crescimento de 1.2 por cento no quarto trimestre de 1998) foi acompanhada por uma desaceleração acentuada das importações (de 3.6 para 0.5 por cento).

As indicações mais recentes parecem confirmar a expectativa de uma recuperação da actividade ao longo de 1999, em particular na segunda metade do ano. À medida que se verificar uma moderação da influência negativa da correcção de existências e das exportações líquidas sobre o PIB, o crescimento na área do euro deverá reflectir o relativo dinamismo das restantes componentes da procura interna. Nesse sentido apontam igualmente a melhoria do enquadramento externo da área do euro observada nos últimos meses e a evolução das condições monetárias internas (o Conselho do Banco Central Europeu decidiu reduzir, no dia 8 de Abril, a taxa de juro das operações principais de refinanciamento em 0.5 p.p. para 2.5 por cento; o euro depreciou, em termos reais efectivos, cerca de 8 por cento no primeiro semestre de 1999 face ao final do ano anterior). No sector industrial, onde se concentrou o enfraquecimento da actividade ao longo de 1998, a produção continuou a desacelerar em relação ao período homólogo até Abril mas existem indicações de alguma estabilização face às quedas nos meses anteriores. A confiança dos empresários industriais na área do euro registou uma melhoria ao longo do segundo trimestre de 1999, após o nível particularmente baixo atingido em Março. Esta evolução reflecte não apenas as expectativas mais positivas quanto à evolução da produção mas também uma ligeira redução do número de industriais que considera excessivo o seu actual nível de existências (gráfico 4). Adicionalmente, a avaliação dos industriais quanto às



encomendas externas interrompeu a tendência de deterioração observada até ao primeiro trimestre de 1999. A confiança dos consumidores registou algum enfraquecimento a partir de Março, face ao elevado nível atingido no início do ano, reduzindo-se assim a divergência pouco usual entre a evolução da confiança dos consumidores e dos industriais que se vinha a observar desde meados de 1998.

A evolução da actividade na área do euro nos meses decorridos de 1999 não parece pôr em causa as projecções disponíveis para o crescimento no conjunto do ano nem o perfil de recuperação intra-anual. De acordo com as projecções da OCDE, o PIB deverá crescer 2.1 por cento na área do euro no conjunto de 1999, o que representa de qualquer modo uma desaceleração face ao ano anterior (2.6 por cento). O comportamento diferenciado das economias da área do euro, em particular das maiores, deverá atenuar-se no ano em curso, relativamente ao observado em 1998, segundo as projecções da OCDE. De acordo com a informação disponível para o primeiro trimestre de 1999, as economias alemã e italiana registaram um crescimento positivo face ao trimestre anterior, ligeiramente acima do esperado, após a queda em termos reais observada no último trimestre de 1998. No entanto, a actividade continuou a crescer a um ritmo reduzido face ao período homólogo nestes dois países (0.8 por cento na Alemanha e 0.9 por cento em Itália). Em França e em Espanha, o PIB continuou a crescer, em termos homólogos, a um ritmo forte no primeiro trimestre de 1999 (2.3 e 3.4 por cento, respectivamente), embora desacelerando de forma expressiva no caso da França em relação ao final de 1998.

As perspectivas de evolução dos preços na área do euro, em 1999, mantêm-se favoráveis e em conformidade com o conceito de estabilidade de preços. No primeiro semestre de 1999, a inflação, medida pelo IPCH, situou-se em 0.9 por cento face ao período homólogo (crescimento médio de 1.1 por cento em 1998). A generalidade das componentes do IPCH registou um menor crescimento dos preços neste período, em contraste com a evolução dos bens energéticos que reflectiram a subida do preço do petróleo nos mercados internacionais (a variação homóloga do preço dos produtos energéticos passou de -4.8 por cento no final de 1998 para 1.4 por cento em Junho).

3. INFLAÇÃO

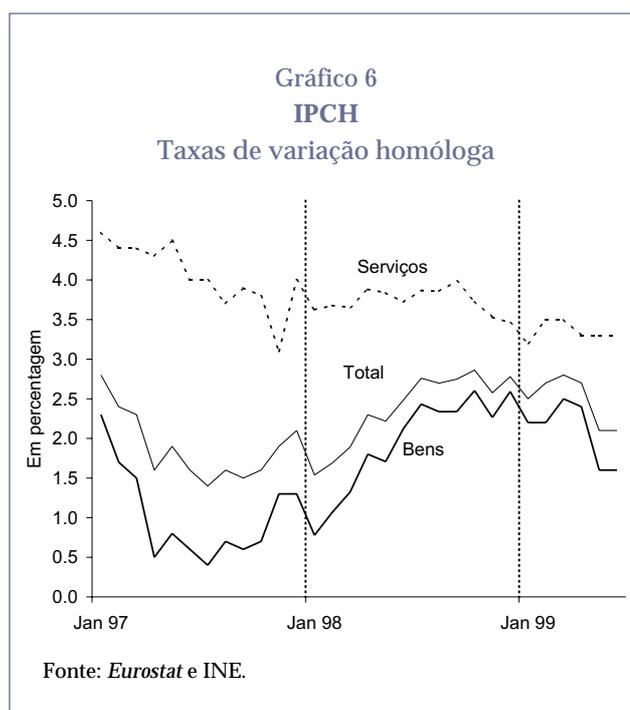
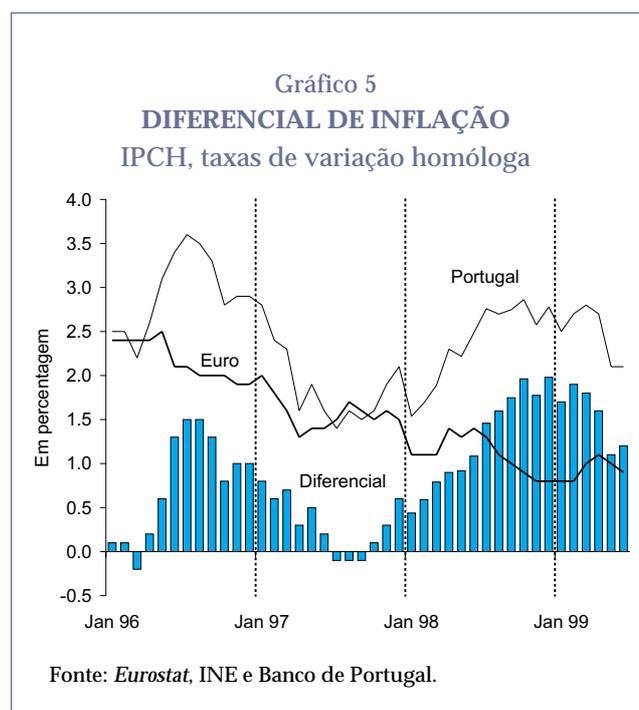
A inflação, medida pela variação homóloga do Índice de Preços no Consumidor Harmonizado (IPCH), situou-se em 2.1 por cento em Maio e em Junho, depois de ter permanecido relativamente estabilizada em torno de 2.7 por cento desde o terceiro trimestre de 1998 (gráficos 5 e 6). Refira-se que, em termos de variação média anual, o IPCH tinha aumentado 1.9 por cento em 1997 e 2.4 por cento em 1998⁽³⁾.

A redução no crescimento dos preços verificada em Maio e em Junho confirma as expectativas de um menor crescimento médio anual do IPCH em 1999, em relação a 1998. Como era esperado, observou-se nos últimos meses uma correcção do aumento anormalmente elevado dos preços dos bens alimentares, ocorrido em 1998. Adicionalmente, verificou-se uma dissipação das pressões sobre os preços de alguns serviços resultantes da realização da Expo-98. No mesmo sentido, em 1999 estarão a esgotar-se os efeitos da depreciação do escudo em relação ao conjunto das moedas do Mecanismo Cambial do Sistema Monetário Europeu, associada à convergência destas moedas para as respectivas paridades centrais durante o período de transição para o euro.

Apesar da flutuação da variação homóloga do IPCH, é importante realçar que, desde 1997, se tem registado uma relativa estabilidade no comportamento dos indicadores de tendência de inflação calculados pelo Banco de Portugal, conforme é ilustrado no gráfico 7, através da evolução da média aparada a 10 por cento e da primeira componente principal⁽⁴⁾. De referir, contudo, que, ao longo do primeiro semestre de 1999, teve lugar uma redução da taxa de variação homóloga associada à componente principal e à média aparada. Em Junho, a média aparada a 10 por cento situou-se em 2.1 por cento (2.5 por cento em Dezembro), enquanto que a componente principal se situou em 2.4 por cento (2.7 por cento no final de 1998). Neste mês de Junho, a variação homóloga do IPC, índice

(3) Ver nota pé-de-página 2.

(4) Sobre a medida de cálculo dos indicadores de tendência de inflação habitualmente utilizadas pelo Banco de Portugal, veja-se C. Coimbra e P.D. Neves, (1997), "Indicadores de tendência de inflação", *Boletim Económico* do Banco de Portugal, Volume 3, Número 1, Março de 1997.



a partir do qual se calculam aqueles indicadores, foi de 2.3 por cento (3.2 por cento em Dezembro).

A evolução recente da inflação está em linha com o comportamento dos seus principais determinantes. Não se encontra disponível, ainda, informação sobre preços das importações no primeiro semestre. É de admitir, contudo, que se tenha continuado a verificar a evolução favorável dos preços das importações de bens de consumo, expressos em escudos, observada no segundo semestre de 1998⁽⁵⁾. Para esta evolução contribuíram o nível moderado da inflação nos nossos principais parceiros comerciais, a diminuição de alguns preços internacionais e o esgotamento dos efeitos temporários da depreciação do escudo, parte da qual resultou da aproximação do escudo às paridades centrais face às restantes moedas participantes na área do euro.

Os indicadores disponíveis não perspectivam, para 1999, alterações significativas para as restantes determinantes da inflação. De facto, no primeiro semestre de 1999, continuaram a registar-se al-

gumas pressões no mercado de trabalho, traduzidas na manutenção de uma elevada taxa de crescimento dos salários (veja-se secção 5). Por outro lado, continuou a verificar-se um elevado ritmo de crescimento da procura interna e, em particular, do consumo privado (veja-se secção 4). Note-se, a propósito, que, numa pequena economia aberta como a portuguesa, em situação próxima da plena utilização de recursos, as pressões de procura interna tenderão a reflectir-se principalmente no agravamento do défice comercial, e só de forma atenuada no comportamento dos preços.

Com base no IPCH, o diferencial de inflação em relação aos restantes países da área do euro diminuiu para 1.2 p.p. em Junho de 1999, depois de ter subido de 0.6 p.p. em Dezembro de 1997 para 2.0 p.p. em Dezembro de 1998 (gráfico 5). O aumento deste diferencial em 1998 foi bastante influenciado pela ocorrência dos referidos efeitos irregulares ou temporários e pela evolução cambial.

O gráfico 8 apresenta a evolução do diferencial de inflação, em 1998 e no primeiro semestre de 1999, decomposta aproximadamente nos contributos dos principais agrupamentos do IPCH. Em 1998, os preços dos bens alimentares e dos bens industriais energéticos contribuíram com 1.0 p.p. e 0.3 p.p., respectivamente, para o aumento de 1.4 p.p. observado no diferencial de inflação. Verifica-se, assim, por um lado, que o aumento do diferencial em 1998 esteve muito associado ao com-

(5) De acordo com a Direcção-Geral das Relações Económicas Internacionais, os preços das importações de bens de consumo apresentaram um crescimento de 3.1 e de 0.8 por cento no primeiro e no segundo semestres de 1998, respectivamente. Estas variações foram significativamente influenciadas pelo preço do peixe seco importado, que contribuiu com 0.9 p.p. para a taxa de crescimento média anual, em 1998, dos preços das importações de bens de consumo.

portamento dos preços dos bens alimentares. Por outro lado, ao contrário do que se verificou na generalidade dos restantes países da área do euro, em Portugal a descida dos preços do petróleo não foi repercutida nos preços dos combustíveis no consumidor. Tal como em 1996-1997, em que se tinha verificado um aumento dos preços do petróleo, o Governo optou por manter os preços máximos de venda ao público.

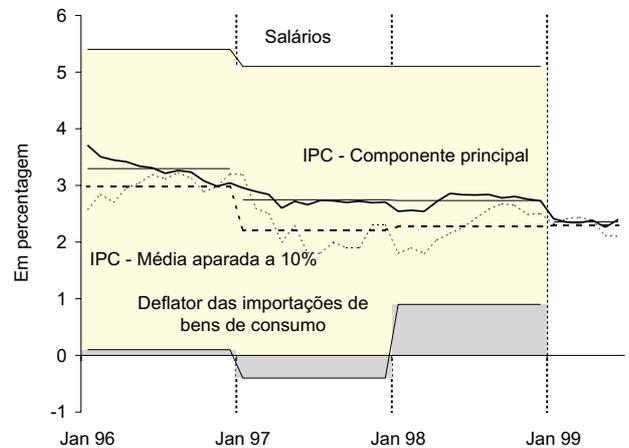
Em 1999, o diferencial de crescimento dos preços dos produtos alimentares situou-se em torno dos 3 p.p., até Abril, tendo diminuído para 2.3 p.p. em Maio, quando se iniciou a correcção dos efeitos irregulares de 1998. Na sequência do verificado no ano transacto, os preços dos combustíveis na área do euro aumentaram em 1999, respondendo desta feita ao aumento dos preços do petróleo nos mercados internacionais. Em Portugal, estes preços permaneceram estáveis, enquanto que, adicionalmente, se verificou uma descida das tarifas da electricidade. Assim, o diferencial de crescimento dos preços dos bens industriais energéticos passou de valor positivo de 4.8 p.p. em Dezembro de 1998 para um valor negativo de 3.4 p.p. em Junho de 1999. Entre estes dois meses, o diferencial de inflação diminuiu 0.8 p.p., com contributos de 0.7 p.p. dos preços dos bens energéticos e de 0.2 p.p. dos preços dos bens alimentares⁽⁶⁾. À semelhança de 1998, os diferenciais de inflação para as restantes componentes (bens industriais não energéticos e serviços) mantiveram-se virtualmente estáveis.

4. PROCURA E PRODUÇÃO

De acordo com a informação disponível para a economia portuguesa, a actividade económica terá registado uma desaceleração nos primeiros meses de 1999, mantendo, no entanto, um crescimento elevado. Esta indicação é ilustrada pelo indicador coincidente do Banco de Portugal que, no primeiro trimestre, registou uma ligeira desaceleração em relação ao verificado em 1998 (gráfico 9). A evolução da actividade económica, nos primeiros meses de 1999, continuou a ser caracterizada por um crescimento forte da procura interna. O consumo

(6) O impacto dos preços dos bens alimentares foi menor no diferencial de inflação do que na taxa de inflação em Portugal devido ao facto destes preços também terem desacelerado na área do euro.

Gráfico 7
TENDÊNCIA DE INFLAÇÃO, SALÁRIOS
E PREÇOS DE IMPORTAÇÃO DE
BENS DE CONSUMO
Taxas de variação

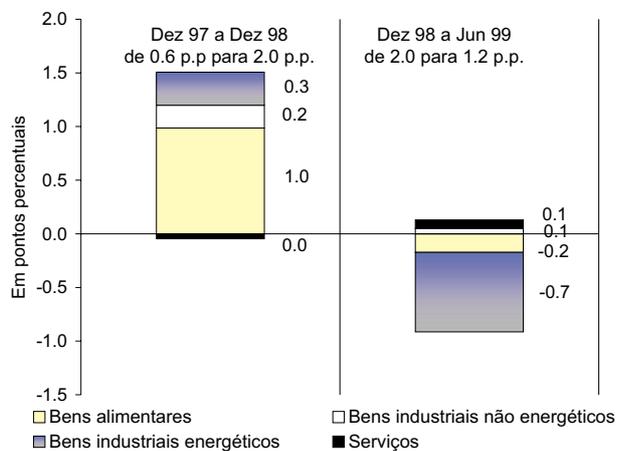


Fonte: INE, Banco de Portugal e Direcção-Geral das Relações Económicas Internacionais.

Nota: Salários e deflator das importações de bens de consumo estão em taxas de variação anual.

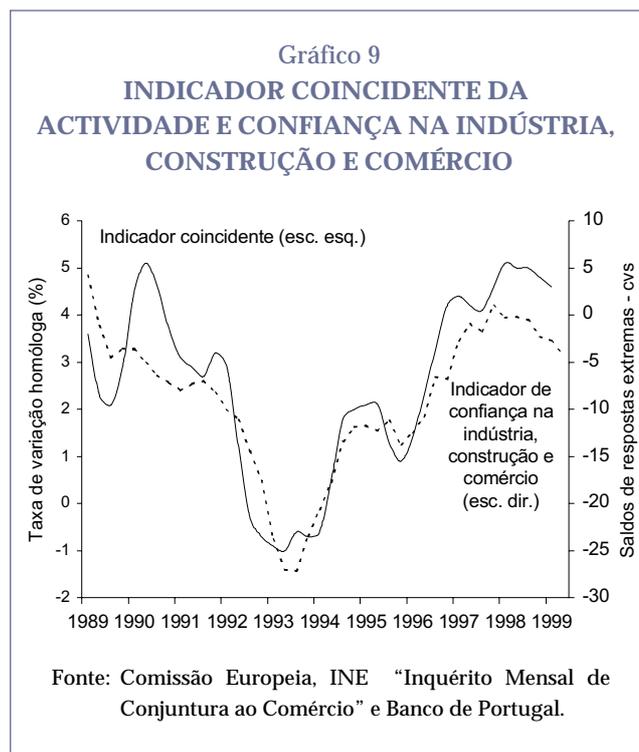
Gráfico 8
IPCH

Contributos para a evolução do diferencial



Fonte: Eurostat e INE.

privado terá mantido um elevado dinamismo, enquanto se terá verificado uma desaceleração do investimento. No primeiro trimestre, de acordo com os dados disponíveis, o contributo da procura externa líquida para o crescimento continuou a ser negativo, tendo-se observado uma estabilização das exportações de mercadorias a par de uma desaceleração das importações.



Em linhas gerais, a evolução económica no período analisado está em linha com a previsão divulgada no *Boletim Económico* (BE) de Março, que apontava para um crescimento do PIB no intervalo $2\frac{3}{4}$ - $3\frac{1}{4}$ por cento em 1999 (3.9 por cento em 1998). Relativamente ao conjunto de riscos da previsão identificados no BE de Março, parece actualmente menor o risco de um cenário internacional mais desfavorável, que conduziria a um menor crescimento das exportações e do produto. No entanto, terá aumentado a probabilidade de um maior dinamismo da procura interna relativamente ao previsto o que, a concretizar-se, pode levar a um crescimento do PIB mais próximo do limite superior do intervalo.

Os indicadores de conjuntura sugerem que o ritmo de crescimento do **consumo privado** se terá mantido elevado no primeiro semestre do ano. O crescimento deste agregado no conjunto do ano pode vir a situar-se mais próximo do limite superior do intervalo previsto no BE de Março ($4\frac{1}{4}$ a $4\frac{3}{4}$ por cento, que compara com 5.6 por cento em 1998). O comportamento do consumo privado nos primeiros meses de 1999 continuou a reflectir os elevados níveis de confiança das famílias, resultantes de uma avaliação globalmente positiva da sua situação financeira e da situação económica geral. O crescimento do rendimento disponível continuou a ser suportado por ganhos de empre-

go, em particular no que se refere ao emprego por conta de outrem, e por um aumento dos salários reais. Por outro lado, as taxas de juro, embora em menor grau, voltaram a reduzir-se — reforçando as descidas verificadas em anos anteriores — mantendo um impacto expansivo sobre as decisões de consumo e investimento das famílias. Refira-se que o crédito bancário a particulares para fins que não habitação manteve um crescimento muito acentuado até Maio (quadro 3).

Os indicadores de natureza qualitativa apontam para um crescimento forte do consumo privado no primeiro semestre de 1999. O indicador coincidente do consumo privado do Banco de Portugal, que constitui uma síntese dessa informação, apresentou, no primeiro trimestre de 1999, uma taxa de crescimento superior à registada ao longo do ano transacto (gráfico 10). No primeiro semestre, verificou-se um aumento dos saldos de respostas extremas referentes ao volume de vendas no comércio a retalho face ao segundo semestre de 1998 (gráfico 11). A opinião dos empresários produtores de bens de consumo relativamente à procura interna manteve igualmente níveis elevados na média do período. Ambos os indicadores sugerem, no entanto, alguma desaceleração do consumo privado no segundo trimestre.

As importações de bens de consumo apresentaram um crescimento nominal de 8.6 por cento nos primeiros quatro meses do ano (18.1 por cento no ano de 1998)⁽⁷⁾⁽⁸⁾. Refira-se, no entanto, que as importações de material de transporte — onde se incluem as compras ao exterior de automóveis ligeiros de passageiros — apresentaram um crescimento bastante elevado (18.9 por cento nos primeiros quatro meses do ano), que deverá ser associada à aceleração da despesa das famílias neste tipo de bens. Nos primeiros quatro meses de 1999, verificou-se uma desaceleração da produção industrial de bens de consumo — o Índice de Produção Industrial (IPI) destes bens reduziu-se 2.2 por cento

(7) Salvo indicação em contrário, todas as taxas de variação referidas no texto correspondem a taxas homólogas.

(8) As taxas de variação dos dados de comércio externo em 1998 e 1999 são obtidas confrontando os valores correspondentes às primeiras versões do período com as versões homólogas do ano anterior. Como se discutirá mais adiante, as taxas de variação das exportações e importações calculadas para 1999 com base neste procedimento tendem a subestimar as verdadeiras taxas de crescimento destas variáveis.

Quadro 3

INDICADORES DA PROCURA

		1997	1998	1999 ^(a)	Último mês	1997					1998				1999					
						1ºS	2ºS	1ºS	2ºS	1ºS	1ºT	2ºT	3ºT	4ºT	1ºT	2ºT	3ºT	4ºT	1ºT	2ºT
Consumo privado																				
Índice de volume de negócios no comércio a retalho	tvh	5.1	11.1	7.9	(Mar)	4.5	5.6	12.3	10.2		4.5	4.5	4.9	6.3	11.3	13.1	9.5	10.7	7.9	
Matrículas de automóveis ligeiros de passageiros	tvh	7.3	13.2	19.6	(Jun)	7.6	6.9	8.7	18.1	19.6	6.4	8.7	7.4	6.4	6.3	11.0	11.7	24.5	23.3	16.1
Vendas de automóveis ligeiros de passageiros incl. todo-o-terreno	tvh	-0.8	18.1	24.7	(Jun)	-2.7	1.5	13.6	23.0	24.7	-3.3	-2.1	-1.3	4.0	5.4	21.7	23.6	22.5	35.0	15.9
Crédito bancário a particulares (excl.habituação)	tvh	22.9	23.0	29.0	(Mai)	22.4	22.9	18.0	23.0		22.4	22.4	20.9	22.9	17.9	18.0	18.9	23.0	18.3	
Investimento																				
Vendas de cimento	tvh	11.9	4.7	2.1	(Jun)	19.5	5.3	4.6	4.7	2.1	22.6	16.8	9.4	0.9	10.0	-0.2	0.2	9.9	-0.6	4.8
Obras adjudicadas	tvh	26.1	-26.8	-28.9	(Jun)	66.9	-4.8	-26.4	-27.4	-28.9	73.1	61.5	-10.7	1.2	-14.7	-37.3	-13.1	-40.3	-28.3	-29.6
Crédito bancário a particulares para habitação	tvh	27.4	34.8	35.2	(Mai)	25.7	27.4	31.4	34.8		25.8	25.7	28.0	27.4	29.5	31.4	32.6	34.8	36.5	
Crédito bancário a empresas para investimento	tvh	26.6	19.0	20.7	(Mai)	22.5	26.6	25.8	19.0		21.2	22.5	30.1	26.6	21.7	25.8	12.3	19.0	20.7	
IPI de bens de equipamento, excl. fabric. automóveis e carroçarias	tvh	-0.1	8.8	-0.2	(Abr)	-1.4	1.3	9.6	8.0		-0.4	-2.4	1.0	1.6	8.6	10.5	8.3	7.6	0.6	
Importações de bens de equipamento, excl. material de transporte ^(b)	tva	14.7	18.9	6.7	(Abr)															
Exportações de bens de equipamento, excl. material de transporte ^(b)	tva	22.2	17.9	27.5	(Abr)															
Vendas de veículos comerciais ligeiros	tvh	20.9	11.9	5.2	(Jun)	27.0	15.6	8.8	15.0	5.2	28.3	25.6	19.6	12.8	14.6	2.8	6.8	21.3	-0.5	11.6
Vendas de veículos comerciais pesados	tvh	32.0	10.6	33.1	(Jun)	28.3	35.4	18.2	4.1	33.1	14.7	41.0	44.5	28.8	26.6	11.8	7.1	1.6	42.8	24.6
Comércio Externo^(b)																				
Exportações totais	tva	10.5	7.4	-1.4	(Abr)	6.1	15.1	12.2	2.6		2.7	9.5	12.7	17.4	13.7	10.7	6.8	-1.3	0.1	
Exportações de bens de consumo	tva	7.9	5.8	-3.0	(Abr)															
Exportações de bens de equipamento	tva	12.6	13.1	9.5	(Abr)															
Exportações de bens intermédios	tva	12.8	6.8	-7.7	(Abr)															
Exportações de combustíveis	tva	9.7	-27.8	-25.7	(Abr)															
Importações totais	tva	13.1	13.1	3.1	(Abr)	10.8	15.4	16.9	9.4		9.0	12.6	16.0	14.9	16.7	17.0	10.8	8.2	3.9	
Importações de bens de consumo	tva	11.3	18.1	8.6	(Abr)															
Importações de bens de equipamento	tva	14.2	21.3	12.7	(Abr)															
Importações de bens intermédios	tva	12.8	10.0	-8.8	(Abr)															
Importações de combustíveis	tva	15.2	-22.4	-1.0	(Abr)															

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

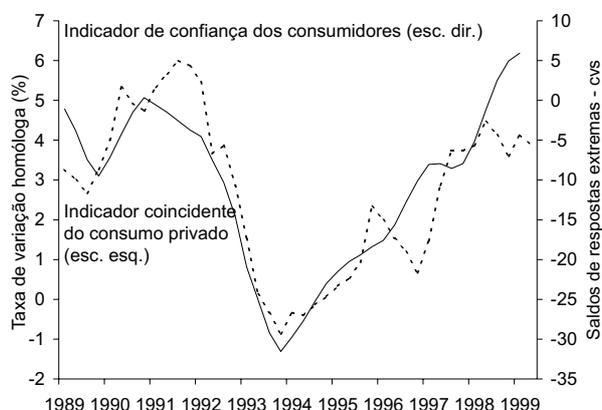
tvh= taxa de variação homóloga.

tva= taxa de variação acumulada.

(a) Valores acumulados até ao último mês disponível.

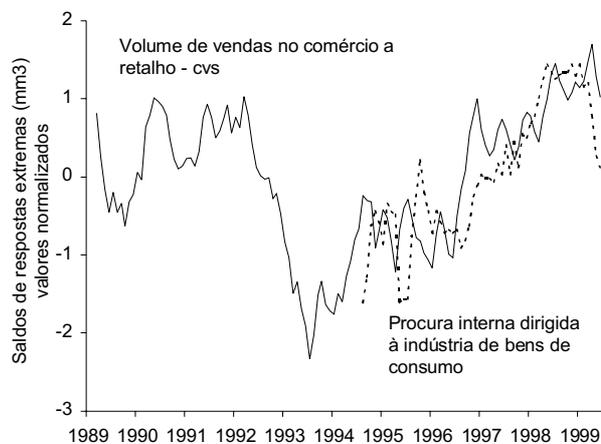
(b) As taxas de variação das exportações e importações resultam da comparação das versões definitivas, em 1997, da comparação de valores declarados preliminares para o período de Janeiro a Dezembro, em 1998, e da comparação de valores declarados preliminares para o período Janeiro a Abril, em 1999. No que se refere ao ano de 1999, ver notas (14) e (15) deste texto.

Gráfico 10
INDICADOR COINCIDENTE DO CONSUMO PRIVADO E INDICADOR DE CONFIANÇA DOS CONSUMIDORES



Fonte: Comissão Europeia e Banco de Portugal.

Gráfico 11
INDICADORES QUALITATIVOS DO CONSUMO PRIVADO



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

o que compara com um crescimento de 5.0 por cento no último trimestre de 1998⁽⁹⁾. A desaceleração concentrou-se na produção de bens de consumo não duradouros e estará relacionada, em larga medida, com a evolução das exportações. No período de Janeiro a Abril, as exportações de bens de consumo apresentaram uma redução de 3.0 por cento (crescimento de 5.8 por cento em 1998).

O consumo de bens duradouros manteve-se particularmente forte, de acordo com a opinião dos retalhistas deste tipo de bens relativamente ao seu volume de vendas e nível de actividade. Refira-se ainda que a aquisição de automóveis de passageiros aumentou 19.6 por cento no primeiro semestre, avaliando pelo número de livretes emitidos pela Direcção-Geral de Viação (face a 13.2 por cento no conjunto do ano de 1998)⁽¹⁰⁾. O Índice de Volume de Negócios no Comércio a Retalho de móveis, artigos de iluminação e outros artigos para o lar aumentou 6.9 por cento no primeiro trimestre de 1999 (10.9 por cento no conjunto de 1998), continuando este tipo de despesas a estar associadas ao dinamismo do investimento das famílias em habitação.

O investimento terá registado uma desaceleração nos primeiros meses de 1999. O abrandamento terá afectado quer a FBCF em construção quer a FBCF em equipamento. Esta evolução da FBCF está em consonância com a desaceleração prevista no BE de Março para o conjunto do ano. Por outro lado, a informação relativa à apreciação do nível de existências, contida nos Inquéritos de Conjuntura à Indústria e ao Comércio, aponta para uma acumulação de existências no primeiro semestre do ano.

Relativamente à FBCF em construção, os indicadores de consumo de materiais sugerem que a desaceleração, observada em 1998, prosseguiu no primeiro semestre de 1999. No primeiro semestre, as vendas de cimento aumentaram 2.1 por cento (4.7 por cento na segunda metade de 1998). O abrandamento terá continuado a resultar do comportamento do subsector de obras públicas, tendo-se voltado a observar uma redução do valor das obras adjudicadas nos primeiros cinco meses do ano (quadro 3). No entanto, o Inquérito de Conjuntura à Construção e Obras Públicas revela que a carteira de encomendas neste subsector registou uma ligeira recuperação no final do primeiro semestre de 1999 (gráfico 12). Por seu lado, a

(9) A evolução do Índice de Volume de Negócios na Indústria de bens de consumo também desacelerou, tendo registado uma redução de 1.6 por cento no período de Janeiro a Abril (crescimento de 1.5 por cento no quarto trimestre de 1998).

(10) Refira-se que se verificou igualmente uma aceleração da despesa em automóveis de passageiros novos (crescimento de 21.2 por cento no primeiro semestre de 1999, face a 16.5 por cento no conjunto de 1998).

carteira do subsector de construção de habitação manteve-se em níveis elevados. O investimento neste segmento terá continuado a ser impulsionado pelos efeitos desfasados da redução de taxas de juro, pela evolução do rendimento disponível das famílias e pelos elevados níveis de confiança dos consumidores. Nos primeiros meses de 1999, o crédito bancário a particulares para habitação continuou a apresentar taxas de variação muito elevadas (quadro 3). Permanecem incertos os efeitos das alterações ao sistema de bonificação do crédito à aquisição e construção de casa própria⁽¹¹⁾, introduzidas com o objectivo de prevenir excessos na sua utilização e as fraudes.

A desaceleração da FBCF em equipamento nos primeiros meses de 1999 pode ser explicada por diversos factores. A confiança no sector industrial continuou a reduzir-se no período, reflectindo uma evolução menos positiva das expectativas da procura global e, em particular, da procura externa. A taxa de utilização da capacidade na indústria reduziu-se no primeiro trimestre do ano (quadro 4), tendo-se verificado uma redução da percentagem de industriais que referem a insuficiência de equipamento como uma limitação à actividade⁽¹²⁾. A evolução das taxas de juro manteve-se, no entanto, como um incentivo às despesas de investimento. Entre Dezembro de 1998 e Junho de 1999, registou-se uma nova descida das taxas de juro activas de empréstimos a sociedades não financeiras. O crédito bancário a sociedades não financeiras para investimento manteve, assim, um forte crescimento (20.7 por cento em Maio, que compara com 19.0 por cento em Dezembro de 1998).

(11) Estas alterações compreenderam:

- a fixação de valores máximos da habitação a adquirir ou construir (Decreto-Lei nº 349/98 de 11 de Novembro, com produção de efeitos no prazo de 90 dias);
- a impossibilidade de contracção de outros empréstimos para a mesma finalidade em qualquer regime de crédito, bem como a impossibilidade de dar como garantia o imóvel, antes de decorrido o prazo de cinco anos a contar da data da celebração do contrato de empréstimo à aquisição ou construção de habitação em regime de crédito bonificado, para efeitos de empréstimos com finalidade distinta (Decreto-Lei nº 137-B/99 de 22 de Abril, com produção de efeitos no prazo de 60 dias).

(12) A percentagem dos empresários que referem a insuficiência de equipamento como um dos impedimentos à actividade reduziu-se para 6 por cento do total no primeiro trimestre de 1999 (11 por cento no mesmo período do ano anterior).

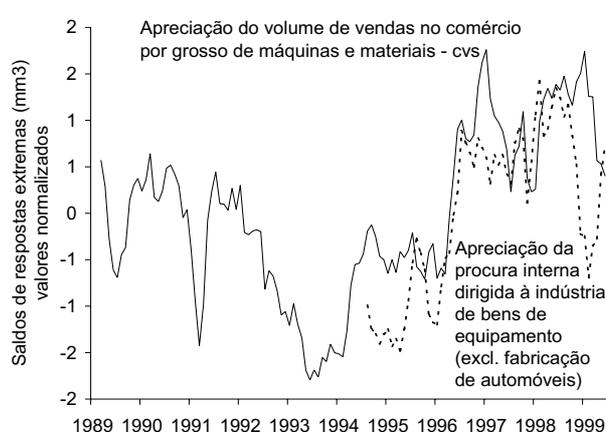


A apreciação dos empresários do comércio por grosso do subsector de máquinas e material para agricultura, indústria e comércio relativamente ao seu volume de vendas reduziu-se no primeiro semestre do ano, sugerindo um andamento menos dinâmico da FBCF em máquinas no período (gráfico 13). A opinião dos industriais produtores de bens de equipamento, excluindo a fabricação de automóveis, sobre a procura interna dirigida às suas indústrias terá evoluído igualmente menos favoravelmente na média do primeiro semestre de 1999. Refira-se ainda que, nos primeiros quatro meses de 1999, a produção das indústrias de bens de investimento⁽¹³⁾ registou uma desaceleração (decréscimo de 0.2 por cento, face a um aumento de 7.6 por cento no quarto trimestre de 1998). No período de Janeiro a Abril de 1999, as compras ao exterior de bens de equipamento excluindo material de transporte cresceram 6.7 por cento, em termos nominais (18.9 por cento em 1998), enquanto as exportações aumentaram 27.5 por cento (17.9 por cento em 1998) (quadro 3).

O investimento em material de transporte manteve um crescimento elevado no primeiro semestre do ano. No período, verificou-se uma desaceleração das vendas de veículos comerciais ligeiros — crescimento de 5.2 por cento face a 15.0 por cento na se-

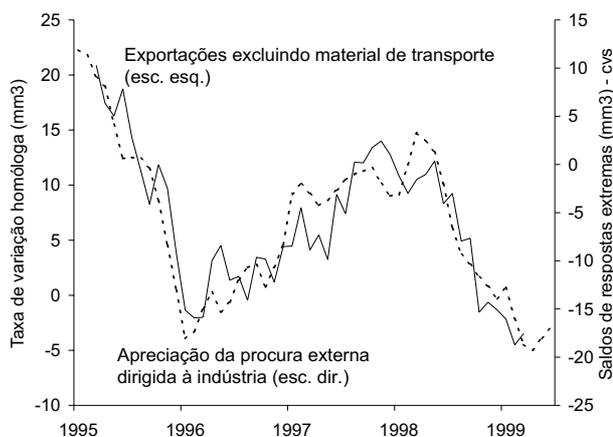
(13) Excluindo a fabricação de veículos automóveis e de carroçarias, reboques e semi-reboques.

Gráfico 13
INDICADORES QUALITATIVOS DE
INVESTIMENTO EM MÁQUINAS



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

Gráfico 14
EXPORTAÇÕES DE MERCADORIAS
E PROCURA EXTERNA



Fonte: INE, "Estatísticas do Comércio Internacional" e "Inquérito Mensal de Conjuntura à Indústria Transformadora".

gunda metade de 1998 — e uma forte aceleração das vendas de veículos comerciais pesados — aumento de 33.1 por cento contra 4.1 por cento no segundo semestre de 1998 (quadro 3).

O contributo da **procura externa líquida** para o crescimento manteve-se negativo nos primeiros meses de 1999, continuando a reflectir um crescimento mais significativo da procura interna em Portugal do que no exterior. No período de Janeiro a Abril, de acordo com a informação preliminar disponível, as exportações de mercadorias registaram uma redução de 1.4 por cento, enquanto as importações aumentaram 3.1 por cento, em termos nominais. Estas variações devem, no entanto, ser consideradas com alguma cautela, dadas as consideráveis revisões a que tem vindo a ser sujeitos os dados do comércio externo de 1999⁽¹⁴⁾. Estas revisões excedem largamente as observadas em períodos homólogos de anos anteriores e resultam do facto de os dados relativos a 1999 estarem a ser divulgados mais atempadamente do que no passado recente⁽¹⁵⁾. Deste modo, a primeira versão dos dados de 1999 terá deixado de ser totalmente comparável com a primeira versão do período homólogo do ano anterior e as taxas obtidas da comparação dessas primeiras versões subestimarão, em 1999, as verdadeiras taxas de variação nominal quer das exportações quer das importações.

De acordo com a opinião dos empresários da indústria transformadora, a sua carteira de encomendas externas, após ter continuado a desacelerar nos meses iniciais de 1999, registou alguma recuperação nos últimos meses do semestre. As exportações de mercadorias apresentaram, em termos gerais, um comportamento semelhante ao deste indicador nos primeiros meses de 1999 (gráfico 14). Uma recuperação das vendas ao exterior de mercadorias no segundo trimestre — sugerida pela opinião dos industriais — e a concretização da aceleração da actividade prevista para as economias da área do euro na segunda metade do ano (onde se concentra uma parte significativa das trocas de Portugal com o exterior) deverá conduzir

(14) Por exemplo, a taxa de variação homóloga mensal das exportações em Janeiro foi revista para cima em 4.1 p.p. entre a publicação de Janeiro e a publicação de Abril. A variação homóloga das exportações em Fevereiro foi revista em alta em 5.8 p.p. enquanto a variação de Março foi revista em 4.7 p.p. Do mesmo modo, a taxa de variação homóloga das importações no mês de Janeiro foi revista para cima em 3.6 p.p. entre a publicação de Janeiro e a publicação de Abril. As taxas para os meses de Fevereiro e Março foram igualmente revistas, em 4.9 p.p. e 1.0 p.p., respectivamente.

(15) Em 1999, o apuramento dos dados do comércio internacional tem vindo a ser feito até à décima semana após o fim do mês de referência, por oposição ao desfazamento habitual de 12 semanas.

Quadro 4

INDICADORES DA OFERTA

		1997	1998	1999 ^(a)	Último mês	1997		1998		1997				1998				1999
						1ºS	2ºS	1ºS	2ºS	1ºT	2ºT	3ºT	4ºT	1ºT	2ºT	3ºT	4ºT	1ºT
Indústria																		
Índices de produção industrial (base 1995)																		
Indústria transformadora	tvh	2.9	3.7	0.4	(Abr)	3.2	2.6	4.2	3.2	3.7	2.7	1.6	3.6	4.4	3.9	3.9	2.6	0.8
Indústria de bens de consumo	tvh	-0.6	5.6	-2.2	(Abr)	0.7	-2.0	5.2	6.0	2.0	-0.5	-2.0	-1.9	4.1	6.2	6.9	5.0	-0.9
Indústria de bens de investimento	tvh	0.7	5.5	1.2	(Abr)	-4.2	6.5	8.0	2.8	-5.2	-3.3	-1.7	13.9	8.1	7.9	10.2	-2.9	2.4
Indústria de bens intermédios	tvh	4.4	5.8	5.9	(Abr)	3.5	5.4	6.0	5.7	3.9	3.2	2.8	7.9	6.0	5.9	6.1	5.4	5.5
Índices de volume de negócios (base 1995)																		
Indústria transformadora	tvh	5.9	6.2	-1.4	(Abr)	4.0	7.7	8.9	3.5	1.2	6.7	7.2	8.2	11.1	6.9	5.4	1.8	-1.3
Indústria de bens de consumo	tvh	2.8	6.0	-1.6	(Abr)	1.0	4.5	8.5	3.6	-1.5	3.6	3.9	5.2	10.6	6.6	5.7	1.5	-1.8
Indústria de bens de investimento	tvh	8.1	12.2	1.9	(Abr)	1.3	15.1	17.7	7.2	-2.3	4.6	9.1	20.3	19.4	16.3	16.6	-0.1	5.3
Indústria de bens intermédios	tvh	6.6	4.8	-0.3	(Abr)	6.7	6.5	6.5	3.2	3.2	10.2	6.6	6.5	8.9	4.4	3.0	3.3	-0.6
Taxa de utilização da capacidade produtiva																		
Indústria transformadora	%	81	82	80	(1ºT)	80	81	82	81	80	80	82	81	83	81	81	82	80
Indústria de bens de consumo	%	79	79	79	(1ºT)	78	79	79	80	77	79	81	78	80	78	80	80	79
Indústria de bens de investimento, excl. fabricação de automóveis	%	84	87	85	(1ºT)	83	86	87	87	84	82	86	85	85	90	89	85	85
Indústria de bens intermédios	%	81	83	80	(1ºT)	80	82	83	82	80	81	83	82	84	83	82	83	80
Construção																		
Taxa de utilização da capacidade produtiva	%	79	79	73	(1ºT)	80	79	81	77	77	82	81	77	82	79	77	76	73

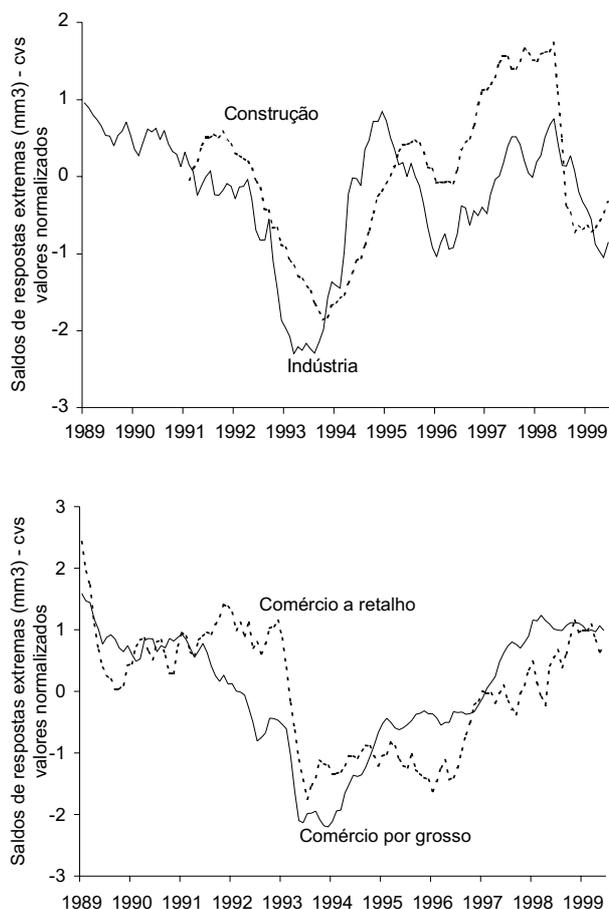
Fonte: INE.

tvh= taxa de variação homóloga.

Nota:

(a) Valores acumulados até ao último mês disponível.

Gráfico 15
APRECIÇÃO DA ACTIVIDADE-PRODUÇÃO



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

a um crescimento das exportações de bens e serviços para o conjunto do ano de 1999 em linha com a previsão apresentada no BE de Março.

As importações de mercadorias terão registado igualmente uma desaceleração nos primeiros quatro meses do ano, o que é explicado pelo menor dinamismo da procura global. A desaceleração das importações totais nominais no período resultou de uma redução nominal das compras de bens intermédios — reflectindo, por um lado, a desaceleração da actividade na indústria e, por outro, a evolução dos preços internacionais destes bens — e de um crescimento mais moderado das importações de bens de consumo e das importações de bens de equipamento (quadro 3). As importações de material de transporte (onde se incluem as

compras ao exterior de automóveis ligeiros de passageiros) mantiveram, no entanto, um crescimento elevado.

A evolução da despesa é corroborada pela análise dos indicadores de **produção**. No primeiro semestre de 1999, ter-se-ão continuado a observar comportamentos diferenciados da actividade nos principais sectores de actividade (gráfico 15). O sector de serviços terá mantido um crescimento elevado — em particular, o sector do comércio a retalho e por grosso — traduzido numa forte criação de emprego. Pelo contrário, a actividade na indústria transformadora e na construção desacelerou, em termos de média de semestre.

A produção na **indústria** registou uma desaceleração no primeiro semestre do ano. De acordo com o IPI da indústria transformadora, a produção aumentou 0.4 por cento no período de Janeiro a Abril (aumento de 2.6 por cento no quarto trimestre de 1998)⁽¹⁶⁾. Esta desaceleração reflectiu o comportamento das indústrias de bens de consumo (quadro 4). Na mesma linha, o Índice de Volume de Negócios na indústria transformadora apresentou uma redução de 1.4 por cento nos quatro primeiros meses do ano (aumento de 1.8 por cento no último trimestre de 1998). Deste modo, a taxa de utilização da capacidade reduziu-se no primeiro trimestre do ano, para 80 por cento (83 por cento no primeiro trimestre de 1998). A opinião dos industriais relativamente à evolução da produção aponta, no entanto, para alguma recuperação da actividade neste sector no final do semestre (gráfico 16). Essa opinião está associada a uma avaliação mais positiva da evolução da carteira de encomendas externa.

A actividade na **construção** desacelerou no primeiro semestre do ano. Esta evolução reflectiu-se no nível de utilização da capacidade produtiva do sector, que se reduziu para 73 por cento no primeiro trimestre de 1999 (82 por cento no período ho-

(16) Refira-se que os dados do IPI da indústria transformadora para 1998 e 1999 têm vindo a ser objecto de revisões significativas, resultantes da substituição de estimativas efectuadas para não respostas, ainda existentes à data do apuramento, por respostas efectivas das empresas, entretanto recebidas pelo INE. Por exemplo, a taxa de variação média anual do IPI da indústria transformadora em 1998 foi revista de 2.9 por cento na publicação de Março para 3.7 por cento na publicação de Abril. Do mesmo modo, a taxa de variação do IPI do primeiro trimestre passou de -0.9 por cento na publicação de Março para +0.8 por cento na publicação de Abril.

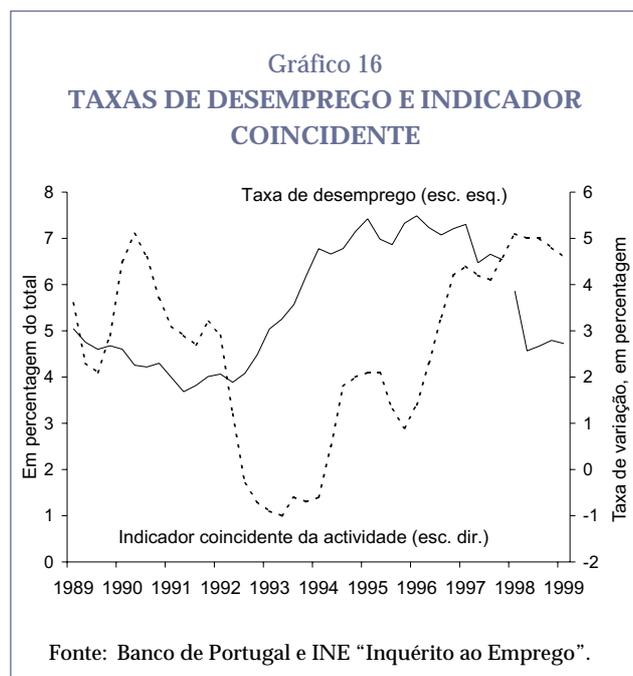
mólogo). A apreciação da actividade registou, no entanto, alguma melhoria no segundo trimestre. Tal reflectiu uma ligeira recuperação da carteira de encomendas no subsector de obras públicas, a par da manutenção de um elevado dinamismo no subsector de habitação. O crédito ao sector da construção manteve taxas de variação muito elevadas (cerca de 33 por cento em Maio de 1999, inalterada face a Dezembro de 1998).

A actividade no sector de **serviços** ter-se-á mantido dinâmica nos meses iniciais de 1999. Nesse sentido aponta o aumento do emprego verificado neste sector no primeiro trimestre (4.4 por cento). A actividade no comércio continuou a evoluir positivamente ao longo dos primeiros seis meses de 1999, de acordo com a informação de natureza qualitativa disponível (gráfico 16). A apreciação da actividade por parte dos empresários do sector do comércio por grosso manteve-se relativamente estável. No comércio a retalho, essa apreciação situou-se, em termos médios, acima dos níveis verificados no segundo semestre de 1998, o que estará relacionado com o dinamismo do consumo privado no período.

5. MERCADO DE TRABALHO

As variáveis do mercado de trabalho continuaram a reflectir as condições cíclicas da economia, tendo-se verificado um aumento do emprego total e por conta de outrem, um aumento da taxa de actividade e uma redução do desemprego. A evolução da actividade económica possibilitou uma nova redução da taxa de desemprego no primeiro trimestre de 1999. De acordo com o Inquérito ao Emprego do INE, a taxa de desemprego fixou-se em 4.7 por cento no primeiro trimestre de 1999, reduzindo-se em 1.1 p.p. face ao período homólogo do ano anterior, e situando-se abaixo da média do conjunto do ano de 1998 (5.0 por cento). Esta evolução confirma a tendência de redução da taxa de desemprego iniciada no segundo semestre de 1996 (gráfico 16).

Como já referido⁽¹⁷⁾, o novo Inquérito ao Emprego do INE conduziu a uma quebra na série de taxa de desemprego entre 1997 e 1998. Uma evidência desta quebra é fornecida pela estimativa da taxa de desemprego para 1998 obtida a partir da lei de *Okun*⁽¹⁸⁾, que excede a taxa de desemprego observada em cerca de 1.0 p.p. Tomando em



consideração esta quebra de série, é possível obter estimativas para taxa natural de desemprego compatíveis com a série de taxa de desemprego do novo Inquérito. Estas estimativas situar-se-ão entre 4.5 e 5.0 por cento⁽¹⁹⁾. Verifica-se, deste modo, que o nível actual da taxa de desemprego se encontra próximo do limite inferior do intervalo estimado para a taxa natural de desemprego. No entanto, a alteração de regime económico confere algum grau de incerteza à natureza desta estimativa.

No primeiro trimestre de 1999, o número de desempregados reduziu-se em 18.5 por cento. Verificou-se uma redução quer dos desempregados à procura de novo emprego (-15.1 por cento) quer, em particular, dos desempregados à procura do primeiro emprego (-33.2 por cento). O desemprego de longa duração continuou igualmente a reduzir-se em proporção do desemprego total no primeiro trimestre do ano.

(17)Veja-se, por exemplo, o artigo do *Boletim Económico* de Março de 1999.

(18)A lei de *Okun* relaciona a taxa de desemprego (do anterior Inquérito ao Emprego) com o desvio do PIB relativamente a uma tendência linear. Esta relação, até 1997, previu sempre valores para a taxa de desemprego próximos dos observados, caracterizando-se por uma grande estabilidade.

(19)Este intervalo é obtido subtraindo às estimativas da taxa natural de desemprego — obtidas com base na série de desemprego do anterior Inquérito ao Emprego do INE (5.5-6.0 por cento) — a magnitude estimada da quebra de série (0.9 a 1 p.p.).

A taxa de actividade total — que tem, em geral, um perfil pro-cíclico — aumentou 0.4 p.p. no primeiro trimestre em relação ao trimestre homólogo, fixando-se em 50.5 por cento. Considerando apenas os indivíduos com idades compreendidas entre 15 e 64 anos, a taxa de actividade aumentou no mesmo período de 70.3 para 70.5 por cento.

O **emprego** total aumentou 2.3 por cento no primeiro trimestre do ano, em termos homólogos. O crescimento do emprego por conta de outrem foi mais significativo (4.1 por cento), o que reflectiu, em particular, o aumento dos contratados a prazo (12.8 por cento). O número de trabalhadores com contrato sem termo também aumentou (2.1 por cento). Pelo contrário, o emprego por conta própria contribuiu negativamente para a variação do emprego no trimestre, apresentando uma redução de 2.8 por cento.

No primeiro trimestre de 1999, o emprego aumentou no sector de serviços e no sector da construção, mas reduziu-se na indústria e na agricultura e pescas, de acordo com o Inquérito ao Emprego do INE. Destaque-se a contribuição dada pelo sector de serviços para a variação do emprego total neste período — contributo de 2.2 p.p. num total de 2.3 por cento. O emprego no comércio por grosso e a retalho, em particular, aumentou 5.5 por cento no período, o que deverá ser associado ao forte crescimento apresentado por estes sectores. Na indústria transformadora, a redução de emprego foi de 0.6 por cento.

A variação dos **salários** implícita na contratação colectiva para o sector privado foi de 3.3 por cento no primeiro semestre de 1999, que compara com 3.1 por cento no período homólogo do ano anterior. O número de trabalhadores abrangidos pelos contratos foi de 800.9 mil, ligeiramente inferior ao do mesmo período do ano anterior (1041.5 mil).

6. BALANÇA DE PAGAMENTOS E POSIÇÃO EXTERNA LÍQUIDA

No período de Janeiro a Abril de 1999, o défice resultante da soma dos saldos das Balanças Corrente e de Capital aumentou em 451.8 milhões de euros (m.e.) face ao mesmo período do ano anterior, situando-se em 2,115.5 m.e. (quadro 5). Este aumento das necessidades de financiamento da economia face ao exterior voltou a traduzir-se

num crescimento do endividamento externo das administrações públicas e do sector monetário residente.

À semelhança do ocorrido ao longo de 1998, o aumento do défice da Balança Corrente reflectiu, em larga medida, o comportamento da balança de mercadorias⁽²⁰⁾, cujo défice aumentou 415.5 m.e., para 3,743.9 m.e. nos primeiros quatro meses deste ano. As importações de mercadorias desaceleraram neste período, continuando no entanto, a apresentar um crescimento superior aos das exportações, em linha com o diferencial de crescimento entre a procura interna em Portugal e nos seus principais parceiros comerciais. No mesmo período, o excedente da Balança de Serviços apresentou um aumento de 100.5 m.e. (de 57.4 m.e. para 157.9 m.e.), resultante, em larga medida, de um menor défice de serviços técnico-profissionais. Nos primeiros meses de 1998, as importações deste tipo de serviços tinham apresentado um aumento acentuado, que esteve associado à realização da Expo-98. O défice da Balança de Rendimentos reduziu-se em 129.2 m.e., para 109.8 m.e., continuando a reflectir a evolução dos rendimentos de investimento, em particular dos rendimentos de investimento de carteira. No período de Janeiro a Abril de 1999, os rendimentos de investimento de carteira recebidos do exterior excederam os pagos ao exterior, por oposição ao ocorrido no mesmo período de 1998. Por outro lado, o défice de rendimentos associados a operações de depósitos continuou a aumentar nos primeiros meses de 1999, em linha com o aumento das responsabilidades externas líquidas dos bancos. O saldo de Transferências Correntes reduziu-se em 198.0 m.e. reflectindo, principalmente, as menores transferências públicas recebidas por Portugal nos primeiros meses de 1999 face a igual período do ano anterior. Esta redução esteve associada a atrasos nos recebimentos do Fundo Social Europeu. O excedente da Balança de Capital situou-se em 528.2 m.e., que compara com 596.2 m.e. no período de Janeiro a Abril de 1998.

A Balança Financeira apresentou um excedente de 3,018.0 m.e. nos primeiros quatro meses de 1999, superior em 559.7 m.e. ao verificado no mes-

(20) Os dados de comércio externo utilizados no saldo de mercadorias no período de Janeiro a Abril de 1999, estão sujeitos a significativas revisões dada a alteração do período de apuramento de resultados do INE. Ver notas 14 e 15 deste texto.

Quadro 5

BALANÇA DE PAGAMENTOS - base transacções

Em milhões de euros

	Janeiro-Abril 1998			Janeiro-Abril 1999		
	Débito	Crédito	Saldo	Débito	Crédito	Saldo
Balança Corrente	15 667.5	13 407.6	-2 259.9	15 542.5	12 898.8	-2 643.7
Mercadorias	11 223.9	7 895.5	-3 328.4	11 583.4	7 839.5	-3 743.9
Serviços	2 074.5	2 131.9	57.4	1 816.9	1 974.8	157.9
Transportes	552.5	435.5	-117.0	544.5	404.4	-140.2
Viagens e turismo	650.2	1 174.9	524.7	613.2	1 075.0	461.8
Seguros	31.4	19.6	-11.8	33.3	25.1	-8.2
Direitos de utilização	99.7	7.6	-92.0	83.5	6.9	-76.7
Outros serviços	639.6	463.6	-176.0	639.6	441.6	-35.4
Operações governamentais	101.1	30.7	-70.5	65.4	21.9	-43.5
Rendimentos	1 652.3	1 413.3	-239.0	1 535.3	1 425.5	-109.8
Rendimentos de trabalho	30.9	37.7	6.8	32.2	40.0	7.8
Rendimentos de investimento	1 621.4	1 375.6	-245.8	1 503.1	1 385.5	-117.5
Transferências correntes	716.8	1 966.9	1 250.1	606.9	1 659.0	1 052.1
Transferências públicas	538.6	894.0	355.5	423.3	545.9	122.6
Transferências privadas	178.2	1 072.9	894.6	183.6	1 113.1	929.6
Balança de Capital	55.4	651.7	596.2	68.7	596.9	528.2
Transferências de capital	48.3	640.5	592.2	59.1	587.9	528.8
Transferências públicas	5.1	590.7	585.6	4.5	552.4	547.9
Transferências privadas	43.3	49.8	6.5	54.7	35.5	-19.1
Aquisição/cedência de activos não produzidos não financeiros	7.1	11.2	4.1	9.6	9.0	-0.6
Balança Financeira	102 134.9	104 593.2	2 458.2	227 565.0	230 582.9	3 018.0
Investimento directo	3 025.7	2 935.6	-90.0	4 976.9	4 855.8	-121.1
Investimento de Portugal no exterior	738.3	259.9	-478.5	1 786.3	1 345.9	-440.4
Investimento do exterior em Portugal	2 287.3	2 675.7	388.4	3 190.6	3 509.9	319.3
Investimento de carteira	53 869.9	51 998.3	-1 871.5	57 605.9	57 626.6	20.7
Activos	36 122.5	32 634.0	-3 488.6	37 597.5	35 216.8	-2 380.7
Passivos	17 747.3	19 364.4	1 617.0	20 008.4	22 409.9	2 401.4
Outro investimento	44 485.2	48 533.8	4 048.6	152 539.4	155 316.6	2 777.3
Activos	28 233.2	27 551.9	-681.3	56 949.8	58 609.0	1 659.2
Passivos	16 252.0	20 982.0	4 729.9	95 589.6	96 707.7	1 118.1
Derivados financeiros	173.8	239.5	65.7	331.3	359.8	28.5
Activos de reserva	580.4	886.0	305.6	12 111.5	12 424.1	312.6
Ouro monetário	0.3	0.0	-0.3	0.0	141.4	141.4
Direitos de saque especiais	4.4	0.0	-4.4	30.0	119.9	89.8
Posição de reserva no FMI	145.7	5.0	-140.7	473.4	510.0	36.6
Moedas estrangeiras	429.9	880.9	451.0	11 603.2	11 649.7	46.5
Erros e omissões			-794.6			-902.5
Por memória:						
Balança Corrente + Balança de Capital	15 722.9	14 059.3	-1 663.7	15 611.2	13 495.7	-2 115.5

mo período de 1998. Tal como em 1998, as administrações públicas e as instituições financeiras monetárias residentes foram os sectores que mais contribuíram para esta entrada de capitais na economia portuguesa.

No período de Janeiro a Abril deste ano, as operações de investimento directo entre Portugal e o exterior apresentaram um défice de 121.1 m.e., que compara com 90.0 m.e. no período homólogo do ano anterior. Em termos líquidos, o investimento directo de Portugal no exterior reduziu-se ligeiramente, em 38.1 m.e., mas o investimento directo estrangeiro em Portugal registou, igualmente, uma diminuição (de 69.1 m.e.).

Nos primeiros quatro meses de 1999, as operações de investimento de carteira entre Portugal e o exterior apresentaram um saldo praticamente equilibrado (excedente de 20.7 m.e.), que contrasta com o défice de 1,871.5 m.e. verificado no mesmo período de 1998. Por um lado, as aplicações líquidas de residentes em títulos estrangeiros reduziram-se em 1,107.9 m.e. e, por outro, as aplicações líquidas de não residentes em títulos nacionais apresentaram um aumento de 784.4 m.e., em ambos os casos face ao período homólogo. Relativamente ao investimento de carteira de Portugal no exterior, as compras de obrigações estrangeiras foram menores que as verificadas no período homólogo (502.2 m.e. e 3,056.1 m.e., respectivamente). Por outro lado, verificou-se um aumento das aquisições de títulos de participação no capital de entidades não residentes, efectuadas maioritariamente por instituições financeiras monetárias. O investimento de carteira dos não residentes em Portugal foi dirigido na sua maioria para obrigações de dívida pública. As compras deste tipo de títulos por não residentes aumentaram em 2,066.2 m.e. face ao período homólogo. Esta maior entrada de capitais resultou, essencialmente, do investimento líquido em obrigações emitidas no mercado interno (1,550.8 m.e.), que contrasta com o desinvestimento líquido ocorrido no mesmo período de 1998 (-512.5 m.e.). No segmento de títulos de participação no capital registou-se um desinvestimento líquido, por oposição ao forte investimento verificado em Janeiro-Abril de 1998 (-232.9 m.e. face a 1,019.7 m.e., respectivamente).

Nos primeiros quatro meses deste ano, as operações financeiras incluídas na rubrica “Outro Investimento”, principalmente empréstimos e de-

pósitos, voltaram a estar na origem de significativas entradas de capitais na economia portuguesa (2,777.2 m.e.), mas inferiores às registadas no período homólogo do ano anterior (4,048.6 m.e.). Note-se, contudo, que a comparabilidade destes números é afectada pela alteração do conceito de reservas das Autoridades Monetárias em 1 de Janeiro de 1999 (ver caixa “*Impacto da Participação de Portugal Na União Económica e Monetária nas Estatísticas da Balança de Pagamentos*”).

As instituições financeiras monetárias foram responsáveis pela maioria das entradas de capitais de “Outro Investimento”. As operações efectuadas por estas entidades directamente com o exterior — na sua maioria, empréstimos e depósitos — saldaram-se por uma entrada de capitais de 2,375.1 m.e., inferior em 1,569.1 m.e. à registada em igual período de 1998. Note-se, no entanto, que a partir de Janeiro de 1999, uma parcela significativa destas operações passou a ser registada na Balança de Pagamentos como aumento de responsabilidades das Autoridades Monetárias no âmbito do sistema TARGET (ver caixa - *Impacto da participação de Portugal na União Económica e Monetária nas estatísticas da Balança de Pagamentos*). Assim, no período Janeiro-Abril de 1999, verificou-se um aumento de passivos das Autoridades Monetárias resultante de operações efectuadas através do sistema TARGET, que ascendeu a 2,351.4 m.e. No mesmo período, verificou-se, igualmente, um aumento dos activos das Autoridades Monetárias registados em Outro Investimento (872.1 m.e.), resultante, em larga medida, da transferência de activos de reserva para o Banco Central Europeu ocorrida no mês de Janeiro. Finalmente, as operações efectuadas por sociedades não financeiras e particulares registadas na rubrica Outro Investimento originaram uma saída líquida de capitais superior à verificada no período homólogo de 1998 (1,575.6 m.e. e 225.2 m.e., respectivamente). Por um lado, estas entidades fizeram maiores aplicações no exterior. Por outro lado, registaram uma redução de passivos — por oposição ao aumento no mesmo período de 1998 — resultante do reembolso líquido de empréstimos quer de curto prazo quer de longo prazo.

Ao longo do primeiro trimestre de 1999, e em consonância com as necessidades de financiamento, a posição externa líquida⁽²¹⁾ da economia portu-

(21) Note-se, no entanto, que um conjunto de disponibilidades e responsabilidades em relação ao exterior (*continua...*)

**IMPACTO DA PARTICIPAÇÃO DE PORTUGAL NA UNIÃO ECONÓMICA E MONETÁRIA
NAS ESTATÍSTICAS DA BALANÇA DE PAGAMENTOS**

As estatísticas da Balança de Pagamentos elaboradas e divulgadas pelo Banco de Portugal foram objecto de significativas alterações quer na apresentação quer na cobertura e qualidade da informação utilizada, incorporando as recomendações metodológicas internacionais, nomeadamente da 5ª edição do Manual da Balança de Pagamentos do Fundo Monetário Internacional. Estas alterações foram explicadas no “Boletim Económico” de Março de 1999. A partir de Janeiro de 1999, a participação de Portugal na área do euro conduziu a outras alterações importantes no registo de determinadas operações financeiras na Balança de Pagamentos e, consequentemente, nas estatísticas relativas à Posição Externa Líquida.

Por um lado, o conceito de **Activos de Reserva** das Autoridades Monetárias foi alvo de significativas alterações, no contexto da participação de Portugal na União Económica e Monetária e reflectindo as recomendações do Banco Central Europeu (BCE). Assim, a partir de Janeiro de 1999, o conceito de “Activos de Reserva” inclui apenas os activos das Autoridades Monetárias que verifiquem simultaneamente duas condições: activos face a não residentes na Área do Euro e expressos em moedas de países fora da Área do Euro. Desta forma, existe uma quebra de série na rubrica “Activos de Reserva”, a partir desta data. A rubrica Outro Investimento - Activos das Autoridades Monetárias inclui a participação de Portugal no BCE (no valor de 96.2 m.e.), bem como os activos de reserva transferidos para o BCE no mês de Janeiro (no valor de 961.6 m.e.). As transacções de todos os outros activos sob a forma de empréstimos e depósitos das Autoridades Monetárias face a residentes de outros países da Área do Euro, qualquer que seja a moeda de denominação, e face a não residentes da Área do Euro, desde que denominados em moedas de países da Área do Euro, passam, igualmente, a estar incluídos na rubrica Outro Investimento — Activos das Autoridades Monetárias. O mesmo ocorre com os títulos com estas características transaccionados pelas Autoridades Monetárias, que deixam de ser considerados como Reservas e passam a ser registados como Investimento de Carteira — Activos das Autoridades Monetárias⁽¹⁾. O tratamento das disponibilidades e responsabilidades das Autoridades Monetárias sobre o exterior ao nível da Posição Externa Líquida foi também reformulado, de acordo com as alterações verificadas ao nível dos registos dos respectivos fluxos na balança de pagamentos (ver quadro 1).

Por outro lado, em 1 de Janeiro de 1999, entrou em funcionamento o **sistema TARGET** (Transferências Automáticas Transnacionais de Liquidação pelos Valores Brutos em Tempo Real). O sistema TARGET permite efectuar pagamentos transnacionais com uma celeridade e segurança idêntica à dos sistemas internos, o que constitui um aspecto fundamental para a condução eficiente das operações de política monetária do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) e para a unicidade do mercado monetário do euro. O sistema TARGET desempenha um papel importante na gestão da liquidez em euros, permitindo uma rápida circulação de elevados montantes denominados nesta moeda entre os vários Estados-membros da União Europeia.

Quadro 1

**TRATAMENTO ESTATÍSTICO DOS
ACTIVOS DE RESERVA DAS
AUTORIDADES MONETÁRIAS**
Posições em 31 de Março de 1999

Milhões de euros

	Conceito de reservas vigente até 31.12.1998	Conceito de reservas após UEM
Investimento de carteira . . .	-	6 338
Outro Investimento	96	1 504
Activos sobre o BCE	96	1 058
Outros activos	-	446
Activos de reserva	19 963	12 217
Total	20 059	20 059

(1) Tal implica que também ao nível das rubricas Outro Investimento e Investimento de Carteira se verificam quebras de série a partir de Janeiro de 1999.

Os pagamentos internacionais realizados através do TARGET têm dois agentes de liquidação. Um é o Banco Central Nacional (BCN) da instituição financeira monetária do país A, que ordena o pagamento ao país B⁽²⁾; o outro é o BCN do agente beneficiário do pagamento. O BCN do país A constitui, assim, um passivo em relação ao país B, enquanto que naturalmente no BCN do país B esta operação dá origem a um activo sobre o país A. Em termos de Balança de Pagamentos, estas operações são registadas como variação de activos ou passivos das Autoridades Monetárias face ao exterior na Balança Financeira, rubrica Outro Investimento, subrubrica Empréstimos/Numerário e Depósitos⁽³⁾.

No período Janeiro-Abril de 1999, as operações realizadas através do sistema TARGET originaram, em termos líquidos, significativas “entradas” de capitais na economia portuguesa, superiores a 2350 m.e. As instituições financeiras monetárias residentes passaram a efectuar parte das suas operações financeiras com outros bancos da União Europeia através do sistema TARGET, tendo, neste período, o montante de ordens a pagar ao exterior superado significativamente os pagamentos a receber do exterior. Tal reflectiu-se num aumento dos passivos líquidos do Banco de Portugal registados na rubrica Outro Investimento.

(2) Por contrapartida, a conta da instituição financeira monetária no BCN do país A é debitada.

(3) Recorde-se que, antes da entrada em funcionamento do sistema TARGET, este tipo de operações afectaria apenas os activos/passivos externos das instituições financeiras monetárias residentes.

guesa continuou a reduzir-se. No final de Março de 1999, a economia portuguesa apresentou uma posição devedora líquida de 3,226.3 m.e., que compara com uma posição credora líquida equivalente a 391.3 m.e. no final de 1998. Esta evolução reflectiu a redução das disponibilidades líquidas sobre o exterior do sector monetário, uma vez que o sector não monetário diminuiu a sua posição devedora nos primeiros três meses deste ano. No final de Março, a posição externa dos bancos portugueses foi equivalente a -11,193.4 m.e. (-8,666.3 no final de Dezembro de 1998), reflectindo, basicamente, o acentuado aumento das suas responsabilidades líquidas de curto prazo. As disponibilidades líquidas das Autoridades monetárias sobre o exterior também diminuíram no primeiro trimestre deste ano (de 16,009.4 m.e. no final de 1998 para 14,019.5 m.e. no final de Março), em resultado do aumento significativo das suas responsabilidades face ao exterior. Como acima referido, uma parcela significativa deste aumento das responsabilidades das

(...continuação nota (21))

continua a não ser considerado na posição externa líquida. Em particular, não se encontra ainda disponível informação sobre as posições em fim de período resultantes de operações de investimento directo. Adicionalmente, as carteiras de títulos consideradas na posição externa líquida incluem apenas títulos de dívida de longo prazo e títulos de curto prazo, excluindo, portanto, títulos de participação no capital das empresas.

Autoridades Monetárias é, no entanto, explicado pelas operações financeiras realizadas no âmbito do sistema TARGET (cerca de 80 por cento), enquanto que o restante continuou a reflectir os acordos de recompra de ouro.

7. FINANÇAS PÚBLICAS

Segundo o Boletim Informativo da Direcção-Geral do Orçamento, as receitas fiscais do Estado, na óptica da Contabilidade Pública, aumentaram 10.0 por cento no período de Janeiro a Maio deste ano (quadro 6). Para efeitos de comparação é de referir que os valores previstos no Orçamento do Estado para 1999 (OE-99) representam taxas de crescimento de 7.6 e de 6.8 por cento relativamente à estimativa de execução orçamental de 1998 utilizado na elaboração do OE-99 e à execução orçamental efectiva de 1998.

No primeiros cinco meses do ano, as receitas dos impostos directos tiveram um crescimento de 7.4 por cento, em termos homólogos. As taxas de crescimento do IRS e do IRC situaram-se em 2.6 e 15.4 por cento, respectivamente. No entanto, as colectas destes impostos não são directamente comparáveis com as do ano anterior, uma vez que são influenciadas por diferentes perfis intra-anuais de receita.

Quadro 6

RECEITAS DO ESTADO

Milhões de euros

	1998			1999			Taxas de crescimento	
	Jan-Maio	Exec.	(1)/(2)x100	Jan-Maio	OE	(4)/(5)x100	Jan-Maio	OE-99
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)		Exec.98
Receitas correntes	10 028.8	24 061.5	41.7	10 927.2	25 623.2	42.6	9.0	6.5
Receitas fiscais	9 119.0	22 043.9	41.4	10 033.8	23 535.5	42.6	10.0	6.8
Impostos directos	3 894.6	9 316.0	41.8	4 180.9	10 200.4	41.0	7.4	9.5
dos quais:								
IRS	2 372.3	5 606.0	42.3	2 434.1	6 173.1	39.4	2.6	10.1
IRC	1 485.4	3 629.3	40.9	1 714.4	3 955.0	43.3	15.4	9.0
Impostos indirectos	5 224.4	12 727.8	41.0	5 852.9	13 335.1	43.9	12.0	4.8
dos quais:								
IVA	2 973.8	7 094.9	41.9	3 295.6	7 353.8	44.8	10.8	3.6
ISP	971.7	2 476.5	39.2	1 093.9	2 660.6	41.1	12.6	7.4
IA	388.1	1 014.6	38.2	521.7	1 015.6	51.4	34.4	0.1
Outras receitas correntes	909.8	2 017.6	45.1	893.3	2 087.7	42.8	-1.8	3.5
das quais:								
Dividendos	294.8	753.7	39.1	204.5	425.7	48.0	-30.6	-43.5
Receitas de capital	35.1	424.0	8.3	31.9	378.9	8.4	-9.1	-10.6
Receitas totais	10 063.9	24 485.5	41.1	10 959.1	26 002.1	42.1	8.9	6.2

Fonte: Direcção-Geral do Orçamento.

Quadro 7

DESPESAS DO ESTADO

Milhões de euros

	1998			1999			Taxas de crescimento	
	Jan-Maio	Exec.	(1)/(2)x100	Jan-Maio	OE	(4)/(5)x100	Jan-Maio	OE-99
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)		Exec.98
Despesas correntes	9 676.0	23 146.7	41.8	10 225.7	24 533.8	41.7	5.7	6.0
Pessoal	3 211.3	8 503.0	37.8	3 439.4	8 983.1	38.3	7.1	5.6
Bens e serviços	313.2	1 241.0	25.2	368.8	1 371.9	26.9	17.7	10.5
Subsídios	133.2	573.1	23.2	157.8	532.2	29.7	18.5	-7.1
Encargos correntes da dívida ...	1 936.1	2 924.5	66.2	1 914.4	2 920.0	65.6	-1.1	-0.2
Transferências correntes	4 082.2	9 905.1	41.2	4 345.2	10 726.6	40.5	6.4	8.3
Administrações públicas	3 269.6	8 205.2	39.8	3 569.4	9 020.8	39.6	9.2	9.9
Outras	812.0	1 699.9	47.8	776.1	1 705.9	45.5	-4.4	0.4
Despesas de capital	1 235.0	3 235.7	38.2	1 122.8	3 301.2	34.0	-9.1	2.0
Despesas totais	10 911.0	26 382.4	41.4	11 348.5	27 835.0	40.8	4.0	5.5
por memória:								
Despesa primária	8 974.9	23 458.0	38.3	9 434.1	24 915.1	37.9	5.1	6.2
Pessoal + transfs. corr.APU's ...	6 480.9	16 708.2	38.8	7 008.8	18 003.8	38.9	8.1	7.8

Fonte: Direcção-Geral do Orçamento.

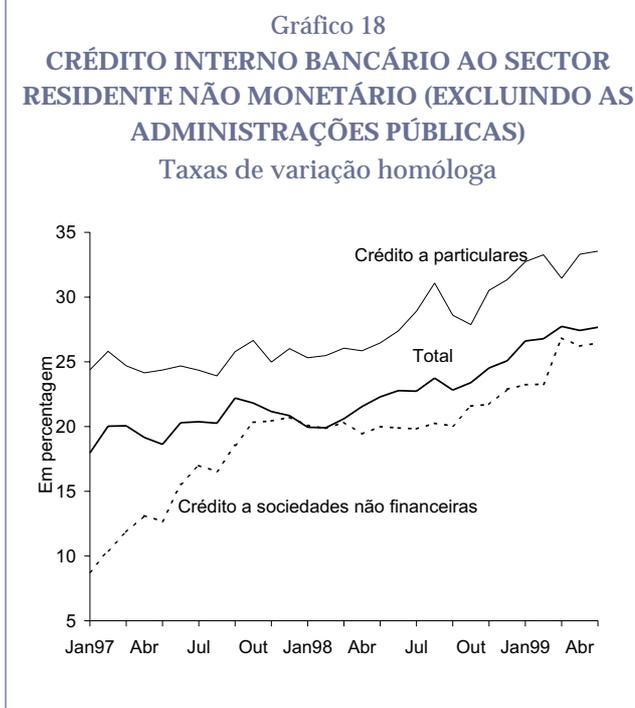
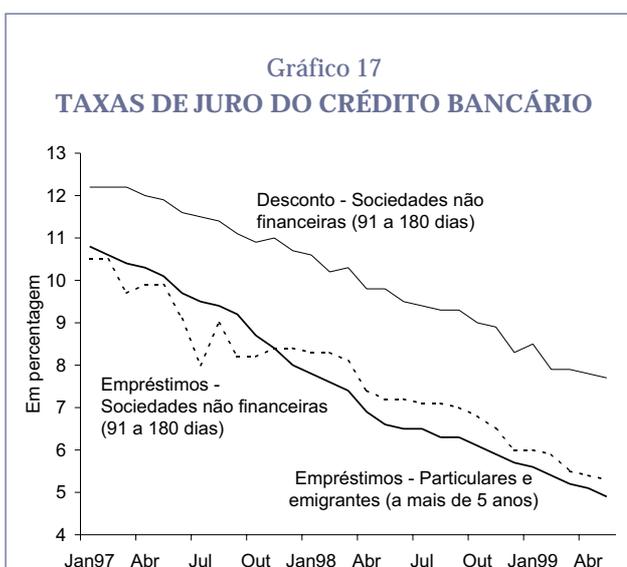
No mesmo período, os impostos indirectos registaram um acréscimo de 12.0 por cento em relação ao período homólogo de 1998. Esta evolução reflecte, em parte, o forte crescimento da procura interna. No conjunto do ano, o Imposto sobre o Valor Acrescentado (IVA) e o Imposto Automóvel (IA) deverão ultrapassar, claramente, os valores previstos no OE-99. O Imposto sobre Produtos Petrolíferos (ISP), no entanto, deverá sofrer uma acentuada desaceleração da receita ao longo do ano, em consequência do aumento dos preços internacionais do petróleo, no pressuposto de que se mantém a actual política de fixação dos preços dos combustíveis.

As despesas totais do Estado no período de Janeiro-Maio aumentaram 4.0 por cento (quadro 7). De notar nos primeiros meses do ano, o diferente comportamento das despesas correntes e de capital, tendo as primeiras registado um acréscimo de 5.7 por cento, enquanto as segundas sofreram uma redução de 9.1 por cento. Em termos anuais, os valores inscritos no OE-99 têm implícita uma taxa de crescimento de 5.5 por cento relativamente à execução orçamental de 1998.

Embora a passagem das Contas Públicas para as Contas Nacionais não seja directa, se as despesas do conjunto das administrações públicas se situarem dentro dos limites orçamentais, a evolução das receitas do Estado permitirá que o défice relevante para efeitos de avaliação orçamental a nível da União Europeia — défice das administrações públicas na óptica das Contas Nacionais — se situe, em 1999, ligeiramente abaixo do objectivo de 2 por cento do PIB definido no OE-99 e no Programa de Estabilidade e Crescimento.

8. TAXAS DE JURO E CRÉDITO

As taxas de juro do crédito a particulares e a empresas mantiveram nos primeiros meses de 1999 a trajectória descendente verificada desde 1991 (gráfico 17). Assim, por um lado, as taxas de juro dos novos empréstimos a particulares a mais de 5 anos desceram 80 pontos base nos cinco primeiros meses de 1999, fixando-se em 4.9 por cento em Maio. Por outro, as taxas dos empréstimos a sociedades não financeiras, de 91 a 180 dias e do papel comercial de 85 a 95 dias registaram reduções de, respectivamente, 70 e 80 pontos base (situando-se em 5.3 por cento e 2.7 por cento). Esta re-



dução das taxas de juro nominais foi acompanhada por uma diminuição das taxas de juro reais, para níveis particularmente baixos. Este facto tem constituído um forte estímulo ao consumo e ao recurso ao crédito.

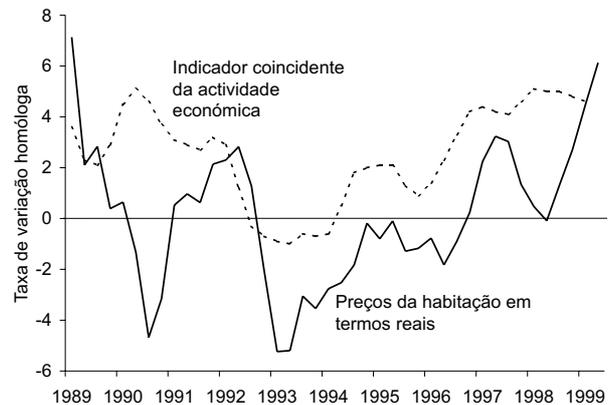
Em Portugal, e à semelhança dos restantes países da área do euro, as taxas de juro das operações activas dos bancos não incorporam de forma imediata e integral as variações nas taxas de juro oficiais. Assim, a redução em Abril das taxas de intervenção do Eurosistema ainda não se terá reflectido totalmente nas taxas de juro dos empréstimos, sendo de admitir que exista margem para uma diminuição adicional.

OS PREÇOS NO MERCADO DA HABITAÇÃO E O CICLO ECONÓMICO⁽¹⁾

À semelhança do que sucede na generalidade das economias da OCDE, os preços da habitação em Portugal são caracterizados por um comportamento fortemente pró-cíclico (gráfico 1)⁽²⁾, por uma variação real média positiva quando medida em períodos longos (no período entre Março de 1988 e Junho de 1999, os preços da habitação cresceram 0.8 por cento em termos reais em média anual) e, sobretudo, por uma maior volatilidade do que os preços no consumidor (gráficos 2 e 3 e quadro 1). A aquisição de habitação permite preservar o valor real dos valores investidos em longos períodos, o que constitui um factor determinante da procura de habitação. Por outro lado, a maior flutuação cíclica dos preços da habitação relativamente aos preços no consumidor associa-se às condições particulares da oferta neste mercado, relativamente inelástica no curto prazo e respondendo com atraso a alterações de procura. Nestas condições, os preços constituem o principal mecanismo de ajustamento, no curto prazo, às alterações conjunturais da procura, podendo determinar grandes oscilações na riqueza das famílias⁽³⁾.

Os desenvolvimentos recentes no mercado de habitação em Portugal sugerem uma aceleração dos preços neste mercado, num contexto em que a procura interna agregada se apresenta robusta, em particular o investimento das famílias em habitação, suportado, em grande medida, pelo recurso ao crédito bancário. Com efeito, os preços da habitação, de acordo com o índice de preços apresentado neste texto, apresentaram uma taxa de crescimento homóloga de 8.6 por cento em Junho de 1999, ou seja, 6.3 p.p. acima da taxa de variação homóloga do IPC. Não será de excluir, no entanto, que a variação dos preços tenha sido superior⁽⁴⁾. Este índice, reflectindo um agregado nacional, traduz alguma diversidade de situações ao nível local. A título de exemplo, a

Gráfico 1
PREÇOS DA HABITAÇÃO EM TERMOS REAIS E ACTIVIDADE ECONÓMICA



Fonte: Confidencial Imobiliário, INE e Banco de Portugal.

Nota: O índice de preços da habitação em termos reais corresponde ao índice de preços da habitação deflacionado pelo IPC, no último mês de cada trimestre, com base 100 em Janeiro de 1988. O último registo do indicador coincidente diz respeito ao primeiro trimestre de 1999 e dos preços da habitação em termos reais ao mês de Junho de 1999.

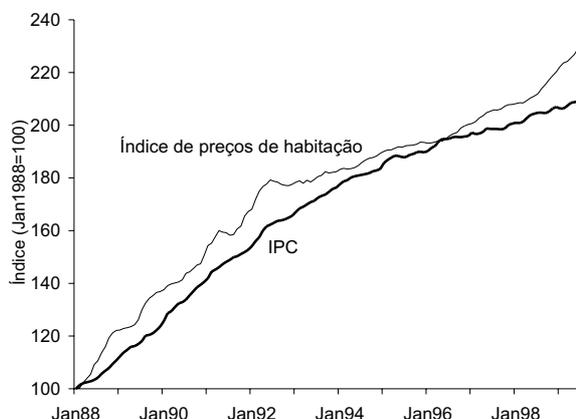
(1) O Banco de Portugal agradece a colaboração da "Newsletter – Confidencial Imobiliário", que forneceu a informação de base utilizada na construção dos indicadores de preços da habitação utilizados nesta caixa.

(2) A construção deste tipo de índices apresenta um conjunto de dificuldades metodológicas, nomeadamente a dificuldade em controlar diferenças de qualidade das habitações e a dificuldade associada à escolha adequada da ponderação regional dos preços, ao longo do tempo. Salvo indicação em contrário, o índice de preços pretende reflectir a evolução da média nacional dos preços da habitação, tendo sido obtido a partir das taxas de variação em cadeia mensal de preços na oferta por metro quadrado de área útil de habitação para um conjunto de zonas-tipo, para o período de Janeiro de 1988 a Junho de 1999. Foram utilizados ponderadores fixos em duas sub-amostras: entre Janeiro de 1988 e Dezembro de 1993, o índice considera informação referente a 43 zonas-tipo; a partir de Janeiro de 1994 são incorporadas 11 zonas-tipo adicionais, sendo reponderados os pesos no índice agregado de cada uma das 54 zonas resultantes. O índice de preços da habitação referido neste texto difere do Índice na Oferta Confidencial Imobiliário, uma vez que este último considera preços de terrenos (habitação e industriais), de espaços comerciais e de escritórios, para além de preços da habitação.

(3) As flutuações na riqueza das famílias induzidas por alterações de preços da habitação são ampliadas com o recurso ao crédito no financiamento da aquisição da habitação, à semelhança do que acontece com a rentabilidade das empresas que recorrem à dívida.

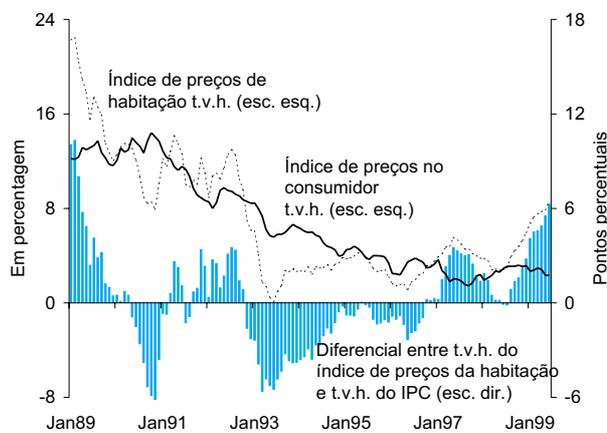
(4) O índice de preços da habitação assim construído aponta para que o crescimento real dos preços em Portugal tenha sido, no período referido, dos mais baixos no conjunto de países considerados. Não será de excluir, no entanto, que este índice tenha subestimado o crescimento dos preços da habitação no período considerado.

Gráfico 2
PREÇOS DA HABITAÇÃO E ÍNDICE
DE PREÇOS NO CONSUMIDOR
Janeiro de 1988-Junho 1999



Fonte: Confidencial Imobiliário e INE.

Gráfico 3
ÍNDICE DE PREÇOS DA HABITAÇÃO E
ÍNDICE DE PREÇOS NO CONSUMIDOR
Taxas de variação homóloga no período
Janeiro 1989-Junho 1999



Fonte: Confidencial Imobiliário e INE.

Quadro 1

PREÇOS DA HABITAÇÃO EM PORTUGAL E EM OUTROS PAÍSES EUROPEUS
Taxas de crescimento no período Março 1989/Junho 1999^(a)

	Taxa de crescimento nominal média anual ^(b)	Taxa de crescimento real média anual ^{(b)(c)}	Volatilidade ^(d)	
			IPC	Preços da habitação
Portugal	7.3	0.8	4.1	5.1
Espanha	6.7	2.1	1.8	8.2
Países Baixos	7.1	4.8	0.7	3.5
Bélgica	7.1	4.7	0.9	2.5
Finlândia	1.9	-0.7	2.1	13.7
Alemanha ^(e)	3.8	0.5	1.4	6.8
Reino Unido	3.3	-0.9	2.1	7.2
Dinamarca	3.9	1.6	0.8	7.3
Irlanda	9.7	5.6	0.9	7.4
Suécia	4.2	0.6	3.7	9.1

Fontes: Confidencial Imobiliário; INE; BIS; para a Alemanha, Associação Nacional de Agentes de Mediação Imobiliária (dados fornecidos pelo Bundesbank).

Notas:

a) Dados trimestrais, excepto para a Alemanha (dados anuais). O período de disponibilidade dos dados não coincide exactamente para todos os países considerados. Para Portugal - 1º trimestre 1989/2º trimestre 1999; para a Espanha, a Finlândia, a Irlanda e a Suécia - 1º trimestre 1989/1º trimestre 1999; para a Bélgica - 1º trimestre 1989/4º trimestre 1998; para a Dinamarca - 1º trimestre 1989/3º trimestre 1998; para a Países Baixos, - 1º trimestre 1989/2º trimestre 1998; Alemanha - dados anuais para o primeiro trimestre de cada ano, no período 1989/1998.

(b) Média geométrica.

(c) Preços da habitação deflacionados pelo IPC.

(d) Volatilidade medida pelo desvio-padrão das taxas de variação homóloga trimestrais. Nestas colunas pretende-se ilustrar a maior volatilidade dos preços da habitação relativamente ao IPC, em cada país. A leitura destas colunas no sentido da comparação internacional das volatilidades apresentadas deve ser evitada, pelo facto de no período considerado o nível das taxas de variação homóloga apresentar evolução muito distinta no conjunto de países considerados.

(e) Os índices de volatilidade dos preços para a Alemanha devem ser interpretados com precaução, uma vez que a frequência dos dados é anual, contrariamente aos restantes países em que se encontram disponíveis dados trimestrais.

taxa de crescimento do índice que considera apenas os preços da habitação nos arredores de Lisboa⁽⁵⁾ foi de 13.3 por cento em Junho de 1999.

Após completado o processo de convergência nominal e consolidada a liberalização financeira, a economia portuguesa está a atravessar um período de transição para um novo regime, no qual se perspectiva um alargamento das oportunidades de crescimento económico. Em paralelo com as expectativas de aumento dos rendimentos futuros, que se associam ao crescimento económico, as condições monetárias actuais na área do euro, que determinam taxas de juro reais muito baixas em Portugal, configuram um incentivo às despesas de consumo e investimento, com recurso ao endividamento.

A diminuição das restrições de liquidez das famílias no acesso ao crédito, propiciada pela acentuada redução das taxas de juro nominais, aliada à acrescida sofisticação e diversificação dos instrumentos financeiros a que as famílias têm acesso em condições de forte concorrência entre instituições de crédito, constitui outro elemento que propicia o recurso ao crédito por parte das famílias.

No novo regime monetário, caracterizado por taxas de inflação baixas e estáveis, é provável que, em termos reais, os preços da habitação mantenham um padrão de flutuação cíclica semelhante ao registado no passado: a rigidez da oferta no curto prazo e a sensibilidade dos preços da habitação a alterações das perspectivas económicas deverão continuar a determinar uma maior volatilidade dos preços da habitação relativamente ao nível geral de preços. Tendo como enquadramento a estabilidade de preços no consumidor, este aspecto poderá significar que os preços da habitação possam apresentar reduções reais, ou mesmo nominais, em alguns períodos do ciclo económico⁽⁶⁾.

O aumento recente, ao nível agregado, do endividamento das famílias para financiamento da aquisição de habitação, que continua a crescer a ritmo superior ao dos outros países da área do euro, sugere uma crescente sensibilidade da situação financeira das famílias a alterações da situação no mercado de trabalho e da posição da política monetária. No processo de concessão de crédito, as instituições de crédito deverão ter em conta que o desenvolvimento do ciclo económico poderá, por um lado, diminuir a capacidade das famílias para fazer face ao serviço das dívidas e, por outro, conduzir, em alguns casos, os valores das garantias reais prestadas pelas famílias a níveis inferiores aos montantes em dívida.

(5) Consideraram-se, para este efeito, as seguinte zonas-tipo: Algés/Miraflores, Almada, Oeiras, Cascais, Sintra, Amadora/Loures, Setúbal, Barreiro e Montijo/Alcochete.

(6) Para ilustrar este ponto veja-se a evolução real dos preços da habitação entre 1992 e 1996 no gráfico 1 ou o diferencial entre as taxas de variação homóloga do índice de habitação e do IPC no gráfico 3, em 1994 e 1995. Além disso, os dados disponíveis sugerem que, por exemplo, algumas zonas da cidade de Lisboa, em particular aquelas que apresentaram as taxas de crescimento dos preços mais significativas no final dos anos 80 – por exemplo, em 1988 verificaram-se, em alguns casos, subidas de preço superiores a 40 por cento – registaram posteriormente, na fase final do ciclo económico, reduções nominais dos preços da habitação.

Nos últimos doze meses, o crédito a particulares e a sociedades não financeiras registou uma clara aceleração (gráfico 18). As taxas de variação média anual destes agregados atingiram em Maio os níveis máximos na década (30.9 por cento e 22.8 por cento, respectivamente). Entre Dezembro de 1998 e Maio de 1999, acentuou-se a aceleração do crédito bancário, com uma subida da taxa de variação homóloga de 22.9 por cento para 26.4 por cento no segmento das sociedades não financeiras, e de 31.3 por cento para 33.5 por cento no segmento dos particulares. Neste último, destaca-se o crescimento do crédito destinado à aquisição de habitação, que tem registado taxas de variação ho-

móloga superiores a 35 por cento desde o início do ano. O forte investimento das famílias em habitação tem sido acompanhado recentemente por uma aceleração dos preços neste mercado (ver caixa “Os preços no mercado da habitação e o ciclo económico”).

Como reflexo da expansão do crédito concedido por bancos e outras instituições de crédito, o endividamento dos particulares tem registado um crescimento muito acentuado. Este facto implicou um aumento do serviço de dívida em percentagem do rendimento disponível dos particulares face aos níveis de início da década (ver caixa “Endividamento e serviço de dívida dos particulares”).

ENDIVIDAMENTO E SERVIÇO DE DÍVIDA DOS PARTICULARES

Desde o início da década, o endividamento dos particulares tem registado em Portugal um significativo crescimento. Considerando os níveis de dívida em final de ano, as taxas de variação anuais foram sempre superiores a 20 por cento. Ao longo de 1998 e nos primeiros meses de 1999 verificou-se uma aceleração do crédito bancário a particulares, com a taxa de variação homóloga a exceder 30 por cento desde o final de 1998 (33.6 por cento em Maio de 1999).

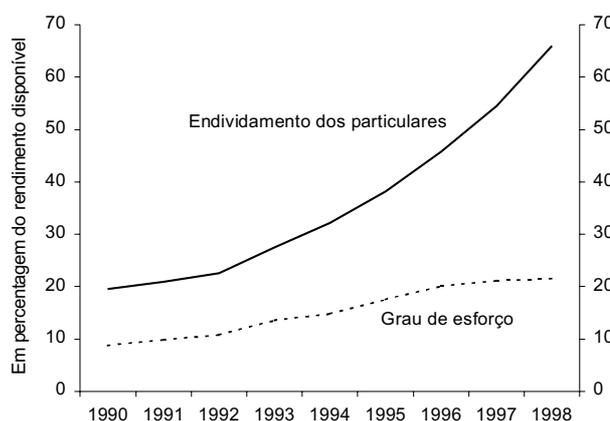
Dada a evolução do endividamento dos particulares, o rácio entre a dívida e o rendimento disponível aumentou significativamente, de 19.6 por cento em 1990 para 65.9 por cento no final de 1998. Assumindo uma desaceleração do crédito para 27.5 por cento em Dezembro e um crescimento de cerca de 6.5 por cento no rendimento disponível, o nível de endividamento em percentagem do rendimento disponível no final do corrente ano será próximo de 80 por cento.

Dados os níveis de endividamento actuais e perspectivas, há que questionar se os mesmos serão excessivos, colocando, a médio prazo, problemas de liquidez e de solvabilidade aos particulares. Para identificar estas questões é importante avaliar o grau de esforço dos particulares associado ao serviço de dívida (definido como o rácio entre o serviço de dívida — juros mais amortização de capital — e o rendimento disponível, num determinado período). Este grau de esforço dará uma indicação da importância desta despesa para os agregados familiares. Adicionalmente, é igualmente útil analisar a sensibilidade desse grau de esforço a alterações no enquadramento económico.

Os cálculos efectuados tiveram por base os dados do crédito bancário a particulares, desagregados por classes de prazo (créditos até 1 ano, de 1 a 5 anos e a mais de 5 anos) e as taxas de juro activas dos bancos para várias classes de prazo, tal como publicadas no Boletim Estatístico do Banco de Portugal. Escolhidos prazos médios de amortização da dívida (assumindo-se prazos de 6, 36 e 180 meses, respectivamente, como representativos das classes consideradas), elaboraram-se estimativas mensais do serviço de dívida, assumindo que o serviço de dívida não é assegurado com recurso a nova dívida.

Conforme se pode observar no gráfico 1, ao aumento do endividamento correspondeu um crescimento do grau de esforço dos particulares que, no final de 1998, se situava em 21.5 por cento do rendimento disponível (face a 8.8 por cento em 1990, 20.1 por cento em 1996 e 21.1 por cento em 1997)⁽¹⁾. Esta evolução pode ser de-

Gráfico 1
ENDIVIDAMENTO DOS PARTICULARES
E GRAU DE ESFORÇO



Quadro 1

VARIAÇÃO NO SERVIÇO MENSAL DE
DÍVIDA ASSOCIADO A UM AUMENTO DE 1
PONTO PERCENTUAL NA TAXA DE JURO
FACE AO NÍVEL DE MAIO DE 1999

Montante em contos	Prazo residual do empréstimo (anos)					
	5	10	15	20	25	30
Dívida 5 000	2.2	2.3	2.5	2.7	2.8	3.0
10 000	4.4	4.7	5.0	5.3	5.6	5.9
15 000	6.6	7.0	7.5	8.0	8.4	8.9
20 000	8.8	9.4	10.0	10.7	11.3	11.8
Variação percentual	2.3%	4.5%	6.4%	8.2%	9.8%	11.3%

(1) Estas estimativas para o grau de esforço dos particulares, pela natureza das hipóteses assumidas, devem ser interpretadas como um limite superior. Com efeito, na medida em que se verifique algum rolamento da dívida de curto prazo (i.e., no caso em que o serviço da dívida possa ser parcialmente assegurado pelo recurso a nova dívida), o grau de esforço efectivo será inferior aos valores apresentados.

composta na evolução, por um lado, do peso dos juros pagos e, por outro, do peso da amortização de capital. Apesar do aumento significativo do endividamento, o peso dos juros tem-se mantido relativamente estável ao longo da década, situando-se em 4 por cento do rendimento disponível em 1998 (4.7 por cento em 1997). Esta estabilidade reflecte o efeito conjunto do aumento do volume de crédito e da pronunciada redução das taxas de juro activas dos bancos. Assim, o aumento do grau de esforço dos particulares deveu-se fundamentalmente à evolução do peso da amortização de capital.

A fim de analisar a sensibilidade deste resultado a variações das taxas de juro, calculou-se inicialmente o encargo mensal associado ao montante de dívida e às taxas de juro em Maio de 1999, com base na metodologia acima apresentada. Seguidamente, simulou-se o impacto de uma subida de 1 ponto percentual naquelas taxas de juro, supondo constante o montante de dívida. Neste cenário, verifica-se um aumento de 1.7 por cento na prestação a liquidar mensalmente.

No entanto, o aumento do serviço de dívida está positivamente relacionado com o prazo do empréstimo (quadro 1). O impacto sobre a prestação mensal de um aumento de 1 p.p. nas taxas de juro do crédito será mais significativo nos empréstimos com prazo residual superior. Por exemplo, para um empréstimo com prazo residual de 25 anos, o aumento no encargo mensal será de 9.8 por cento, enquanto que para os empréstimos com prazo residual de 5 anos esse acréscimo será de 2.3 por cento (para um empréstimo de 15 000 contos, verificar-se-iam aumentos de 8.4 contos e 6.6 contos respectivamente, na prestação mensal).

As conclusões deste exercício devem ser avaliadas tendo presentes as suas limitações. De facto, os resultados apresentados para o endividamento e para o grau de esforço correspondem a médias de dados agregados, não permitindo evidenciar quer a heterogeneidade de situações neles subjacentes, quer as diferentes capacidades de acomodação a alterações do enquadramento económico.

Apesar de uma forte diminuição do crédito interno às Administrações Públicas, a expansão do crédito interno total excedeu significativamente a captação de recursos pelas instituições financeiras monetárias (por via da obtenção de depósitos e equiparados e do aumento dos capitais permanentes). Deste modo, a expansão do crédito ao sector privado foi em larga medida repercutida numa diminuição dos activos líquidos do sector monetário sobre o exterior, tendo esta tendência sido acentuada no primeiro trimestre de 1999.

9. CONCLUSÃO

A informação disponível para a primeira metade de 1999 é compatível com o cenário macroeconómico apresentado no *Boletim Económico* de Março. Todavia o risco de um crescimento da procura interna mais forte do que o previsto é agora maior. O presente cenário reflecte a manutenção de elevadas necessidades de financiamento das famílias e das empresas. De facto, o défice da balança corrente alargou-se e o crédito a estes sectores continuou a crescer de forma acentuada nos primeiros meses de 1999. No caso específico das famílias, as estimativas disponíveis apontam para um novo aumento do seu rácio de endividamento no ano em curso,

mesmo considerando uma desaceleração do crédito até ao final do ano. Por outro lado, é também de esperar algum aumento do rácio do serviço da dívida das famílias em relação ao rendimento disponível, tendo em conta designadamente o forte aumento do respectivo endividamento, que provavelmente não voltará a ser compensado por uma queda muito acentuada das taxas de juro do crédito ao contrário do ocorrido nos últimos anos.

A participação de Portugal na área do euro limita o conjunto de instrumentos ao dispor das autoridades nacionais para fazer face a situações específicas da economia. Numa situação em que a política monetária e a política cambial são conduzidas tendo em atenção as condições económicas da área como um todo, a política orçamental torna-se no principal instrumento com capacidade para influenciar a procura interna. Encontrando-se Portugal numa fase mais avançada do ciclo económico do que a média da área do euro, torna-se fundamental que o processo de consolidação orçamental prossiga em linha com os objectivos do Programa de Estabilidade e Crescimento.

Acabado de redigir com informação disponível até 26 de Julho de 1999.

A PROCURA DE MOEDA POR EMPRESAS*

Bernardino Adão**

José Mata**

Em Portugal, e em vários países da OCDE, a partir da década de 80 a velocidade de circulação da moeda (i.e. o quociente PIB/M1) deixou de crescer. Esta evolução recente é interessante por duas razões. Primeiro, porque muitos são os estudos que indicam haver economias de escala na utilização de moeda. Se mais nada se tivesse alterado, o crescimento do PIB traduzir-se-ia na continuação do aumento da velocidade de circulação da moeda. Segundo, porque o grau de sofisticação financeira parece ter continuado a aumentar. Isto implicaria também, o aumento da velocidade de circulação da moeda. Este trabalho representa um passo no sentido de compreender o fenómeno em causa. Nele se estima uma função procura de moeda para um grupo de agentes económicos, as empresas em Portugal. Os resultados obtidos revelam que a dimensão das empresas é um factor importante na explicação da alteração na velocidade de circulação da moeda usada pelas empresas.

1. INTRODUÇÃO

Desde meados da década de 70, a velocidade de circulação da moeda em Portugal tem vindo a crescer. Este crescimento foi interrompido, parecendo mesmo ter-se invertido a partir do final da década de 80 (gráfico 1). Esta evolução recente é interessante porque o grau de sofisticação financeira da economia parece ter continuado a aumentar, por exemplo, por via do crescimento observado na utilização de cartões de crédito, ATM, certificados de depósito, fundos, transferências e pagamentos electrónicos.

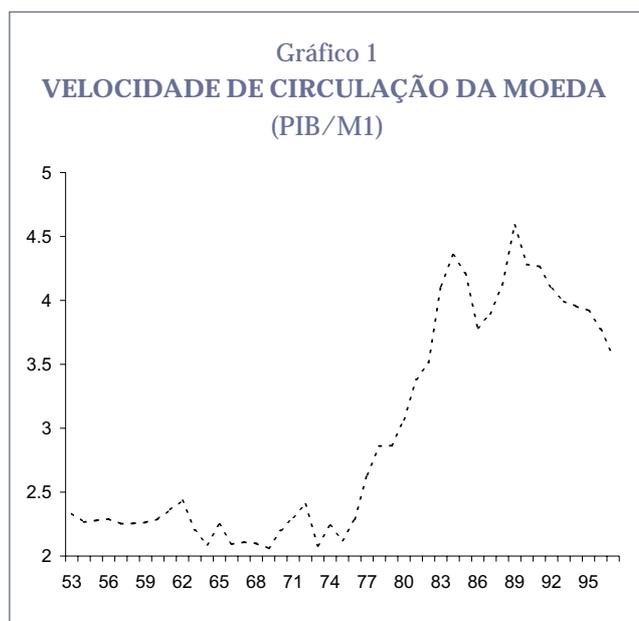
Se tudo o resto se tivesse mantido constante, o aumento da sofisticação financeira implicaria uma utilização mais eficiente da moeda o que teria levado à manutenção do crescimento da velocidade de circulação da moeda. O interesse desta observação é ainda maior, porquanto o mesmo padrão tem sido observado num grande número de países da OCDE.

Para conhecer as razões por detrás desta evolução da velocidade é necessário investigar de forma quantitativa os factores que levam os agentes económicos a deter moeda, ou seja a função procura de moeda. A maior parte dos estudos que têm analisado a procura de moeda têm-se baseado em dados cronológicos agregados. Esta abordagem pode ocultar diferenças de comportamento, resultantes de diferentes oportunidades de investimento, do sector das famílias e das empresas e, para além disso, não permite identificar a forma como os agentes individualmente respondem a alterações das suas condições envolventes.

Neste texto analisa-se a contribuição das empresas para a referida evolução da velocidade de circulação da moeda. O trabalho sobre a procura de moeda por parte das empresas é realizado com base nos dados sobre a quantidade de moeda detida por um conjunto de mais de 10 000 empresas constantes da *Central de Balanços* do Banco de Portugal. Os resultados do trabalho mostram que há importantes economias de escala no uso da moeda e que o facto da velocidade de circulação da moeda das empresas não ter aumentado, apesar

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

** Departamento de Estudos Económicos.



do continuado crescimento da sofisticação financeira da economia, pode ter sido devido à diminuição da dimensão das empresas. Os resultados completos, bem como os detalhes metodológicos, e as referências bibliográficas relevantes são apresentados na versão *Working Paper*, a publicar, do presente artigo.

2. A UTILIZAÇÃO DE MOEDA PELAS EMPRESAS

As empresas usam moeda para realizarem as transacções necessárias à sua actividade. Quanto mais forem as transacções que elas realizem, maior a quantidade de moeda que elas necessitam. Contudo, o volume de moeda detido pelas empresas não tem que ser necessariamente proporcional à dimensão das empresas. As empresas podem ter diferentes graus de sofisticação na utilização dos produtos financeiros que lhe são acessíveis. Uma razão que pode levar a que as empresas usem de forma diferente os diferentes produtos financeiros é a existência de custos fixos importantes na adopção das tecnologias financeiras mais avançadas. Neste caso, existirão economias de escala no uso da moeda, usando as empresas uma quantidade de moeda que é menos do que proporcional à sua dimensão.

As empresas não necessitam nem desejam manter todas as suas reservas sob a forma de moeda. A razão que faz com que as empresas

queiram reduzir a quantidade de moeda que detêm é a possibilidade de aplicar esses montantes em produtos financeiros que lhes proporcionam um maior rendimento. Se tudo o resto for constante, quanto maior for a taxa de juro paga por estes activos menor será a quantidade de moeda que as empresas querrão deter.

A detenção de menores montantes de moeda, contudo, obriga a empresa a incorrer mais frequentemente nos custos inerentes ao levantamento da moeda necessária para a realização das transacções. No passado, estes levantamentos implicavam, deslocções físicas ao banco; hoje, podem assumir a forma da realização de telefonemas. Em todo o caso, se a empresa detiver quantidades menores de moeda, ela terá provavelmente maiores custos em termos do tempo de trabalho que os seus funcionários dedicam à gestão destes recursos. Quanto maior for o salário pago pela empresa, maiores serão estes custos.

Estes argumentos sugerem que a quantidade de moeda detida por cada empresa será função da sua dimensão (das suas vendas), da taxa de juro que defronta e dos salários médios que paga. Saber qual a importância quantitativa de cada um destes factores é importante para compreender as alterações que têm ocorrido ao nível da utilização de moeda por parte das empresas. O objectivo do trabalho é a obtenção de estimativas da relação entre a quantidade de moeda detida por cada empresa e cada uma destas três variáveis.

3. DADOS

Os dados empregues neste trabalho provêm da *Central de Balanços* do Banco de Portugal. O Banco de Portugal tem vindo a recolher dados sobre as contas das empresas desde 1986 e à data em que este trabalho foi iniciado estavam disponíveis dados até 1995. O inquérito que serve de base à recolha dos dados foi alterado em 1990, o que faz com que para algumas das variáveis não seja possível obter valores para todo o período. Do ponto de vista deste trabalho, a alteração mais significativa que se verificou foi que a partir de 1990, a *Central de Balanços* deixou de registar a separação dos depósitos bancários entre depósitos à ordem e depósitos a prazo. Este facto impede-nos de empregar definições estritas de moeda de tipo M1 e obriga-nos a utilizar antes M2, não obstante o interesse

último ser o estudo da velocidade de circulação de M1.

Ao longo dos anos a fronteira entre depósitos a prazo e à ordem têm-se tornado cada vez menos nítida. Até aos anos setenta, depósitos a prazo não podiam ser convertidos em depósitos à ordem antes da data de maturidade pelo seu valor facial. Hoje em dia isso é possível, bastando para tal apenas fazer o respectivo pedido no banco. Esta transferência tornou-se simples, directa e pelo valor facial do depósito a prazo. Na medida em que os depósitos a prazo são bons substitutos dos depósitos à ordem como meios de troca, e admitindo que as empresas pretendem usá-los para esse fim, parece razoável concluir que este activo deva ser incluído na definição de uma variável que meça a quantidade de moeda detida pelas empresas. Isto não significa, porém, que os depósitos a prazo das famílias devam também ser considerados entre os activos usados pelas famílias como meio de pagamento. Como é conhecido, as famílias usaram no período da amostra os depósitos a prazo como reserva de valor em maior grau do que as empresas.

A análise dos dados para o período em que a divisão dos depósitos em depósitos à ordem e depósitos a prazo está disponível sugere que a utilização de M2 em vez de M1 não será decisiva para os resultados. De facto, durante o período 1986-1989 os depósitos a prazo não ultrapassam os 13 por cento dos depósitos totais. Para além disso, os dois tipos de depósito variam de forma muito próxima nas empresas da nossa amostra, tendo o logaritmo dos referidos agregados monetários um coeficiente de correlação superior a 0.99.

Assim, o conceito de moeda empregue na análise corresponde à soma da rubrica “caixa” com os “depósitos bancários” no final de cada exercício. Para medir a dimensão da empresa empregamos o valor das vendas durante o exercício e para medir o salário dividimos os encargos com o pessoal durante o exercício pelo número de efectivos no final do ano. Para medir o custo do capital, dividimos os custos financeiros pagos durante o exercício pelo passivo no final do ano.

Todas estas variáveis estão expressas a preços de 1991 e estão definidas de forma consistente para todo o período. O conjunto de empresas para as quais foi possível observar estas variáveis inclui mais de 11,866 empresas, que foram observadas durante o período 1986-1995. Contudo, nem todas

as empresas são observadas todos os anos, o que leva a que o número total de observações seja em número de 47,550. O (gráfico 2) mostra a evolução da média amostral das variáveis relevantes.

4. RESULTADOS

A equação básica que foi estimada inclui a quantidade de moeda no lado esquerdo da equação e as medidas de dimensão, custo do trabalho e custo de capital do lado direito da equação (todas as variáveis entram na equação em logaritmos).

Para além destas variáveis, foram ainda incluídos dois tipos de variáveis adicionais para controlar para efeitos que não observamos, mas que podem afectar a quantidade de moeda detida pelas empresas. O primeiro consiste num conjunto de efeitos fixos anuais, para ter em conta, nomeadamente, a possibilidade do aumento da sofisticação financeira da economia ao longo do tempo ter levado a uma redução da utilização de moeda por parte de todas as empresas. O segundo consiste num conjunto de efeitos específicos a cada empresa para controlar para a possibilidade das empresas terem algo idiossincrático que as leve a utilizar persistentemente diferentes montantes de moeda do que a sua dimensão, custo do capital e do trabalho indicariam.

O quadro 1 apresenta os intervalos de variação para as estimativas das diferentes elasticidades, as quais foram obtidas usando diferentes métodos de estimação. Os resultados são razoavelmente robustos; são qualitativamente idênticos independentemente do método de estimação empregue e da especificação utilizada, e as estimativas são obtidas com bastante precisão.

As estimativas da elasticidade de escala (i.e. relativamente às vendas reais) variam entre 0.5 e 0.7, o que significa que existem economias de escala substanciais na utilização de moeda por parte das empresas. Os sinais das estimativas das elasticida-

Quadro 1

ESTIMATIVAS DAS ELASTICIDADES

Elasticidade	Estimativa
Escala	[0.5 0.7]
Taxa de juro	[-0.026 -0.024]
Salário	[0.08 0.13]

des da taxa de juro e do salário (real) são de acordo com as expectativas: taxas de juro mais elevadas levam a menor utilização de moeda e salários mais elevados têm o efeito contrário. Contudo, o valor absoluto destas estimativas indica que estes efeitos são quantitativamente pouco importantes. São particularmente surpreendentes as estimativas obtidas para a elasticidade da taxa de juro na medida em que estudos anteriores, com metodologias e bases de dados diferentes, estimaram valores substancialmente maiores para este parâmetro⁽¹⁾.

5. EVOLUÇÃO DA VELOCIDADE DA MOEDA

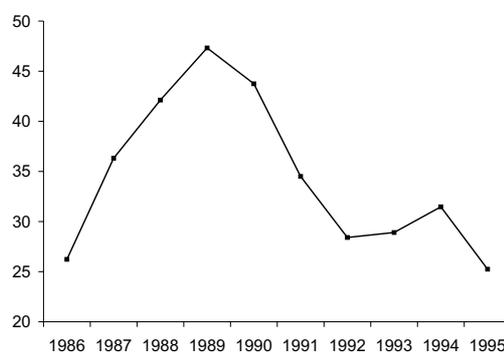
A velocidade de circulação da moeda teve um comportamento semelhante ao da velocidade de circulação da moeda das empresas. Os dados da nossa amostra (gráfico 2) sugerem que a velocidade de circulação da moeda das empresas, definida como o quociente entre as vendas das empresas e a moeda que elas detêm ter-se-á reduzido a partir do final da década de oitenta.

Uma outra definição, comparável à definição comum da velocidade de circulação da moeda, seria o quociente PIB/(M1 das empresas), em que o M1 das empresas é a soma dos depósitos à ordem, das notas e das moedas das empresas na economia. Os dados sobre os depósitos à ordem das empresas constam do *Boletim Estatístico* do Banco de Portugal. Como não existe informação disponível sobre o montante das notas e das moedas na posse das empresas, estimámos este montante com base na relação entre circulação e depósitos na nossa amostra, sendo esta velocidade a constante do (gráfico 3). Como o gráfico mostra, exceptuando o ano de 1995, a velocidade para as empresas em Portugal entre 1983 e 1997 esteve no intervalo 11-13, não exibindo uma tendência clara. Porém, mesmo uma evolução constante é difícil de explicar à luz do crescimento da sofisticação financeira verificado.

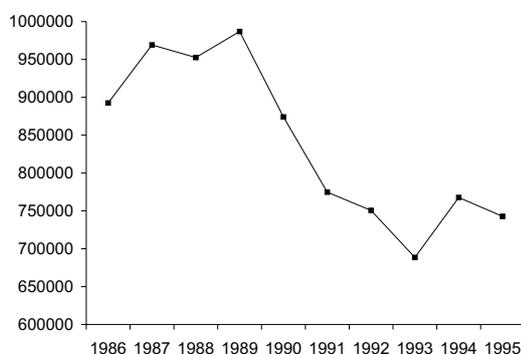
A taxa de juro e o salário real contribuíram muito pouco para a evolução da velocidade de circulação da moeda das empresas verificada. Duran-

(1) Note-se, contudo, que nesta abordagem a elasticidade da taxa de juro é identificada após isolar as variabilidades temporal e idiossincrática nas taxas de juro. A hipótese crucial para esta identificação é que as empresas reagem da mesma forma a variações na taxa de juro quer estas lhe sejam específicas ou comuns a todas as empresas.

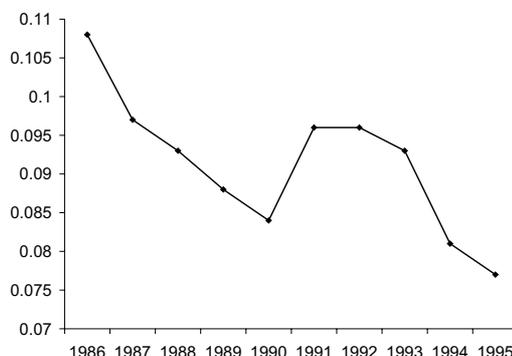
Gráfico 2
VELOCIDADE DE CIRCULAÇÃO DA MOEDA
Vendas/M2



Dimensão das empresas



Custo do capital



Salário

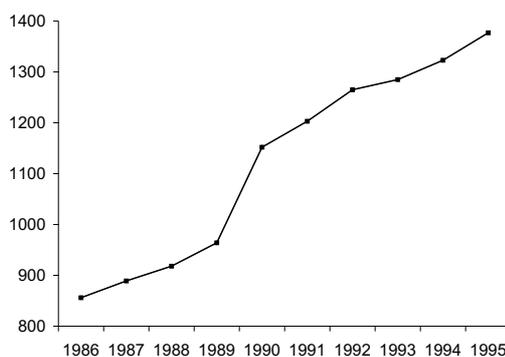


Gráfico 3
VELOCIDADE DE CIRCULAÇÃO
PIB/M1 empresas



e o período ambas as variáveis variaram substancialmente, o salário real aumentou e a taxa de juro nominal diminuiu. Ambos os efeitos contribuíram para um aumento na quantidade de moeda por empresa. Contudo, o efeito global foi muito pequeno de acordo com as elasticidades estimadas para a taxa de juro e salário real⁽²⁾.

Analisemos agora o efeito das economias de escala na velocidade de circulação. Habitualmente, o interesse de saber se existem ou não economias de escala na utilização de moeda tem a ver com o facto do crescimento óptimo da moeda poder ser menos do que proporcional ao crescimento do PIB. Se o número de agentes na economia for constante e houver crescimento económico e economias de escala no uso da moeda será de esperar uma trajetória crescente para a velocidade de circulação da moeda. Parece razoável admitir que o número de famílias sofre poucas alterações, mas o mesmo não é necessariamente verdade para as empresas.

De acordo com as nossas estimativas, a variação na dimensão das empresas é a explicação mais plausível para a evolução da velocidade de circulação da moeda das empresas. Dado que há economias de escala, a redução das vendas por empresa pode levar a uma redução na velocidade de circulação da moeda. E essa redução nas vendas por

empresa aconteceu efectivamente. Cálculos feitos a partir dos *Quadros de Pessoal*, o inquérito às empresas mais abrangente que existe em Portugal, revelam que entre 1987 e 1994, a taxa anual de crescimento das vendas reais por empresa foi -3.7 por cento. Para a nossa amostra o valor correspondente é -2.7 por cento para o mesmo período. Infelizmente, não existem dados comparáveis para as décadas anteriores, que permitam verificar se a alteração na tendência de crescimento da velocidade de circulação pode estar associada a uma alteração nos ritmos de crescimento das vendas das empresas. Contudo, os dados do *Recenseamento Industrial* disponíveis para os anos de 1971 e 1984 indicam que as vendas médias por estabelecimento na indústria transformadora aumentaram em 4.5 por cento ao ano durante o período. Ou seja, em períodos em que a velocidade cresceu, a dimensão dos estabelecimentos industriais terá também crescido, ao passo que no período em que se verifica uma modificação na tendência da velocidade, observam-se reduções na dimensão das empresas⁽³⁾.

Para estimarmos o efeito da dimensão das empresas sobre a velocidade de circulação da moeda das empresas calculamos a variação percentual entre 1983 e 1996 na velocidade que resultaria de uma dada diminuição da dimensão das empresas. Para fazer este exercício, tivemos em conta que durante este período o PIB cresceu à taxa média de 2.7 por cento ao ano e ainda que o quociente PIB/(vendas agregadas) nas Contas Nacionais cresceu de 0.49 para 0.55. Com base nas estimativas da elasticidade de escala, estimamos que reduções da dimensão das empresas no intervalo entre 2.7 por cento e 3.7 por cento ao ano levariam a reduções entre 6 por cento e 12 por cento ao longo do período⁽⁴⁾.

(2) A conclusão de que a redução da taxa de juro não pode explicar a redução da velocidade de circulação virá reforçada se admitirmos que a redução da taxa de juro tem um efeito positivo sobre o PIB.

(3) É ainda curioso notar que o padrão observado em Portugal é bastante semelhante ao verificado nos EUA. A velocidade de circulação nos EUA aumentou até aos anos oitenta e diminuiu a partir daí, ao passo que as receitas das empresas (residentes nos EUA) por declaração de IRC terão crescido à taxa de 0.2 por cento ao ano nos anos sessenta, de 0.6 por cento nos anos setenta e de -3.4 por cento nos anos oitenta. As reduções da dimensão das empresas e da velocidade de circulação parecem ser fenómenos generalizados em muitos outros países desenvolvidos.

(4) O exercício decorre em vários passos. No ano de 1983 tomamos o índice 100 para as vendas por empresa e o referido quociente PIB/(vendas agregadas) para calcular (*continua ...*)

6. CONCLUSÃO

A estimação de uma função de procura de moeda por parte das empresas revelou a existência de economias de escala substanciais no uso da moeda e pequenos efeitos do salário e do custo de oportunidade do capital. Dadas as economias de escala, a redução da dimensão média das empresas observada ao longo do período permite explicar uma parte significativa da diminuição na velocidade de circulação da moeda das empresas.

Para obter uma explicação mais completa da evolução da velocidade de circulação da moeda

agregada seria necessário dispor duma função procura de moeda por parte das famílias. A observação empírica indica que a velocidade de circulação de moeda das famílias teve um comportamento semelhante ao da velocidade de circulação da moeda das empresas. Por outro lado, dado o crescimento real do PIB o volume de transacções realizado por cada família terá aumentado. Se as famílias não tiverem deseconomias de escala na utilização de moeda, o nosso estudo sugere que variações no salário e na taxa de juro terão efeitos mais importantes na quantidade de moeda detida pelas famílias do que os encontrados para as empresas.

(... *continuação nota (4)*)

o VAB por empresa. Com base neste valor calculamos o “número de empresas” necessárias para produzir o PIB de 1983. Por outro lado, com base nas vendas por empresa e na elasticidade estimada calculamos a quantidade de moeda usada por cada empresa. Multiplicando este valor pelo “número de empresas” obtemos a procura total de moeda para o sector das empresas. Repetimos o exercício para 1995, usando para a dimensão das empresas o valor compatível com a referida taxa de crescimento das empresas. Com base nas procuras totais de moeda e na evolução observada do PIB, calculamos a evolução da velocidade.

O IMPACTO DO EURO NO COMPORTAMENTO A LONGO PRAZO DA ECONOMIA PORTUGUESA*

Alfredo M. Pereira**

O presente estudo analisa os efeitos da participação de Portugal na área do euro. A redução das taxas de juro de longo prazo é o canal mais importante através do qual a adesão ao euro afecta a economia. Prevê-se que aquela redução venha a afectar positivamente os fundamentos do crescimento nacional e, portanto, a melhorar o PIB “per capita” a longo prazo. Os resultados da simulação sugerem que o PIB “per capita” a longo prazo terá uma melhoria entre 2.9 por cento e 13.6 por cento, enquanto que o cenário mais provável aponta para ganhos de 10.0 por cento. Esta evolução corresponde a um aumento de 0.4 pontos percentuais da taxa de crescimento média anual do PIB ou seja, de uma tendência de longo prazo de cerca de 3.1 por cento para uma de cerca de 3.5 por cento.

1. INTRODUÇÃO

Prevê-se que a participação de Portugal na área do euro venha a afectar a economia portuguesa através de vários canais. Poderá, no entanto, argumentar-se que o principal canal de impacto da unificação monetária sobre a economia portuguesa será a redução das taxas de juro que os agentes económicos terão de enfrentar no futuro (ver, por exemplo, Barbosa e outros [1998]).

A redução na taxa de juro resulta de dois mecanismos diferentes. Em primeiro lugar, uma estrita aplicação das normas da União Económica e Monetária (UEM), deverá reduzir substancialmente o endividamento público na área do euro. Uma redução das taxas de juro através deste mecanismo beneficiaria a economia portuguesa, mesmo em caso de não participação portuguesa no euro. Em segundo lugar, será de antecipar uma descida nas taxas de juro devido aos efeitos da crescente credibilidade das políticas nacionais de estabilidade macroeconómica. Este aumento de credibilidade está associado ao facto de, em resultado da partici-

pação na área do euro, as autoridades nacionais abdicarem da opção de desvalorização cambial, eliminando-se o prémio de risco associado incorporado nas taxas de juro.

Prevê-se que o acesso ao financiamento a uma taxa de juro mais baixa venha a afectar a economia de diversas formas. Em primeiro lugar, e acima de tudo, o investimento privado aumentará com a redução das taxas de juro. Além disso, essa redução permitirá ao sector público aumentar os seus investimentos público e em capital humano. Com um maior investimento em capital privado, público e em capital humano, serão reforçados os determinantes fundamentais do crescimento a longo prazo da economia portuguesa.

Simultaneamente, a participação portuguesa na área do euro coloca claras restrições à capacidade das autoridades nacionais de manipular o orçamento público. É verdade que, nos termos do regime do euro, as autoridades nacionais continuam a ser responsáveis pelo orçamento. Porém, a política orçamental nacional é muito condicionada por regras de disciplina e pela avaliação e supervisão prudencial ao nível da UE, bem como pelos compromissos nacionais, ao abrigo do Pacto de Estabilidade e Crescimento. Deste modo, as autoridades

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

** *College of William and Mary, Virginia, EUA.*

nacionais são obrigadas a adoptar comportamentos orçamentais mais rigorosos, com todas as pressões adicionais daí decorrentes.

A redução das taxas de juro causada pela participação na área do euro vem afectar de forma positiva o processo orçamental. Em primeiro lugar, as baixas taxas de juro permitem ao sector público refinar a dívida e, dessa forma, beneficiar de pagamentos de juros inferiores sobre a dívida activa. Em segundo lugar, aumentando o PIB, as taxas de juro mais baixas permitem alargar a base fiscal e, para dadas taxas de tributação, aumentar as receitas fiscais. A questão empírica essencial é verificar em que medida a redução das taxas de juro dará origem a efeitos positivos suficientes para neutralizar as pressões orçamentais provocadas pelas condições do Pacto de Estabilidade e Crescimento.

O objectivo do presente artigo é analisar os efeitos que a redução nas taxas de juro, associada com a participação de Portugal na área do euro, terá sobre o comportamento a longo prazo da economia portuguesa, bem como as estratégias orçamentais disponíveis às autoridades nacionais. A análise é efectuada no contexto de um modelo de crescimento endógeno da economia portuguesa, que salienta os fundamentos do crescimento nacional. O modelo de crescimento endógeno no presente documento é construído com base nos trabalhos de Barro [1990], Barro e Sala-i-Martin [1992], King e Rebelo [1991], Rebelo [1991], Romer [1986], e, mais especificamente, nos recentes trabalhos de Gaspar e Pereira [1995] e Pereira [1998].

O modelo de crescimento endógeno apresentado no presente estudo integra a evolução do capital privado, público e humano, bem como do endividamento público interno e da balança externa. A abordagem em termos de crescimento endógeno é particularmente adequada, uma vez que se prevê que a participação na área do euro venha a melhorar a acumulação de factores de produção que podem afectar as taxas de crescimento de longo prazo e, desta forma, o PIB *per capita*. Além disso, integrando a modelação dos défices “gémeos”, o público e o externo, o modelo permite a incorporação das restrições que a própria participação na área do euro impõe ao processo orçamental nacional.

2. UM MODELO DE CRESCIMENTO ENDÓGENO

2.1 O modelo

A evolução da economia é representada através das trajectórias de cinco variáveis: capital privado, K_t , capital público, PK_t , capital humano, HK_t , financiamento externo, F_t , e dívida pública, PD_t .

As equações de movimento para os diferentes tipos de capital são:

$$K_{t+1} = I_t - AC_I(I_t, K_t) + (1 - d_K)K_t \quad (1)$$

$$PK_{t+1} = PI_t - AC_{PI}(PI_t, PK_t) + (1 - d_{PK})PK_t \quad (2)$$

$$HK_{t+1} = HI_t - AC_{HI}(HI_t, HK_t) + (1 - d_{HK})HK_t \quad (3)$$

em que d_K , d_{PK} , e d_{HK} , são as taxas de depreciação do capital privado, público e humano; I_t , PI_t , e HI_t são investimento em capital privado, público e humano; e $AC_I(\cdot)$, $AC_{PI}(\cdot)$ e $AC_{HI}(\cdot)$ são as correspondentes funções custo-de-ajustamento.

O ajustamento dos diferentes *stocks* de capital envolve custos. Esta noção é captada por funções custo-de-ajustamento específicas a cada tipo de investimento, representando a acumulação de capital sacrificada. As funções custos-de-ajustamento são não-negativas, monotonamente crescentes e estritamente convexas no investimento e capital. Assume-se que estas funções sejam quadráticas no investimento por unidade de capital instalado:

$$AC_I(I_t, K_t) = 0.5u_I(I_t)^2 / K_t \quad (4)$$

$$AC_{PI}(PI_t, PK_t) = 0.5u_{PI}(PI_t)^2 / PK_t \quad (5)$$

$$AC_{HI}(HI_t, HK_t) = 0.5u_{HI}(HI_t)^2 / HK_t \quad (6)$$

em que, u_I , u_{PI} , e u_{HI} são os parâmetros custos de ajustamento associados com a acumulação de capital privado, público e humano, respectivamente.

A economia produz um bem transaccionável, Y_t , utilizando uma tecnologia de produção bem comportada. A produção utiliza capital privado, trabalho e capital público. Tal como em King e Rebelo [1991] e Rebelo [1991], a utilização do factor trabalho é reproduzível e o *stock* de capital humano é incorporado nos trabalhadores. A utilização

do factor trabalho pode ser ajustada através da alteração do número de trabalhadores, L_t , ou por modificação do capital humano. O número total de trabalhadores é exógeno e aumenta a uma taxa constante, n . Por seu lado, o capital público representa uma externalidade positiva para o sector privado. O capital público não gera uma compensação explícita de forma a permitir a existência de um equilíbrio inter-temporal. O capital público é um bem público puro na tradição de Diewert [1988], e de Romer [1986], que salientam os efeitos externos relacionados com o nível médio de capital na economia.

A função de produção é Cobb-Douglas com rendimentos constantes à escala no capital privado e humano, apresentando rendimentos crescentes quando é também considerado o capital público:

$$Y_t = F(K_t, PK_t, L_t, HK_t) = A_0 K_t^b (L_t HK_t)^{1-b} PK_t^\nu \quad (7)$$

em que A_0 é o factor de escala do produto, $0 < b < 1$ é o *share* do capital na despesa total, e $0 < \nu < 1$ é o factor externo do capital público.

A produção e as importações nacionais são absorvidas por despesa interna em consumo, C_t , os diferentes tipos de investimento e exportações. As importações líquidas, M_t , são:

$$M_t = C_t + PC_t + I_t + PI_t + HI_t - Y_t \quad (8)$$

A equação de movimento para o financiamento externo representa a posição da balança corrente:

$$F_{t+1} = (1 + r_t)F_t + M_t - R_t - CF_t \quad (9)$$

em que R_t representa as transferências privadas unilaterais (remessas de emigrantes, por exemplo) e CF_t representa as transferências públicas unilaterais (transferências da UE, por exemplo). O país é uma pequena economia aberta que pode obter o financiamento exterior desejado a uma taxa de remuneração, r_t , que é determinada nos mercados financeiros internacionais.

É de salientar que, no contexto da UEM, a equação (9) perde grande parte do seu significado tradicional como restrição orçamental inter-temporal. É este certamente o caso relativamente às transacções portuguesas intra-UEM. Além disso, será de esperar que o comércio externo português, de futuro, se concentre cada vez mais na

área do euro. Na UEM, portanto, a equação (9) desempenha principalmente o papel de um simples mecanismo contabilístico.

A equação de movimento para a dívida pública reflecte o facto de as despesas do Estado terem de ser financiadas por impostos ou por alterações no endividamento público. As despesas do sector público incluem consumo e investimento, PC_t , PI_t e HI_t , bem como pagamentos de juros da dívida pública à taxa r_t . Dados os progressos alcançados na última década nas áreas da integração financeira e da desintermediação financeira, é natural assumir-se que a taxa relevante aplicável ao endividamento do Estado é igual à taxa aplicável ao endividamento internacional. Além disso, o sector público recebe transferências públicas unilaterais, CF_t e efectua transferências de fundos para o sector privado, PT_t . Por fim, as receitas fiscais são obtidas por aplicação de uma taxa de imposto exógena e constante, t_y , ao produto interno. A equação de movimento para a dívida pública é:

$$PD_{t+1} = (1 + r_t)PD_t + PC_t + PI_t + HI_t + PT_t - CF_t - t_y Y_t \quad (10)$$

A trajectória óptima da economia é obtida a partir da maximização de uma função de bem-estar social. Esta função é o actual valor descontado, à taxa social r , de uma função de utilidade bem comportada, definida relativamente aos consumos público e privado *per capita*. Tal como em Barro [1990], o governo financia serviços tais como a saúde, que estão incluídos na função de utilidade das famílias. A taxa de desconto social poderá ser interpretada como a taxa marginal de substituição entre o consumo presente e futuro, para um determinado nível de consumo compósito. A função utilidade é CES com parâmetro α e elasticidade de substituição $1 / (\alpha - 1)$.

2.2 Projecções orçamentais no contexto do modelo de crescimento

As autoridades económicas nacionais têm poderes discricionários para estabelecer as trajectórias das variáveis do sector público. Dadas estas regras orçamentais, as trajectórias óptimas geradas pelo modelo reflectem as decisões óptimas dos agentes privados, em termos quer de consumo quer de investimento privado.

As diferentes componentes do orçamento do Estado são supostas evoluir a taxas de crescimento fixas:

$$PC_{t+h} = (1 + g_{pc})^h PC_t \quad (11)$$

$$PI_{t+h} = (1 + g_{pi})^h PI_t \quad (12)$$

$$HI_{t+h} = (1 + g_{hi})^h HI_t \quad (13)$$

$$PT_{t+h} = (1 + g_{pt})^h PT_t \quad (14)$$

em que g_{pc} , g_{pi} , g_{hi} , e g_{pt} , representam as taxas de crescimento do consumo público, do investimento público, do investimento em capital humano e das transferências públicas, respectivamente. Assume-se que todas estas componentes do orçamento do Estado cresçam à taxa de crescimento do PIB. Isto significa que, relativamente a estas componentes do orçamento do Estado, a composição do orçamento, bem como a importância de cada uma destas componentes no PIB, permanecem constantes.

Por fim, as receitas fiscais são determinadas pela evolução do PIB, (as taxas permanecem fixas), enquanto que os pagamentos de juros sobre a dívida pública dependem da evolução das taxas de juro.

3. QUESTÕES DE IMPLEMENTAÇÃO

3.1 Estratégia de implementação numérica

A caracterização da solução óptima do problema do crescimento endógeno pode ser interpretada como um *two-point boundary problem*. Dada a complexidade do problema, não foi feita qualquer tentativa de desenvolver uma solução analítica. Ao invés, o modelo é parametrizado e resolvido de forma numérica. A análise dinâmica comparativa é aproximada resolvendo o modelo de forma numérica para diferentes configurações das variáveis exógenas relevantes.

A implementação numérica baseia-se numa estratégia idêntica à de Jones, Manuelli e Rossi [1993], Pereira [1994], e Gaspar e Pereira [1995]. A fim de resolver numericamente o problema do horizonte infinito, foram consideradas versões truncadas com horizontes temporais finitos. Para minimizar os efeitos terminais associados com a trun-

cagem, foram introduzidas restrições terminais, consistentes com os valores de estado estacionário das variáveis. Verificou-se que as simulações eram bastante robustas para uma truncagem com um horizonte temporal de 60 anos.

Considerando a truncagem, o problema da optimização é resolvido por métodos de programação não lineares. Estas técnicas são muito flexíveis na medida em que não dependem da formulação de condições de optimalidade mas apenas de especificações gerais do problema. Além disso, foram amplamente testadas, apresentam erros com propriedades conhecidas, e revelaram-se bastante robustas para problemas mal-especificados. Também garantem, através da utilização de restrições de não-negatividade sobre variáveis quer de estado quer de preço-sombra, que a solução gerada é uma solução *ponto-sela bona fide* para o problema de optimização em causa. Foi utilizado um método de programação sequencial, em que cada iteração resolve uma aproximação linear ao problema não-linear. Cada iteração gera uma direcção de pesquisa para a maximização de uma função de mérito Lagrangiano aumentado. É conseguida uma convergência final da sequência de aproximações lineares, de acordo com níveis pré-definidos de uma função de penalização quadrática modificada. (Ver Gill, Murray e Wright [1981] e Murtagh e Saunders [1982] para uma discussão destas técnicas.)

3.2 Dados, especificação dos parâmetros e calibragem

Os dados utilizados na implementação numérica do modelo foram retirados na maior parte do Anexo Estatístico da revista *European Economy*, N.º 63 [1997], sendo apresentados no quadro 1. Os referidos dados reflectem o valor do PIB e das variáveis *stock* em 1996. Contudo, a decomposição das variáveis agregadas segue a média para o período 1986-1996. Esta abordagem da decomposição das variáveis reflecte a natureza do modelo. O modelo capta o comportamento tendencial da economia mas não capta as variações do ciclo económico. Como corolário, os desvios temporários da posição da economia em relação à sua tendência a longo prazo não serão captados nas simulações. Considerando que os dados cobrem um ciclo económico completo, a implementação do modelo não está contaminada pelos efeitos do ciclo económico.

Quadro 1
DADOS

Mil milhões de escudos em 1996, salvo indicação em contrário.

Balança de Pagamentos	
Balança bens/serviços	-1.089
Pagamentos de juros	-0.183
Transferências unilaterais privadas	1.048
Balança corrente	-0.224
Contas do Sector Público	
Receitas fiscais	5.636
Consumo público	2.018
Investimento público	0.592
Investimento público em capital humano	0.672
Transferências públicas	2.292
Juros da dívida pública	0.779
Saldo público	-0.817
Contas nacionais	
PIB	16.012
Consumo privado	9.783
Consumo público	2.018
Investimento privado	3.507
Investimento público	0.592
Investimento em capital humano	1.200
Variáveis stock	
Stock de capital privado	30.585
Stock de capital público	7.928
Stock de capital humano	34.615
Força de trabalho (em percentagem da população)	0.478
População activa (em percentagem da população)	0.449
Dívida externa	2.434
Dívida pública	10.392

Fonte: Documentação sobre os dados é disponibilizada pelo autor, a pedido.

O período compreendido entre 1980 e 1996 foi escolhido uma vez que reflecte a informação disponível mais recente. Além disso, pode argumentar-se que os dados relativos a este período não foram contaminados pelos efeitos associados a expectativas da participação de Portugal na área do euro. Por conseguinte, a calibragem do modelo para o período entre 1980 e 1996 permite que as simulações captem as alterações provocadas pelo euro uma vez que é efectuada uma comparação entre as trajectórias óptimas que resultariam de continuação das tendências registadas em 1980-1996 e as novas trajectórias óptimas nas condições do euro.

Os valores dos parâmetros são apresentados no quadro 2. Os parâmetros são obtidos de diversas

Quadro 2
PARÂMETROS

Parâmetros das famílias

Taxa de desconto	0.9650
Taxa de crescimento da população	0.0017
Share do consumo privado	0.7930
Elasticidade de substituição	0.6500
Taxa de imposto efectiva	0.3520

Parâmetros de produção

Factor de escala do produto	0.2090
Share de capital privado	0.3700
Share de capital público	0.1000
Depreciação de capital	0.0600
Depreciação de capital público	0.0300
Depreciação de capital humano0000
Custo de ajustamento de capital privado	2.1800
Custo de ajustamento de capital público	3.3480
Custo de ajustamento de capital humano	7.2120

Outros Parâmetros

Taxa de juro	0.075
Crescimento das transferências do exterior	0.031
Crescimento das transferências públicas	0.031

Fonte: Documentação sobre os dados é disponibilizada pelo autor, a pedido.

formas. Sempre que possível, os valores dos parâmetros são retirados das estatísticas disponíveis ou da literatura. É o caso da taxa de crescimento da população, da percentagem do consumo privado na despesa total de consumo, da taxa de tributação efectiva, do parâmetro de escala do produto, das percentagens do trabalho, e do capital privado no produto e da taxa de juro. Em relação aos parâmetros para os quais não existem dados empíricos disponíveis, foi seguida uma de duas estratégias. Em alguns casos foram escolhidos arbitrariamente valores razoáveis. Foram estes os casos da elasticidade de substituição, do parâmetro de externalidade do capital público, e das taxas de depreciação.

Os restantes valores dos parâmetros — tais como a taxa de desconto e os parâmetros das funções custo-de-ajustamento — foram obtidos através de calibragem. Foram escolhidos de forma a que o modelo numérico reproduzisse exactamente os dados respeitantes a 1996 e extrapolasse exactamente as trajectórias futuras da taxa de crescimento do PIB, da composição das despesas de consumo e de investimento, dos défices públicos e do saldo da balança de transacções correntes. Os parâmetros acima referidos são fulcrais para o poder descritivo dos resultados da simulação: a taxa de

desconto afecta principalmente a dívida externa enquanto que os custos de ajustamento afectam a composição relativa dos diferentes tipos de investimento. A escolha da taxa de desconto é orientada pelo facto do crescimento endógeno exigir que a taxa de desconto não exceda a taxa de juro deduzida de impostos. A especificação dos parâmetros dos custos de ajustamento pressupõe que os custos de ajustamento são equivalentes a 20 por cento do investimento no ano base, para todos os tipos de investimento.

Os valores calibrados para as variáveis endógenas no modelo são apresentados no quadro 3. Este cenário base, que será referido como Caso 1, reflecte o *status quo*, ou seja, a trajectória óptima da economia portuguesa na ausência das mudanças estruturais que foram consideradas.

A aplicação numérica do modelo foi exaustivamente testada em termos da sensibilidade das trajectórias de referência às diferentes especificações dos parâmetros. Como é evidente, as diferentes especificações dos parâmetros conduzem a níveis diferentes de crescimento do PIB e do PIB *per capita* a longo prazo. Por exemplo, quanto maior for a externalidade dos capitais públicos tanto maior será a produtividade marginal dos capitais quer privados quer públicos e, por conseguinte, tanto maior será o crescimento do PIB. Apesar das diferenças nas trajectórias óptimas para diferentes valores dos parâmetros, a dimensão e o padrão das alterações induzidas pelo euro são notavelmente robustas.

4. OS EFEITOS DO EURO NO CRESCIMENTO A LONGO PRAZO

4.1 Modelação da participação na área do euro

Em termos das simulações numéricas, a avaliação do impacto no euro depende criticamente das alterações à taxa de juro tomadas em consideração. Isto é verdade quer em termos do *status quo* considerado quer de magnitude da descida da taxa de juro. Consideremos em primeiro lugar a questão da definição de *status quo* relevante. Poder-se-á argumentar que o *status quo* utilizado para calibrar o modelo, que consiste numa taxa de juro de 7.5 por cento, seria igualmente uma descrição realista da economia no caso de Portugal não participar na área do euro. Isto deve-se ao facto das autoridades

Quadro 3

VALORES DE CALIBRAGEM

Em percentagem

Crescimento do PIB	3.1
Consumo privado / PIB	61.1
Consumo público / PIB	12.6
Investimento privado / PIB	21.9
Investimento público / PIB	3.7
Investimento capital humano / PIB	7.5
Dívida pública / PIB	65.0
Défice público / PIB	5.1
Défice da Balança Corrente / PIB	1.4

portuguesas se encontrarem, empenhadas na condução de políticas que promovam a estabilidade macroeconómica, que deveriam ser mantidas mesmo em caso de não-participação. Além disso, alguns dos benefícios do euro, ir-se-iam registar independentemente da participação portuguesa.

Poder-se-ia igualmente argumentar que os efeitos da participação portuguesa na área do euro deveriam ser medidos em relação a um cenário com uma taxa de juro mais elevada do que a utilizada para calibrar o modelo, embora temporariamente. De facto, no caso de não participação, as fortes expectativas em relação à participação portuguesa teriam sido defraudadas e a possibilidade de uma crise cambial e financeira não poderia ser sumariamente excluída. Um ataque especulativo contra o escudo tornaria a estabilidade cambial cada vez mais onerosa. Poderia ter sido necessário, então, um aumento significativo da taxa de juro para evitar a desvalorização da moeda portuguesa. A fim de incorporar estas considerações foi contemplado um cenário que considera um aumento de um ponto percentual na taxa de juro.

A questão do grau de redução da taxa de juro induzida pela participação de Portugal na área do euro é complexa. Neste trabalho utilizaram-se as estimativas apresentadas pelo Ministério das Finanças [1998]. Estima-se que a redução da taxa de juro de longo prazo se situa entre um e três pontos percentuais face à taxa de juro de longo prazo observada. Essa redução corresponderia a dois e quatro pontos percentuais, se a não-participação desse origem a um agravamento de um ponto percentual dos níveis de taxa de juro observados. Deste total, uma redução de cerca de meio ponto

percentual poderia ser atribuída à redução do endividamento do sector público na área do euro, que ocorreria em resultado da aplicação de medidas orçamentais rigorosas, sendo por conseguinte independente da participação portuguesa.

De acordo com a argumentação acima apresentada, este estudo considera três cenários além do cenário do caso base. Num dos casos, o Caso 2, é considerado um aumento de um ponto percentual na taxa de juro, reflectindo um resultado pessimista no caso de não participação. No outro extremo, o Caso 4 considera uma redução de três pontos percentuais da taxa de juro. A comparação entre os dois casos fornece um limite superior para efeitos do euro. Num dos outros casos, o Caso 3, postula-se uma redução de um ponto percentual da taxa de juro. A diferença entre este cenário e o cenário do caso base é o limite inferior atribuível aos efeitos do euro.

4.2 Os efeitos de longo prazo do euro no PIB

Começamos por considerar os efeitos do euro no PIB de longo prazo medidos por comparação do Caso 1, o caso base, com o Caso 4, que reflecte uma descida de três pontos percentuais na taxa de juro. Nestas circunstâncias o euro induziria um aumento substancial do investimento privado. O investimento privado aumentaria cerca de seis pontos percentuais do PIB. Em resultado, a taxa de crescimento do PIB aumentaria entre 0.2 e 0.6 pontos percentuais. Em última instância, o PIB *per capita* de longo prazo aumentaria de 207.0 para 227.6, ou seja, cerca de 10.0 por cento. Esta subida corresponde a um aumento médio anual na taxa de crescimento do PIB de cerca de 0.4 pontos percentuais, isto é de 3.1 por cento para 3.5 por cento.

O mesmo padrão de resultados ocorre quando se consideram os outros cenários do euro. Na realidade, o limite mínimo dos efeitos, obtido comparando o Caso 1 com o Caso 3, corresponde a um aumento de 2.9 por cento no PIB *per capita* a longo prazo. Por seu turno, o limite máximo dos efeitos, obtido comparando o Caso 2 com o Caso 4, corresponde a um aumento de 13.6 por cento do PIB *per capita* a longo prazo.

Consideremos agora as implicações orçamentais de uma redução na taxa de juro. Por construção, os défices orçamentais previstos no Caso 1, o caso base, são de cerca de 5 por cento do PIB. Con-

vém recordar que essas projecções se baseiam no pressuposto que todas as componentes do orçamento crescem a uma taxa igual à do PIB no caso base, ou seja, à taxa anual de 3.1 por cento. É evidente que esses défices não seriam aceitáveis no quadro do Pacto de Estabilidade e Crescimento. A questão relevante, contudo, é saber qual o montante do défice orçamental com a nova taxa de juro associada à participação na área do euro.

No Caso 4 e aplicando as mesmas regras de projecção, os défices orçamentais diminuiriam progressivamente. O orçamento do Estado atingiria uma posição de equilíbrio por volta do ano 2006. Posteriormente, o excedente orçamental registaria excedentes cada vez maiores. A alteração na situação orçamental no Caso 4, resulta de menores pagamentos de juros da dívida pública e de maiores receitas fiscais, devido à expansão da base de tributação. Além disso, o crescimento das diferentes componentes do orçamento, estimado em 3.1 por cento, é agora relativamente inferior às taxas de crescimento do PIB. Estes resultados sugerem que os efeitos positivos de taxas de juro mais baixas reduzem as pressões exercidas pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento sobre as autoridades nacionais.

O facto de a dívida pública apresentar uma tendência automática para a redução nas novas condições da taxa de juro é importante por si próprio. Esta situação torna menos interessante a manutenção dos excedentes orçamentais previstos no Caso 4. Assim, é importante analisar quais os ganhos adicionais — em termos do comportamento do PIB a longo prazo — que seriam alcançados se fossem alteradas as projecções orçamentais.

Consideremos uma estratégia orçamental segundo a qual o défice orçamental deve estar equilibrado dentro de um período de cinco anos, devendo manter esse equilíbrio posteriormente. A nova estratégia orçamental é totalmente compatível com as regras do Pacto de Estabilidade e Crescimento. Em simultâneo, permite que os excedentes projectados no Caso 4 sejam utilizados de forma a melhorar o crescimento longo prazo. Considerámos três cenários para as diferenças entre a posição orçamental no Caso 4 e os défices programados. No Caso 5, as diferenças são conciliadas através de alterações na receita fiscal, no Caso 6, através de alterações no investimento público e no

Quadro 4

OS EFEITOS DO EURO

PIB <i>per capita</i> (1996 = 100.0)	Caso 1	Caso 2	Caso 3	Caso 4
1996	100.0	100.0	100.0	100.0
2000	112.2	111.4	112.9	114.2
2005	130.0	127.9	132.0	135.8
2010	151.3	147.8	154.6	161.5
2015	176.7	171.7	181.5	191.9
2020	207.0	200.4	213.1	227.6
PIB <i>per capita</i> (1996 = 100.0)	Caso 1	Caso 5	Caso 6	Caso 7
1996	100.0	100.0	100.0	100.0
2000	112.2	114.2	114.9	115.0
2005	130.0	135.9	138.5	139.3
2010	151.3	161.7	165.1	165.7
2015	176.7	192.1	194.0	192.3
2020	207.0	228.0	230.1	228.1

Notas:

Caso 1: Caso de base.

Caso 2: Aumento de 1 ponto percentual na taxa de juro.

Caso 3: Redução de 1 ponto percentual na taxa de juro.

Caso 4: Redução de 3.0 pontos percentuais na taxa de juro.

Caso 5: Caso 4 com objectivo de orçamento equilibrado – substituição de imposto.

Caso 6: Caso 4 com objectivo de orçamento equilibrado – substituição de investimento público.

Caso 7: Caso 4 com objectivo de orçamento equilibrado – substituição de investimento em capital humano.

Caso 7 através de alterações no investimento em capital humano.

Uma vez que a redução das taxas de juro liberta fundos públicos para outros objectivos, as actividades de investimento podem expandir-se. No Caso 5, as taxas de juro mais baixas levariam a um maior investimento privado e, por conseguinte, a um PIB mais elevado. Nos Casos 6 e 7, um maior investimento público e em capital humano conduziria a um PIB mais elevado, quer de forma directa, quer indirectamente através dos seus efeitos, na produtividade marginal do investimento privado e no próprio investimento privado.

Tal como é apresentado no quadro 4, os três casos considerados permitem de facto aumentos, ainda que marginais, na posição a longo prazo do PIB *per capita* na economia. Os limites máximos para o efeito da redução da taxa de juro situar-se-iam em 13.8 por cento, 14.8 por cento e 13.9 por cento nos Casos 5, 6 e 7, respectivamente, face a 13.6 por cento no Caso 4. Esse aumento do PIB *per capita* a longo prazo deve ser entendido como consequência directa do facto da descida das taxas de juro reduzir as pressões orçamentais. A redução das pressões orçamentais tem um efeito tal

que não só é possível cumprir as condições do Pacto de Estabilidade como também pode haver um aumento maior da despesa pública, de forma a melhorar as perspectivas de crescimento a longo prazo do PIB.

4.3 Qual a importância dos efeitos do euro a longo prazo

Já foi demonstrado que os efeitos da participação portuguesa na área do euro são significativos em termos absolutos. Gostaríamos, contudo, de ter uma ideia da importância relativa desses efeitos. Uma boa forma de medir a importância relativa dos efeitos da participação na área do euro será através da comparação desses efeitos com os efeitos das transferências estruturais da UE. Trata-se de uma experiência natural uma vez que os efeitos das duas políticas se sobrepõem, pelo menos parcialmente, na economia portuguesa. Na verdade, ambas as políticas podem melhorar o potencial crescimento a longo prazo através do estímulo das actividades de investimento. A participação na área do euro fá-lo principalmente através dos mecanismos do mercado enquanto que as políticas

Quadro 5
**IMPORTÂNCIA RELATIVA DOS
 EFEITOS DO EURO**

PIB <i>per capita</i> (1996 = 100.0)	Caso 1	Caso 4	Caso 8
1996	100.0	100.0	100.0
2000	112.2	114.2	114.5
2005	130	135.8	136.8
2010	151.3	161.5	159
2015	176.7	191.9	184.1
2020	207	227.6	214.1

Notas:

Caso 1: Caso de base.

Caso 4: Redução de 3.0 pontos percentuais na taxa de juro.

Caso 8: Transferências estruturais para o período 1996-2006.

estruturais conseguem-no principalmente através de mecanismos administrativos.

Para fins de um exercício de simulação numérico, supõe-se que os programas de transferências estruturais seguem o Quadro de Apoio Comunitário para Portugal para 1994-1999 (para pormenores, ver Comissão das Comunidades Europeias [1994]). O Quadro de Apoio Comunitário estabelece em pormenor o valor das transferências anuais, a composição dessas transferências (capital físico privado e público e capital humano) assim como os requisitos de co-financiamento (transferências da UE, fundos de compensação domésticos públicos e privados). Devido à falta de dados mais precisos, as transferências efectuadas ao abrigo do novo Quadro de Apoio Comunitário para 2000-2006, que se encontra em negociação à data da realização deste estudo, seguem exactamente o mesmo padrão dos programas das transferências correntes.

O Caso 8 considera os efeitos das transferências estruturais da UE. Os resultados da simulação, apresentados no quadro 5, sugerem que a longo prazo o PIB *per capita* aumentará 3.4 por cento com os programas estruturais em análise. Isto corresponde a um aumento médio anual da taxa de crescimento do PIB de cerca de 0.15 pontos percentuais, ou seja, uma variação de 3.1 por cento para 3.25 por cento. É óbvio, que os efeitos potenciais das transferências estruturais se encontram muito próximo do limite inferior dos efeitos da participação na área do euro, sugerindo que os efeitos da

participação portuguesa na área do euro são muito significativos em termos relativos.

5. SUMÁRIO

O presente estudo analisa os efeitos da participação de Portugal na área do euro. A redução das taxas de juro de longo prazo é o canal mais importante através do qual a adesão ao euro afecta a economia portuguesa. Prevê-se que aquela redução venha a afectar positivamente os fundamentos do crescimento económico nacional e, portanto, a aumentar o PIB *per capita* a longo prazo. Os resultados da simulação sugerem que a participação de Portugal na área do euro resulta numa melhoria do PIB *per capita* a longo prazo entre 2.9 por cento a 13.6 por cento. O cenário mais provável aponta para ganhos de quase 10.0 por cento. Esta evolução corresponde a um aumento de 0.4 pontos percentuais da taxa de crescimento tendencial do PIB de, digamos, cerca de 3.1 por cento para 3.5 por cento por ano.

Uma questão importante é o impacto orçamental do euro. Por um lado, o Pacto de Estabilidade e Crescimento coloca restrições significativas ao orçamento do Estado a nível nacional. Por outro lado, a redução das taxas de juro associada à participação na área do euro tende a reduzir essas pressões. Os resultados da simulação sugerem que a redução das taxas de juro e o maior crescimento do PIB associado com o euro, reduzem de facto as pressões orçamentais impostas pelas normas da UEM. Como corolário, os resultados da simulação sugerem que os ganhos de longo prazo associados com taxas de juro mais baixas poderão ser de novo reforçados por alterações no desenho do exercício orçamental subjacente. Permitir o crescimento do investimento público, no contexto das restrições do Pacto de Estabilidade e Crescimento, daria origem a um aumento de 14.8 por cento do PIB *per capita* a longo prazo.

Por fim, os resultados da simulação sugerem que no cenário mais provável, os efeitos do euro a longo prazo — um aumento de cerca de 10 por cento do PIB *per capita* a longo prazo — são substancialmente maiores do que os efeitos das transferências estruturais para o período de 1996-2006 — um aumento de 3.4 por cento a longo prazo. Os efeitos das transferências estruturais são apenas ligeiramente superiores ao limite inferior das esti-

mativas dos efeitos do euro. Deste modo, é razoável supor que os efeitos da participação portuguesa na área do euro sejam superiores aos efeitos combinados dos programas dos Quadros Comunitários de Apoio para o período de 1986-2006.

REFERÊNCIAS

- Barbosa e outros, (1998), O Impacto do Euro na Economia Portuguesa, Ministério das Finanças.
- Barro, R., (1990), "Government Spending in a Simple Model of Endogenous Growth," *Journal of Political Economy*, 98, S103-S125.
- Barro, R. e X. Sala-I-Martin, (1992), "Public Finance in Models of Economic Growth," *Review of Economic Studies* 59, 645-661.
- Comissão das Comunidades Europeias (1994), Enquadramento Comunitário de Apoio, 1994-99: *Portugal*, Gabinete das Publicações Oficiais das Comunidades Europeias, Luxemburgo.
- Comissão das Comunidades Europeias (1997), *European Economy* No. 63 — Relatório Económico Anual, Gabinete das Publicações Oficiais das Comunidades Europeias, Luxemburgo.
- Diewert, W., (1986), *The Measurement of the Economic Benefits of Infrastructure Services*, Springer-Verlag, Berlim.
- Gaspar, V. e A. Pereira, (1995), "On the Effects of Financial Integration and Structural Transfers on Growth in EC Capital-Importing Economies," *Journal of Development Economics* 48, pp. 43-66.
- Gill, P., W. Murray, e M. Wright, (1981), *Practical Optimization*, Academic Press.
- King, R., e S. Rebelo (1990), "Public Policy and Economic Growth: Developing Neoclassical Implications," *Journal of Political Economy* 98, S127-150.
- Jones, L., R. Manuelli, e P. Rossi, (1993), "Optimal Taxation in Models of Endogenous Growth," *Journal of Political Economy* 101, 485-517.
- Murtagh, B. e M. Saunders, (1982), "A Projected Lagrangian Algorithm and its Implementation for Sparse Nonlinear Constraints," *Mathematical Programming Study* 18, 84-117.
- Pereira, A, (1994), "On the Effects of Investment Tax Credits on Efficiency and Growth," *Journal of Public Economics* 54, 437-461.
- Pereira, A., (1998), "International Public Transfers and Convergence in the European Union," *Public Finance Review*, a publicar.
- Rebelo, S., (1991), "Long Run Policy Analysis and Long Run Growth," *Journal of Political Economy* 99, pp. 500-521.
- Romer, P., (1986), "Increasing Returns and Long Run Growth," *Journal of Political Economy* 94 pp. 1002-37.

Janeiro*

7 de Janeiro (Regulamento da CMVM nº 25/98, DR nº 5/99, 2ª Série)

Estabelece um conjunto de normas relativas à obrigatoriedade de comunicação e publicidade de transacções sobre valores mobiliários próprios por parte das sociedades emittentes às entidades gestoras do respectivo mercado. Revoga o Regulamento nº 92/6, de 07-01-1993.

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

Fixa, na sequência do disposto no Dec.-Lei nº 138/98, de 16-05, sobre as regras a observar no processo de transição para o euro, em 3.25 por cento a taxa de referência a que se refere o nº 2 do artº 10 daquele diploma, a qual constitui a taxa equivalente que substitui a taxa de desconto do Banco de Portugal a partir de 01-01-1999.

11 de Janeiro (Dec.-Lei nº 11/99, DR nº 8/99, 1ª Série A)

Altera a base de cálculo da taxa base anual (TBA). O presente diploma entra em vigor no primeiro dia do mês seguinte ao da sua aplicação.

15 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal nº 1/99, DR nº 12/99, 1ª Série B)

Determina quais as operações compreendidas no nº 1 do artº 5º do Dec.-Lei nº 13/90 de 08-01 - definição do âmbito de operações cambiais, introduzindo as alterações decorrentes da entrada em vigor do euro. Revoga o aviso 6/93 de 15-10.

15 de Janeiro (Portaria nº 28/99, DR nº 12/99, 2ª Série)

Atribui, ao abrigo do nº 4 do artº 8 do Dec. Lei nº 138/98, de 16 de Maio, à Direcção-Geral do Tesouro a competência para assegurar a correspondência exacta entre os fluxos de caixa diários resultantes da liquidação global de meios de pagamento em euros e respectivos registos contabilísticos parcelares em escudos, quer a nível orçamental quer a nível das contas do Tesouro.

19 de Janeiro (Regulamento nº 3/99, DR nº 15/99, 2ª Série)

Estabelece as regras aplicáveis à utilização de produtos derivados pelas empresas de seguros que operem em Portugal ou no estrangeiro sob a supervisão do Instituto de Seguros de Portugal.

19 de Janeiro (Regulamento nº 4/99, DR nº 15/99, 2ª Série)

Estabelece as regras aplicáveis à utilização de produtos derivados nos fundos de pensões pelas respectivas entidades gestoras que operam em Portugal.

26 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal nº 2/99, DR nº 21/99, 1ª Série B)

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

28 de Janeiro (Instrução nº 1, DR nº 23/99, 2ª Série)

Estabelece as regras gerais de funcionamento do mercado primário e do mercado secundário de bilhetes do Tesouro.

28 de Janeiro (Dec.-Lei nº 22/99, DR nº 23/99, 1ª Série A)

Estabelece um conjunto de regras relativas ao registo e liquidação de valores mobiliários de natureza monetária pelo Banco de Portugal

Fevereiro

10 de Fevereiro (Portaria nº 118/99, DR nº 34/99, 2ª Série)

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

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

11 de Fevereiro (Despacho nº 2481/99, DR nº 35/99, 2ª Série)

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

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

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

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

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

Março

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

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

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

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

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

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

12 de Março (Regulamento do Instituto de Seguros de Portugal nº 8/99, DR nº 60/99, 2ª Série)

Estabelece um conjunto de regras relativas ao cálculo e constituição da margem de solvência e do fundo de garantia das sociedades gestoras de fundos de pensões. Revoga a Norma nº 3/98-R, de 18-02, não repristinando o nº 61 da Norma nº 298/91 de 13-11.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Abril

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Maiο

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

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

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

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

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

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

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

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

WORKING PAPERS

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

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

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

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

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

- 5/97** ECONOMETRIC MODELLING OF THE SHORT-TERM INTEREST RATE: AN APPLICATION TO PORTUGAL
— Nuno Cassola, João Nicolau, João Sousa
- 6/97** ESTIMATION OF THE NAIRU FOR THE PORTUGUESE ECONOMY
— Carlos Robalo Marques, Susana Botas
- 7/97** EXTRACTION OF INTEREST RATE DIFFERENTIALS IMPLICIT IN OPTIONS: THE CASE OF SPAIN AND ITALY IN THE EUROPEAN MONETARY UNION
— Bernardino Adão, Jorge Barros Luís
- 1/98** A COMPARATIVE STUDY OF THE PORTUGUESE AND SPANISH LABOUR MARKETS
— Olympia Bover, Pilar Garcia-Perea, Pedro Portugal
- 2/98** EARNING FUNCTIONS IN PORTUGAL 1982-1994: EVIDENCE FROM QUANTILE REGRESSIONS
— José A. F. Machado, José Mata
- 3/98** WHAT HIDES BEHIND AN UNEMPLOYMENT RATE: COMPARING PORTUGUESE AND US UNEMPLOYMENT
— Olivier Blanchard, Pedro Portugal
- 4/98** UNEMPLOYMENT INSURANCE AND JOBLESSNESS IN PORTUGAL
— Pedro Portugal, John T. Addison
- 5/98** EMU, EXCHANGE RATE VOLATILITY AND BID-ASK SPREADS
— Nuno Cassola, Carlos Santos
- 6/98** CONSUMER EXPENDITURE AND COINTEGRATION
— Carlos Robalo Marques, Pedro Duarte Neves
- 7/98** ON THE TIME-VARYING EFFECTS OF UNEMPLOYMENT INSURANCE ON JOBLESSNESS
— John T. Addison, Pedro Portugal
- 8/98** JOB SEARCH METHODS AND OUTCOMES
— John T. Addison, Pedro Portugal
- 1/99** PRICE STABILITY AND INTERMEDIATE TARGETS FOR MONETARY POLICY
— Vítor Gaspar, Ildeberta Abreu
- 2/99** THE OPTIMAL MIX OF TAXES ON MONEY, CONSUMPTION AND INCOME
— Fiorella De Fiore, Pedro Teles
- 3/99** OPTIMAL EXECUTIVE COMPENSATION: BONUS, GOLDEN PARACHUTES, STOCK OWNERSHIP AND STOCK OPTIONS
— Chongwoo Choe
- 4/99** SIMULATED LIKELIHOOD ESTIMATION OF NON-LINEAR DIFFUSION PROCESSES THROUGH NON-PARAMETRIC PROCEDURE WITH AN APPLICATION TO THE PORTUGUESE INTEREST RATE
— João Nicolau