

**DISCURSO DE TOMADA DE POSSE DO GOVERNADOR
DR. VÍTOR MANUEL RIBEIRO CONSTÂNCIO, EM 23 DE FEVEREIRO DE 2000**

Senhor Primeiro Ministro

Senhor Ministro das Finanças e da Economia

Senhores Secretários de Estado

Minhas Senhoras e meus Senhores

Em meu nome e dos meus colegas de Conselho agradeço a confiança que o Governou depositou na equipa que vai agora gerir o Banco de Portugal. No meu caso, trata-se de um regresso a uma instituição onde passei cerca de 15 anos da minha vida profissional em diferentes posições e responsabilidades. Não chego hoje, pois, ao Banco de Portugal. Exerci o cargo de Governador em 85-86 e considero interessante traçar brevemente um confronto entre o país que éramos e o país que somos hoje, quando assumo de novo essas funções. Naquela altura Portugal acabava de cumprir o seu segundo programa de estabilização com o FMI, o crescimento tinha sido negativo em 84 (-1.9%) e a inflação tinha atingido 28.9% após uma desvalorização de 20% da taxa de câmbio efectiva. O ano de 85 foi mais favorável, com um crescimento de 2.8%, mas ainda com uma inflação de 20%, uma taxa de desemprego de 8.7% e com necessidades públicas de financiamento de 10.5% do PIB. As taxas de juro do crédito eram de cerca de 27% e as dos depósitos de 25%. A situação do sistema bancário era preocupante com a rentabilidade afectada pelo enorme imposto implícito cobrado pelo Estado sob a forma de financiamento do défice abaixo das taxas de mercado e com uma situação de solvabilidade precária com um rácio de crédito vencido de 11% e os capitais próprios mais provisões a representarem apenas cerca de 80% do crédito vencido.

Não se estranha, assim, que o meu discurso de posse se tenha centrado então nas reformas necessárias do financiamento do Estado, na reforma dos

mercados monetário e cambial, na reestruturação do sector bancário e na preparação da passagem a métodos indirectos de controlo monetário para se poder abandonar os antigos limites de crédito. Pude ainda realizar parte do programa enunciado. A criação de Bilhetes do Tesouro com emissões em regime de leilão geridos pelo Banco de Portugal permitiu ter as primeiras taxas de juro formadas no mercado e lançou as bases de um verdadeiro mercado monetário, condição indispensável para a reforma do método do controlo monetário de acordo com mecanismos de mercado. Começou-se a liberalizar as taxas de juro do sistema. O mercado monetário interbancário foi modernizado, e de presencial passou a funcionar em contínuo ao longo do dia. Foram abandonadas as taxas de câmbio administradas e foi criado um mercado *spot* com *fixing* diário. Foram definidas as regras que permitiram acomodar de forma rentável no contexto do sistema de limites de crédito, os novos bancos privados entretanto autorizados.

Em suma, foram dados os primeiros passos da liberalização financeira que a entrada na então CEE tornava indispensável. Foi um período interessante em que o Banco de Portugal pôde voltar a contribuir, como sempre fez, para a estabilização e modernização do sistema financeiro e da economia portuguesa.

Entretanto, a entrada na União Europeia galvanizou e transformou o país muito para além do que por vezes nos damos conta. A situação que temos hoje é a de um país desenvolvido e membro

da união monetária europeia, com plena estabilidade macroeconómica e condições de desenvolvimento futuro. A inflação harmonizada é quase idêntica à média europeia, a taxa de desemprego, 4.2%; o défice orçamental, 1.9%; as taxas de juro médias situam-se em torno de 6%. Esta evolução foi acompanhada de profundas transformações estruturais e de um significativo aumento de nível de vida da população que viu o rendimento disponível em termos reais crescer 50% desde 1985.

Entre as transformações operadas sublinho a do sistema bancário que é hoje globalmente um sistema rentável, moderno, concentrado, bem capitalizado e em expansão. O crédito vencido era em Setembro apenas 2.4% do crédito total e os capitais próprios mais as provisões eram-lhe superiores em 600. Entretanto, neste mesmo período os bancos colocaram em Fundos de Pensões próprios cerca de 1300 milhões de contos para assegurar as suas responsabilidades com as pensões dos empregados bancários. Por outro lado, os aumentos de produtividade permitiram um crescimento real do activo total do sistema em 230% mantendo-se sensivelmente o mesmo número de empregados. Se é certo que existem algumas zonas do sistema mais problemáticas, há que elogiar a capacidade revelada pelas principais instituições para se modernizarem com a introdução das melhores tecnologias por forma a apoiarem o desenvolvimento que o país conheceu.

Calaram-se, assim, as vozes que duvidavam da nossa capacidade para aproveitar positivamente a participação na União Europeia. Portugal surpreendeu também, mesmo os mais optimistas, pela forma como conseguiu realizar a convergência nominal com os seus parceiros europeus e participar no euro. O Banco de Portugal teve nesse processo um papel brilhante e é justo nessa perspectiva prestar homenagem ao Prof. António de Sousa e à equipa que o acompanhou pela maneira como conduziram o Banco no cumprimento das suas missões.

Não quero que a visão positiva que transmiti sobre a evolução do país neste período seja mal interpretada. Tenho uma aguda consciência das vulnerabilidades e carências que ainda nos caracterizam $\frac{3}{4}$ desde os indicadores educacionais, às insuficiências nas infra-estruturas, ao baixo conteúdo tecnológico de muitas produções, às desigualda-

des de rendimento. Além disso, a participação no euro, se nos abre grandes oportunidades, contém alguns riscos e impõe novas exigências de competitividade. Talvez por isso se tenham ouvido ultimamente algumas dúvidas sobre a sustentabilidade do padrão de evolução recente da economia portuguesa. Três aspectos aparecem geralmente referidos:

- Em primeiro lugar, o crescimento seria excessivamente baseado na dinâmica da procura interna, em especial do consumo, originando forte endividamento das famílias com reflexo no endividamento no exterior do sistema bancário para acomodar a diferença entre o crescimento do crédito e dos depósitos;
- Ouvem-se também preocupações com a balança de pagamentos com a ideia algo confusa de que poderia vir a perturbar o crescimento da economia;
- Finalmente, manifestam-se preocupações com o comportamento recente das exportações e do investimento directo estrangeiro.

Quanto ao primeiro ponto, de acordo com o que tem sido afirmado sempre pelo Banco de Portugal, começo por sublinhar que, apesar de algumas previsões em contrário, não se verificou em Portugal um fenómeno de sobreaquecimento da economia: o crescimento é moderadamente superior ao do UE, a inflação é semelhante à média europeia e não existe também qualquer bolha especulativa no mercado de activos. O endividamento das famílias atingiu, é certo, cerca de 80% do rendimento disponível, mas com a descida nos últimos anos das taxas de juro o esforço financeiro com os encargos da dívida aumentou muito pouco. Aquela percentagem é, aliás, bastante inferior à verificada em vários países quando conheceram crises relacionadas com o mercado imobiliário. É evidente que o crédito às famílias não poderá continuar a crescer como nos últimos anos e a perspectiva de alguma subida nas taxas de juro conduziu já na parte final do ano passado a alguma desaceleração. Os bancos, por sua vez, têm que começar a mostrar-se mais selectivos e, sobretudo, a informar melhor os seus clientes sobre as consequências de possíveis aumentos futuros das taxas

de juro. Disso também dependerá a situação das suas próprias contas e a capacidade de se continuarem a endividar normalmente junto de outros bancos da zona euro. Na verdade, o forte endividamento do sistema bancário no exterior é normal entre regiões de uma mesma zona monetária onde está assegurada a transferência de poupanças sem risco cambial. Os únicos limites têm a ver com a capacidade creditícia de cada uma das instituições bancárias tal como é avaliada pelo mercado e pelas suas congéneres estrangeiras.

Isto prende-se, aliás, com alguns equívocos sobre o significado da balança externa corrente para uma região de uma união monetária como é actualmente Portugal. Sem moeda própria não voltaremos a ter problemas de balança de pagamentos iguais aos do passado. Não existe um problema monetário macroeconómico e não há que tomar medidas restritivas *por causa da balança de pagamentos*. Ninguém analisa a dimensão macro da balança externa do Mississipi ou de qualquer outra região de uma grande união monetária. Isto não significa que não exista uma restrição externa à economia. Simplesmente esta é o resultado da mera agregação da capacidade de endividamento dos vários agentes económicos. O limite depende essencialmente da capacidade de endividamento dos agentes internos (incluindo os bancos) perante o sistema financeiro da Zona Euro. Se e quando o endividamento for considerado excessivo, as despesas terão que ser contidas porque o sistema financeiro limitará o crédito. O equilíbrio restabelece-se espontaneamente, por um mecanismo de deflação das despesas, e não têm que se aplicar políticas de ajustamento. A ressaca após um forte endividamento pode ter consequências recessivas, mas não é um problema macroeconómico de balança de pagamentos. A analogia mais pertinente é com o novo paradigma que vê a balança corrente externa como o resultado de uma optimização intertemporal do perfil de consumo de uma economia que defronta um mercado de capitais perfeito. A analogia é simplista para um país com moeda própria, mas serve como primeira aproximação para uma região de uma união monetária.

Para um país com moeda própria, e por hipótese tradicionalmente fraca, o limite do desequilíbrio chega em geral mais cedo, porque para pagar as importações se têm que obter divisas estrangeiras,

recorrendo às reservas ou ao crédito e ambos têm limites óbvios. Ou seja, a suspeita de que um país nessa situação pode ter um problema macroeconómico de pagamentos externos, por se estarem a esgotarem as reservas, faz com a restrição externa se manifeste antes de se ter esgotado a capacidade económica de endividamento dos agentes económicos privados. É assim que, nesses casos, boas empresas ou bons projectos de investimento podem sofrer limites de financiamento se o país não tiver divisas estrangeiras. Isso não acontece, porém, no contexto de uma região que essencialmente transacciona com as restantes de uma mesma zona monetária. Se a economia estiver a crescer saudavelmente, com bons projectos, isso significa que tem produções competitivas e não existirão problemas de «balança de pagamentos» a travar o nosso processo de convergência real com a Europa desenvolvida. Se, pelo contrário a economia estiver a crescer menos que os nossos parceiros e a importar muito mais do que exporta, revelando falta de competitividade, então a balança corrente externa pode ser um indicador de problemas embora não seja ela própria um problema. É portanto um indicador que tem sempre que ser analisado juntamente com outros indicadores de competitividade.

Já referi que tudo isto não implica a ausência de uma restrição externa à economia, mas o importante de uma ponto de vista das políticas públicas é a existência de limites ao crescimento da despesa interna por causa das pressões inflacionistas que pode gerar e das consequências que isso tem sobre a competitividade das nossas produções. Além disso, também uma pressão excessiva da procura no mercado de activos pode criar as condições de uma crise futura com consequências recessivas.

O diferencial de inflação que se verifica actualmente é, porém, de dimensões reduzidas e tem ainda curta duração. Além disso, no contexto da união monetária e de um processo de convergência real de níveis de desenvolvimento, Portugal terá uma inflação superior à média europeia sem com isso perder necessariamente competitividade em relação aos restantes países membros. A justificação para isto é pacífica e tem a ver com o chamado efeito Balassa-Samuelson.

Isso não implica, porém, que possamos ignorar os riscos da inflação. As lições da experiência das

últimas décadas nos países desenvolvidos e da evolução da teoria económica são precisamente que, para além de ser contraproducente tentar fazer o «*fine tuning*» da conjuntura, a taxa de inflação é neutra em relação à trajectória de equilíbrio do produto. Ou seja, não se consegue mais crescimento e mais emprego criando mais inflação e uma economia de mercado descentralizada funciona melhor num regime de inflação baixa. Logo, se as despesas privadas continuarem eufóricas e o crescimento for forte, o Estado tem que continuar a manter rigor orçamental. Como não se prevêem próximas descidas dos juros, pelo contrário, isto implica que as despesas de consumo público não poderão continuar a crescer ao mesmo ritmo dos últimos anos. Vai aumentar, pois, o nível de exigência e é bom não alimentar sobre isso quaisquer ilusões porque, no dizer do filósofo, «uma ilusão é muitas vezes pior do que um erro». Saúdo por isso como muito positivo o novo Programa de Estabilidade apresentado pelo Sr. Ministro das Finanças que compromete o Governo numa trajectória exigente de contenção das despesas correntes do Estado, retomando o caminho da consolidação das Finanças Públicas portuguesas. Posso assegurar-lhe Sr. Ministro que o Banco de Portugal dará a esse esforço todo o apoio e estímulo, crítico se necessário, a fim de que o Programa possa ser cumprido.

O último dos pontos que referi a propósito da situação económica portuguesa parece-me ser potencialmente o mais preocupante. Refiro-me ao comportamento recente das exportações e do investimento estrangeiro. A perda, ainda que ligeira, de quota de mercado durante os últimos dois anos nos países para onde exportamos e a desaceleração do investimento directo pode representar uma perda de competitividade causada pela concorrência de países terceiros com mais baixos custos e melhores condições de atracção. É cedo para concluir se estamos perante um fenómeno conjuntural e passageiro influenciado pela crise asiática de 1998 ou se se trata de algo de mais estrutural. Afirmei muitas vezes que a nossa participação no euro tinha a dimensão de uma aposta, que sempre confiei que ganharíamos. No entanto, isso passa por transformações estruturais no tecido produtivo que criem as bases de novas vantagens comparativas. No contexto actual, isso depende mais dos

agentes empresariais do que de políticas públicas. Faltará apenas mais capital de risco para estimular o investimento em Portugal e não no estrangeiro. Mas as políticas públicas fornecem agora um enquadramento de perfeita estabilidade macroeconómica e baixos custos de financiamento e de acesso ao capital, o que facilita o investimento produtivo modernizador e de expansão. São estas as grandes vantagens e a grande oportunidade criada pelo euro. Isto tem que ser aproveitado para operar um indispensável reposicionamento estrutural da economia portuguesa. As empresas concorrem agora a partir de uma moeda forte e não podem deixar-se embalar por facilidades de curto prazo. Aos sindicatos cabe também a responsabilidade de graduarem as suas reivindicações ao novo contexto competitivo em que estamos, se efectivamente querem defender o emprego. Não haverá desvalorizações nem subsídios para aguentar empresas que perderem posição competitiva por não se modernizarem, por não aumentarem o conteúdo tecnológico dos seus processos ou a qualidade das suas produções. O caminho em que embarcámos é o que melhor pode garantir a nossa prosperidade futura, mas é exigente e não tem recuo.

A acuidade do que afirmo será ainda maior quando o euro se valorizar num qualquer futuro próximo, fazendo aumentar a pressão da concorrência de países terceiros. Ninguém se iluda com a fraqueza recente do euro pensando remetê-lo para a categoria das moedas fracas. A depreciação actual tem a sua justificação na diferença de conjuntura com a economia americana. Nos anos noventa também o marco passou por dois ciclos de depreciação face ao dólar e ninguém retirou daí a conclusão de que o marco era uma moeda fraca.

Na verdade, o que define a qualidade de uma moeda pode resumir-se nos seguintes aspectos: ser bem gerida por forma a garantir estabilidade macroeconómica e inflação baixa; ter credibilidade suficiente para conduzir a taxas de juro baixas a longo prazo; ter liquidez em todos os instrumentos e maturidades. O euro cumpre bem todos estes critérios. A inflação é mais baixa na Europa. As taxas de juro das obrigações a 10 anos dos Estados europeus são mais baixas do que as taxas de juro americanas para a mesma maturidade. Ou seja, os mercados confiam que a longo prazo a inflação na Europa tenderá a ser mais baixa que nos USA, re-

flectindo assim a sua confiança na forma como o euro vai ser gerido. Finalmente, não existe falta de liquidez dos diferentes instrumentos financeiros denominados em euros.

Tudo indica, portanto, que o euro está destinado a ter um papel crescente no sistema monetário internacional e a valorizar-se no futuro. Os EUA continuam a ter uma balança de pagamentos muito desequilibrada, ao contrário da Europa, o que acabará por se reflectir na taxa de câmbio do dólar. O prazo, o euro ganhará importância e valor. Mais importante que isso, porém, é que sirva para manter a economia europeia com inflação baixa e boas condições e crescimento económico.

O Banco Central Europeu não tem como objectivo «defender» uma determinada taxa de câmbio para o euro. A política monetária europeia serve para prosseguir objectivos internos de estabilidade e controle da inflação. Ora, a Zona euro é uma economia relativamente fechada pelo que a taxa de câmbio não tem uma influência decisiva na inflação interna. Seria, pois, errado adoptar a taxa de câmbio como objectivo intermédio da política monetária. Se esta conseguir manter um regime de inflação baixa, o euro continuará a ser uma moeda forte com pleno reflexo na sua taxa de câmbio. A tentativa de criar um sistema de «*target zones*» para as principais moedas teria conduzido a taxas de juro mais altas na Europa para «defender» o euro e o resultado teria sido comprometedor para a recuperação da economia europeia e para a redução do desemprego. O sentido da União Europeia ter criado o euro reside precisamente na possibilidade que este lhe abre de ter uma política monetária autónoma essencialmente preocupada com a prossecução dos seus próprios objectivos e desligada de conjunturas externas. Os indispensáveis esforços de cooperação monetária internacional em situações pontuais de fortes desequilíbrios não põem em causa aquela orientação fundamental.

O que acabo de referir remete em pleno para a mudança de funções por que passou o Banco de Portugal. Sem política monetária própria, mas profundamente empenhado no Sistema Europeu de Bancos Centrais, aumentaram as exigências de preparação técnica para assegurar uma participação eficaz e para dar resposta às inúmeras solicitações de dados e análises que o BCE nos coloca. Aumentaram também as responsabilidades na vi-

gilância do sistema de pagamentos e, sobretudo, na supervisão das instituições financeiras porque o Banco de Portugal é o guardião da estabilidade do sistema financeiro. O Sr. Ministro acaba de nos anunciar a reforma que pensa realizar na regulação financeira. As orientações que traçou parecem-me as adequadas à nossa situação e acompanham as melhores tendências internacionais no sentido de introduzir mais coordenação sem fundir instituições especializadas que podem até por vezes ter perspectivas conflituantes sobre os vários interesses a proteger.

Outras alterações se aguardam proximamente nesta área da supervisão, especialmente a mudança significativa da regulamentação sobre as exigências de capital para as instituições de crédito, no âmbito do Comité de Basileia e da Comissão Europeia. Por outro lado, considero necessárias alterações no regime do Fundo de Garantia de Depósitos e no próprio Regime Geral das Instituições de Crédito.

Não se esgotam nas tarefas enunciadas as funções do Banco de Portugal e há uma área em que procurarei mesmo alargar a missão do Banco $\frac{3}{4}$ a da prestação de serviços à comunidade. Refiro-me aos domínios da informação, investigação e formação económica em que as capacidades do Banco se têm que abrir mais às necessidades da sociedade. O Banco tem o dever de apoiar mais o debate informado dos problemas económicos e sociais do país mesmo que transcendam o domínio estrito da política monetária. Em particular, quero desenvolver um *novo serviço de informação ao consumidor*, à semelhança do que acontece nos Bancos do *Federal Reserve System*, por forma a fazer a pedagogia da utilização dos serviços financeiros e a promover as melhores práticas no sistema. Trata-se essencialmente de informar e esclarecer sem prometer apoios que ajudassem a criar um sentimento de irresponsabilidade nos próprios consumidores nas suas transacções com os bancos, em especial as que aumentam o seu endividamento.

Para além do serviço específico que presta esta função cabe na ideia de uma função de supervisão bem interpretada, porque por ela passa também a melhor protecção aos utentes do sistema financeiro. Por outro lado, um maior conhecimento e sofisticação no uso dos produtos financeiros por parte dos utilizadores são essenciais para que as suas es-

colhas não distorçam o processo de poupança e investimento. Isto contribui também para manter a confiança no sistema e garantir que este desempenho melhor a sua importante função de afectação dos recursos financeiros.

Tudo o que acabo de enunciar significa que, apesar da estabilidade da situação portuguesa, só na aparência me esperam tarefas menos exigentes no Banco de Portugal do que as que enfrentei na primeira vez que exerci estas funções. Encaro este regresso ao serviço público com entusiasmo e enorme sentido de responsabilidade. Levo desta vez comigo a experiência de cinco anos no sector privado onde vivi por dentro o processo de fusão de três bancos naquilo que constituiu uma experiência estimulante e esclarecedora sobre as transformações em curso no mundo empresarial, sobre um regime de regras e incentivos que se preocupa

com a produtividade e a gestão eficaz de todos os recursos indispensáveis ao cumprimento dos objectivos de uma organização. É uma experiência que, nos termos adequados, também enriquecerá o desempenho das minhas novas funções. Servir o país e o projecto europeu é uma missão exaltante que assumo com exigência. Estou consciente das dificuldades que Portugal ainda defronta para se afirmar plenamente como país desenvolvido e moderno no difícil quadro competitivo em que se move. Encaro, porém, o futuro com a confiança própria de alguém que presenciou todas as fases do progresso continuado que colectivamente, para além de governos e normais conflitos políticos, soubemos assegurar e que a democracia e a participação na União Europeia trouxeram a Portugal.

Lisboa 23 de Fevereiro de 2000

A ECONOMIA PORTUGUESA EM 1999 E PERSPECTIVAS PARA 2000

1. INTRODUÇÃO

A evolução da economia portuguesa em 1999 foi caracterizada por uma desaceleração da actividade real, reflectindo não só um abrandamento da procura interna generalizado a todas as suas componentes — com excepção do consumo público — como também um enquadramento externo menos favorável. No entanto, o crescimento da economia portuguesa continuou a situar-se acima do verificado na área do euro. Em 1999, registou-se um novo aumento das necessidades de financiamento face ao exterior reflectindo a forte expansão do crédito ao sector privado não financeiro da economia. Verificou-se também uma redução da taxa de desemprego, em linha com a actual fase do ciclo económico, e uma diminuição da taxa de inflação, que resultou da dissipação de um conjunto de efeitos temporários que afectaram o comportamento dos preços em 1998 e início de 1999⁽¹⁾.

De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, em 1999 o crescimento real do produto interno bruto (PIB) situou-se em 3.0 por cento, o que representa uma desaceleração de 1.2 pontos percentuais (p.p.) em relação ao verificado em 1998⁽²⁾, confirmando, em linhas gerais, as previsões apresentadas no *Boletim Económico* de Setembro e de Dezembro de 1999. As estimativas apresentadas neste *Boletim* assentam, pela primeira vez, numa base de contas nacionais desenvolvida segundo o

sistema SEC 95, embora de natureza ainda muito preliminar⁽³⁾.

Ao longo do ano de 1999, verificou-se uma alteração importante no padrão de crescimento da economia portuguesa. Em termos anuais, como referido, tanto a procura interna como a procura externa líquida contribuíram para a desaceleração do produto. Porém, na segunda metade do ano, o abrandamento da procura interna foi compensado por um contributo menos negativo da procura ex-

(3) O Instituto Nacional de Estatística (INE) disponibilizou ao Banco de Portugal, no passado dia 4 de Abril, informação de Contas Nacionais segundo o SEC95 a um nível relativamente detalhado para os anos de 1995, a preços correntes, e 1996, a preços correntes e a preços do ano anterior. Esta informação constituiu a base para a elaboração das estimativas apresentadas neste *Boletim Económico*.

Refira-se que, em Outubro de 1999, o INE tinha apresentado pela primeira vez os principais agregados de Contas Nacionais segundo o SEC95. Contudo, essa informação não apresentava um nível de desagregação suficiente nos anos abrangidos por essas contas (1995-1998). Em particular, não apresentava a decomposição das variações nominais em variações de volume e de preço.

Desta forma, as estimativas apresentadas neste *Boletim Económico* usam como base nominal a versão 4 de Abril, não tomando em linha de conta a informação divulgada pelo INE em Outubro. Tendo em conta as condicionantes descritas, as estimativas apresentadas neste *Boletim Económico* estão sujeitas a uma incerteza superior ao habitual, dada a instabilidade patente na base contabilística em que assentam.

No que respeita às contas das administrações públicas, a versão apresentada pelo INE ao Eurostat em Fevereiro, no âmbito do procedimento dos défices excessivos, apresenta alguns problemas de classificação de receitas e despesas, em 1998 e 1999. Desta forma, os valores utilizados para estes anos correspondem ao melhor julgamento possível, no sentido de conciliar a informação existente em SEC79 e em SEC95. Assim, também no que se refere às estimativas de Contas Nacionais para as administrações públicas se poderão verificar revisões importantes, em particular quando o INE e o Ministério das Finanças divulgarem novas versões das contas públicas.

(1) Veja-se, por exemplo, “A Economia Portuguesa em 1999”, *Boletim Económico* do Banco de Portugal, Dezembro de 1999, secção 5 - Inflação.

(2) De acordo com as estimativas divulgadas neste *Boletim Económico*, o crescimento real do produto situou-se, em 1997 e em 1998, em 3.7 e 4.2 por cento, respectivamente (quadro 3.1). Face a anteriores edições do *Boletim Económico* e ao *Relatório Anual* de 1998, a taxa de crescimento para 1997 foi revista em -0.1 p.p., enquanto que a taxa de para 1998 foi revista em +0.4 p.p.

terna líquida para o crescimento, reflectindo a aceleração das exportações de mercadorias, sustentada pela recuperação da actividade económica internacional. Destes desenvolvimentos com sinais contrários terá resultado uma relativa estabilização do crescimento do PIB ao longo do ano.

Em Março, a taxa de inflação em Portugal, medida pela variação homóloga do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) situou-se em 1.4 por cento, 0.7 p.p. abaixo do verificado na área do euro. À semelhança do verificado ao longo de 1999, a desaceleração dos preços verificada em Portugal no primeiro trimestre de 2000, contrastou com a tendência de subida da taxa de variação homóloga do IHPC verificada na área do euro. Esta evolução é parcialmente explicada por, nos restantes países da área do euro, o aumento dos preços dos combustíveis ter conduzido a uma aceleração dos preços no consumidor, enquanto que, em Portugal, aqueles preços mantiveram-se inalterados até ao final de Março.

De acordo com a previsão divulgada neste *Boletim Económico*, a recomposição do padrão de crescimento observado em 1999 acentuar-se-á em 2000, projectando-se um novo abrandamento da procura interna e uma aceleração acentuada das exportações, em linha com um enquadramento internacional mais favorável. Em resultado, o crescimento do PIB deverá situar-se, em 2000, no intervalo entre 2¾ e 3¼. A forte deterioração dos termos de troca prevista para 2000 — reflectindo em larga medida a alteração do preço do petróleo nos mercados internacionais — e o facto de o crescimento das importações, em termos reais, voltar a exceder o crescimento das exportações, conduzirão a um novo aumento das necessidades de financiamento face ao exterior, prevendo-se que o défice agregado da balança corrente e da balança de capital passe de 6.6 por cento do PIB em 1999 para um valor entre 8½ e 9½ por cento do PIB em 2000.

2. ENQUADRAMENTO EXTERNO DA ECONOMIA PORTUGUESA

2.1 Enquadramento internacional da área do euro

A melhoria do enquadramento externo da área do euro, evidente ao longo de 1999, deverá prosseguir no ano em curso. De acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), a actividade económica mundial irá acelerar em 2000, após uma recuperação superior à esperada em 1999 (quadro 2.1). O crescimento do produto mundial deverá ser de 4.2 por cento (3.3 por cento em 1999). As projecções de crescimento foram, em geral, revistas para cima, com destaque para os Estados Unidos da América (EUA), onde a expansão se deverá manter sustentada, e para a generalidade das economias asiáticas. O FMI considera que os riscos em torno da projecção para 2000 são maioritariamente no sentido da alta. Alerta, contudo, para a persistência de incertezas associadas a estas projecções. Em particular, refere a possibilidade de correcções abruptas dos desequilíbrios que emergiram durante o longo processo de expansão dos EUA, nomeadamente ao nível das contas externas e dos mercados de capitais, com consequências potencialmente globais.

O comércio mundial de bens e serviços deverá fortalecer-se em 2000, crescendo cerca de 8 por cento (4.6 por cento em 1999), i.e. a uma taxa mais próxima das observadas imediatamente antes da crise asiática. As importações dos países em desenvolvimento deverão registar a recuperação mais acentuada no ano em curso. De entre as economias avançadas, o FMI prevê um crescimento mais moderado do que em 1999 das importações do Reino Unido e dos EUA, embora nesta última economia mantenham um crescimento significativo.

A recuperação da actividade a nível global foi acompanhada por um aumento muito acentuado dos preços do petróleo desde inícios de 1999, em grande medida devido aos cortes de produção decididos pelos países exportadores de petróleo. Embora as consequências desse aumento para os países importadores tenham sido menores do que no passado, foram visíveis ao nível das balanças comerciais e dos indicadores de preços. Os preços continuaram a acelerar até Março quer ao nível do consumidor quer, em particular, ao nível do produtor (gráfico 2.1). Os aumentos das quotas de

Quadro 2.1

PROJEÇÕES DO FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL E DA COMISSÃO EUROPEIA

	Produto Interno Bruto – Taxa de variação real							
	FMI				Comissão Europeia			
	1999	2000	Revisões (p.p.)		1999	2000	Revisões (p.p.)	
			1999	2000			1999	2000
Economia mundial	3.3	4.2	0.3	0.7	—	—		
Países em transição	2.4	2.6	1.6	-0.2	—	—		
Países em desenvolvimento	3.8	5.4	0.3	0.6	—	—		
ASEAN-4 ^(a)	2.5	4.0	1.1	0.4	—	—		
Economias avançadas	3.1	3.6	0.3	0.9	—	—		
NIC ^(b)	7.7	6.6	2.5	1.5	—	—		
Área do euro	2.3	3.2	0.2	0.4	2.3	3.4	0.2	0.5
Reino Unido	2.0	3.0	0.9	0.6	2.0	3.3	0.2	-0.1
EUA	4.2	4.4	0.5	1.8	4.1	3.6	0.3	0.8
Japão	0.3	0.9	-0.7	-0.6	0.3	1.1	-1.0	-0.5
	Preços no Consumidor – Taxa de variação ^(c)							
	FMI				Comissão Europeia			
	1999	2000	Revisões (p.p.)		1999	2000	Revisões (p.p.)	
			1999	2000			1999	2000
Economias avançadas	1.4	1.9	0.0	0.1	—	—		
Área do euro	1.2	1.7	0.2	0.4	1.1	1.8	-0.1	0.3
Reino Unido	2.3	2.0	0.0	-0.2	1.3	1.4	-0.1	-0.1
EUA	2.2	2.5	0.0	0.0	2.3	2.6	0.1	0.2
Japão	-0.3	0.1	0.1	0.1	-0.3	-0.2	0.0	-0.5

Fonte: Fundo Monetário Internacional, *World Economic Outlook* Abril 2000 vs. Outubro 1999 e Comissão Europeia, *Economic Forecasts Spring 2000 vs. Autumn 1999*.

Notas:

(a) Indonésia, Malásia, Filipinas e Tailândia.

(b) Coreia, Hong-Kong, Taiwan e Singapura.

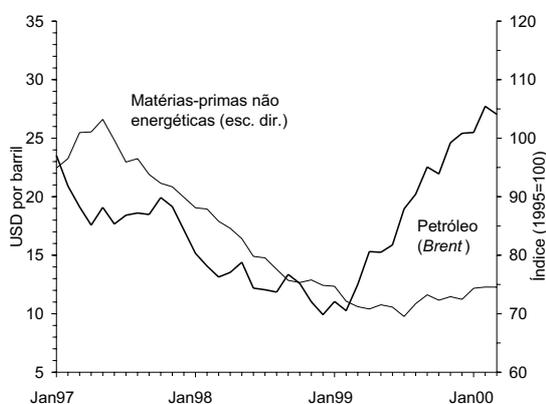
(c) Área do euro: IHPC no caso da Comissão Europeia; Reino Unido: IPC excluindo juros de crédito hipotecário no caso do FMI e IHPC no caso da Comissão Europeia.

produção de petróleo, acordados pela Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) em finais de Março, deverão contribuir para estabilizar os preços do petróleo. O preço do *Brent* apresentou uma tendência de redução nas últimas semanas, após os elevados níveis atingidos no início de Março, que se acentuou na sequência da decisão da OPEP. Na primeira quinzena de Abril, situou-se próximo de 22 USD/barril, ou seja cerca de 12 por cento abaixo do valor médio em Dezembro de 1999.

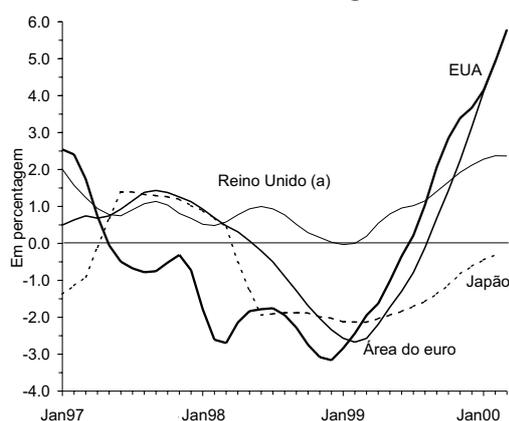
As previsões do FMI apontam para uma inflação mais elevada em 2000 no conjunto das economias avançadas, embora mantendo-se a níveis moderados (1.9 por cento) (quadro 2.1). Nos primei-

ros meses de 2000, a reacção das autoridades monetárias em diversos países, no sentido de contrariar os riscos para a estabilidade de preços no médio prazo, reflectiu-se num aumento das taxas de juro de curto prazo (gráfico 2.2). As taxas de juro de longo prazo registaram uma redução nos meses de Fevereiro e Março, após a tendência de subida observada até então. No caso dos EUA, a descida deverá ter sido acentuada pela esperada redução da oferta futura de títulos por parte do Tesouro norte-americano e por movimentos de reafectação de carteira de acções para obrigações. Em Março, as taxas de rendibilidade a 10 anos nos EUA e no Reino Unido encontravam-se a níveis próximos dos de Dezembro de 1999 (6.3 e 5.3 por cento, res-

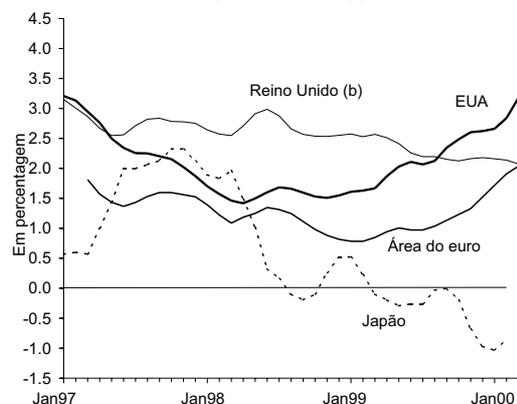
Gráfico 2.1
**PREÇOS INTERNACIONAIS DE
 MATÉRIAS-PRIMAS**
 Em dólares norte-americanos



PREÇOS NO PRODUTOR
 Taxa de variação homóloga trimestral



PREÇOS NO CONSUMIDOR
 Taxa de variação homóloga trimestral



Fonte: *Financial Times, The Economist, Datastream e Eurostat.*

Notas:

(a) Preços no produtor – Output.

(b) Excluindo juros de crédito hipotecário.

pectivamente). Nos mercados cambiais, prosseguiu o movimento de depreciação do euro face ao dólar norte-americano nos três primeiros meses do ano, (4.6 por cento entre Dezembro de 1999 e Março de 2000). Neste período, e ao contrário do que vinha acontecendo, o iene registou uma depreciação face ao dólar (3.6 por cento).

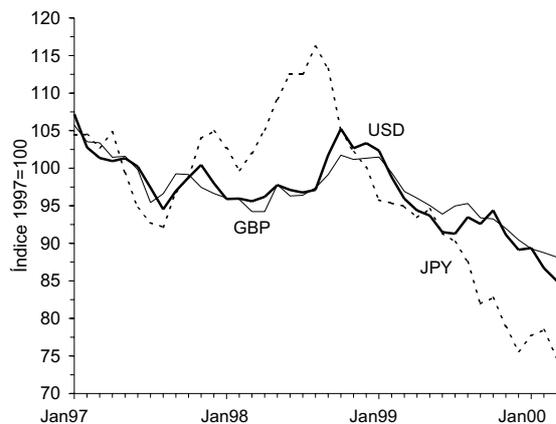
Em 1999, a actividade económica nos EUA manteve um forte ritmo de expansão, semelhante ao observado nos dois anos anteriores (4.2 por cento). O PIB registou uma aceleração nos dois últimos trimestres do ano, tendo crescido 4.3 e 4.6 por cento, respectivamente, em termos homólogos (gráfico 2.3). Esta evolução ficou a dever-se a um contributo mais elevado da procura interna, com destaque para o dinamismo do consumo privado, dado que o contributo das exportações líquidas para o crescimento do PIB se manteve substancialmente negativo. As importações de bens e serviços cresceram cerca de 13 por cento no segundo semestre de 1999 (10.5 por cento no primeiro), evidenciando quer o maior vigor da procura interna, quer a recuperação das exportações ao longo do ano.

Os indicadores referentes aos primeiros meses de 2000 mostram o continuado dinamismo da despesa interna, em particular no que diz respeito às despesas de consumo, que continuaram a crescer a um ritmo superior ao do rendimento real das famílias. A confiança dos consumidores manteve-se a níveis substancialmente elevados, apesar de se ter registado alguma redução nos meses de Fevereiro e Março. Para o conjunto do ano, a projecção do FMI aponta para um crescimento da economia norte-americana de 4.4 por cento, claramente acima do que se previa em finais de 1999⁽⁴⁾ (quadro 2.1). O crescimento acentuado da procura nos EUA tem contribuído para agravar alguns desequilíbrios internos e, em contrapartida, o défice externo. Em 2000, o défice corrente deverá voltar a aumentar, de 3.7 para 4.3 por cento do PIB, de acordo com o FMI.

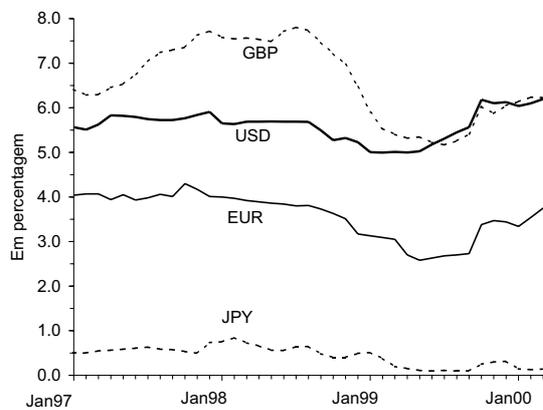
A inflação nos EUA, medida pelo índice de preços no consumidor (IPC), prosseguiu numa trajetória ascendente nos primeiros meses do ano 2000 — a variação homóloga do IPC situou-se em 3.7 por cento em Março (2.7 por cento em Dezembro

(4) A previsão aponta para uma desaceleração do PIB em 2001, para 3.0 por cento.

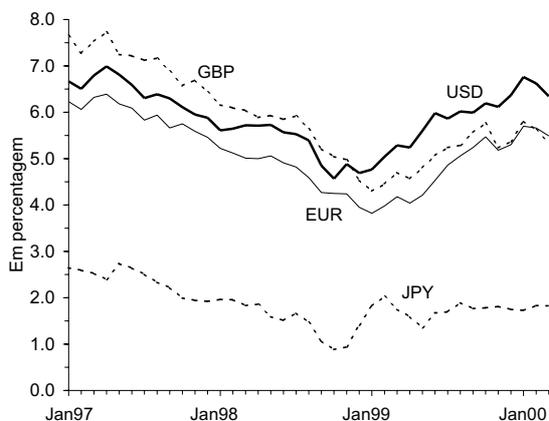
Gráfico 2.2
TAXA DE CÂMBIO FACE AO ECU/EURO^(a)



TAXA DE JURO A 3 MESES



TAXA DE RENDIBILIDADE DE OBRIGAÇÕES DE DÍVIDA PÚBLICA A 10 ANOS



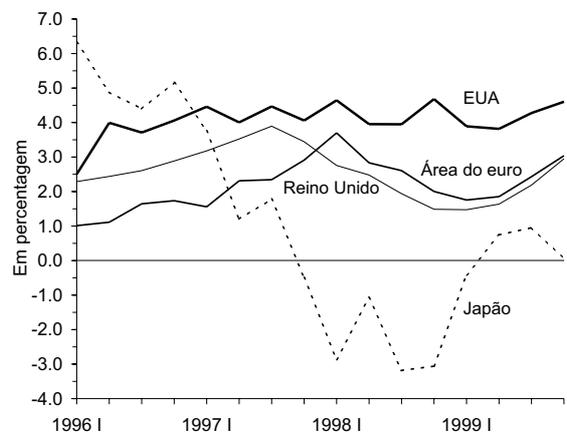
Fonte: Bloomberg, Reuters, Banco Central Europeu e Banco de Portugal.

Nota:

(a) (+) Apreciação do ECU/Euro.

Gráfico 2.3
PRODUTO INTERNO BRUTO

Taxa de variação homóloga, em termos reais



Fonte: Datastream e Eurostat.

de 1999) (gráfico 2.1). A subida do preço do petróleo nos mercados internacionais tem sido um dos factores condicionantes da aceleração dos preços. No entanto, excluindo os preços dos bens energéticos e alimentares, a variação homóloga do IPC situou-se em 2.4 por cento em Março, o que traduz alguma aceleração face ao final de 1999 (1.9 por cento). Ao nível do produtor, existem igualmente indicações de uma evolução menos favorável dos preços após excluir os bens alimentares e energéticos, em particular ao nível dos bens intermédios (variação homóloga de 3.1 por cento em Março face a 1.9 por cento em Dezembro de 1999 e -1.6 por cento um ano antes). Contudo, os custos unitários de trabalho apresentaram aumentos moderados até ao final de 1999 (1.7 por cento no conjunto do ano face a 2.4 por cento em 1998), em parte reflexo dos fortes aumentos da produtividade. No primeiro trimestre de 2000, os salários horários continuaram a não dar mostras de aceleração, não obstante o crescimento sustentado do emprego (2.2 por cento, em taxa homóloga, tal como no trimestre anterior) e o baixo nível da taxa de desemprego (4.1 por cento em Março). Segundo o FMI, a inflação nos EUA, medida pelo IPC, irá situar-se em 2.5 por cento em 2000 (2.2 por cento em 1999), embora admita riscos consideráveis de pressões inflacionistas, num contexto de forte crescimento interno e externo e de preços do petróleo mais elevados.

A Reserva Federal aumentou a taxa de referência dos *federal funds* num total que ascende a 1.25 p.p. desde Junho de 1999, tendo a última alteração ocorrido em meados de Março (para 6.0 por cento). Foi considerado que os riscos continuavam a ser maioritariamente no sentido de se gerarem pressões inflacionistas que poderiam pôr em causa a continuação da expansão económica.

A economia japonesa cresceu 0.3 por cento em 1999, o que compara com uma queda de 2.5 por cento em 1998. Após a recuperação observada na primeira metade do ano, o PIB registou reduções face ao trimestre anterior nos dois últimos trimestres de 1999. No quarto trimestre, a variação homóloga do PIB foi nula (crescimento de 1.0 por cento no terceiro trimestre) (gráfico 2.3). O desaparecimento do estímulo do sector público, que ajudou a sustentar a actividade nos trimestres anteriores, e a fraqueza do consumo privado, acompanhando a queda das remunerações em termos reais, contribuíram para este resultado. No entanto, a formação bruta de capital fixo (FBCF) do sector privado, com destaque para o equipamento e material de transporte, apresentou uma recuperação no quarto trimestre (crescimento homólogo de 3.3 por cento após uma queda de 4.6 por cento no trimestre anterior). As exportações continuaram a melhorar até final do ano, acompanhadas por uma aceleração igualmente acentuada das importações. A recuperação económica observada nos outros países asiáticos tem ajudado a limitar a influência da apreciação do iene sobre as exportações. O movimento de apreciação do iene registado em 1999 (cerca de 13 por cento, em termos reais efectivos), foi interrompido nos primeiros meses de 2000, mas o iene mantém-se a níveis significativamente superiores aos de há um ano atrás (gráfico 2.2).

Os indicadores disponíveis para o início de 2000 dão alguns sinais positivos quanto à situação do sector empresarial, incluindo a recuperação evidenciada pela produção industrial e a avaliação mais favorável da actividade por parte dos empresários industriais. Adicionalmente, o sector empresarial espera uma melhoria do investimento no presente ano fiscal e nesse sentido aponta igualmente a recuperação clara das encomendas privadas de máquinas observada nos últimos meses. Segundo as previsões do FMI, o PIB deverá crescer 0.9 por cento em 2000, reflectindo em parte o efeito da queda acentuada do produto na segunda meta-

de de 1999 (quadro 2.1). De acordo com o FMI as perspectivas de recuperação são ainda frágeis, continuando a ser essenciais políticas macroeconómicas de suporte à actividade bem como progressos sustentados nas reformas estruturais, nomeadamente ao nível do sistema bancário, para garantir uma recuperação duradoura.

Embora os preços no consumidor no Japão tenham continuado a registar quedas face ao período homólogo (-0.6 por cento em Fevereiro), estas não se estarão a agravar (gráfico 2.1). Para 2000, o crescimento dos preços no consumidor previsto pelo FMI é de 0.1 por cento (-0.3 por cento em 1999).

A actividade económica na Ásia, excluindo o Japão, fortaleceu-se substancialmente ao longo de 1999, tendo o crescimento do PIB excedido amplamente as expectativas iniciais em diversos países. No conjunto das novas economias industrializadas da Ásia⁽⁵⁾, o produto cresceu 7.7 por cento em 1999 (-2.3 por cento em 1998) enquanto que nas economias mais afectadas pela crise de 1997/98⁽⁶⁾ a actividade aumentou 2.5 por cento (-9.5 por cento em 1998). A recuperação terá sido inicialmente suportada pelo estímulo da política orçamental, tendo ocorrido igualmente uma melhoria acentuada das exportações. De acordo com as projecções do FMI, o fortalecimento da actividade económica nestes países irá prosseguir em 2000 (quadro 2.1), beneficiando adicionalmente da melhoria progressiva da procura interna do sector privado.

Em 1999, o produto no Reino Unido cresceu a um ritmo superior ao inicialmente esperado e próximo do registado no ano anterior (2.1 por cento face a 2.2 por cento em 1998). O fortalecimento da actividade observado desde o início do ano prosseguiu no quarto trimestre, tendo o PIB acelerado de 2.2 para 3.0 por cento em taxa homóloga (gráfico 2.3). A procura interna mostrou-se particularmente forte neste trimestre, reflectindo em parte o aumento mais acentuado do consumo privado (4.4 por cento) e uma contribuição menos negativa da variação de existências. A procura externa líquida voltou a dar um contributo negativo para o crescimento (-1.3 p.p.). As importações de bens e serviços cresceram novamente a uma taxa mais elevada do que no trimestre anterior (9.0 por cento, em ter-

(5) Coreia, Hong-Kong, Taiwan e Singapura.

(6) Indonésia, Malásia, Filipinas e Tailândia.

mos homólogos) e superior à das exportações (cerca de 6 por cento).

No início do ano em curso, a expansão da actividade deverá ter continuado, liderada pelo sector dos serviços. A recuperação da produção industrial, visível desde meados de 1999, não prosseguiu nos dois primeiros meses de 2000, podendo estar a ser limitada em alguma medida pela apreciação acentuada que a libra esterlina tem vindo a registar (cerca de 9 por cento, em termos nominais efectivos, entre o início de 1999 e Fevereiro de 2000) (gráfico 2.2). No conjunto do ano, é esperado um aumento do PIB de 3.0 por cento, de acordo com o FMI (quadro 2.1).

No dia 10 de Fevereiro o Banco de Inglaterra aumentou a taxa *repo* em 0.25 p.p., para 6.0 por cento. O balanço de riscos para a estabilidade de preços foi considerado como sendo ligeiramente no sentido da alta. Um dos riscos decorre das condições no mercado de trabalho, com a taxa de desemprego a prosseguir uma trajectória descendente (situou-se em 4.0 por cento em Março, o nível mais baixo em 20 anos) e as remunerações a acelerarem substancialmente nos últimos meses embora, em parte, reflexo de factores especiais (pagamento de bónus adicionais na mudança de ano). Adicionalmente, é esperado que o aumento dos rendimentos e da riqueza (em parte resultante das subidas pronunciadas dos preços das habitações), bem como do crédito, suportem um acentuado dinamismo do consumo privado. Não obstante, até Março, a inflação — medida pelos preços no consumidor excluindo juros de crédito hipotecário — manteve-se relativamente estável e abaixo de 2.5 por cento (gráfico 2.1). O diferencial entre o crescimento dos preços dos bens e dos serviços continua, contudo, a aumentar (em Março, as variações homólogas foram de -0.2 e 4.2 por cento, respectivamente).

2.2 Actividade económica na área do euro

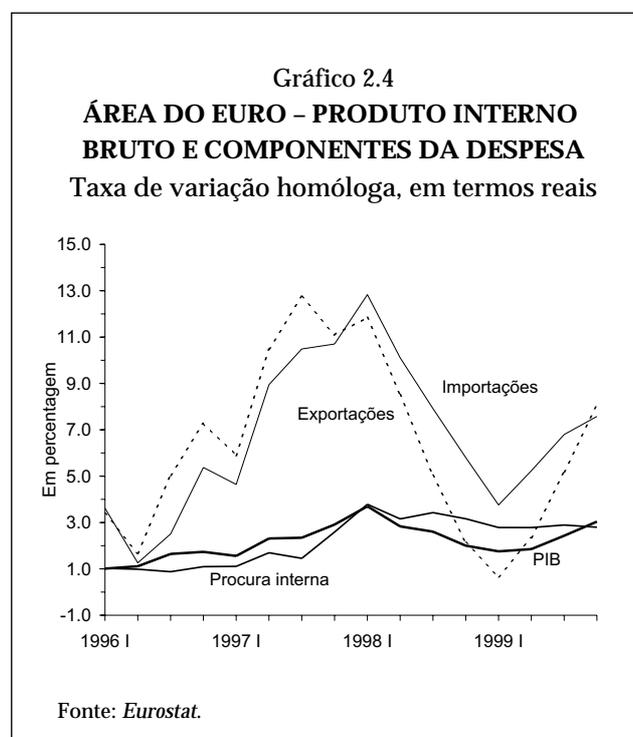
A actividade económica na área do euro cresceu 2.3 por cento em 1999 (2.8 por cento em 1998). A aceleração do PIB, evidente a partir de meados do ano, prosseguiu no último trimestre, tendo a variação homóloga passado de 2.4 para 3.0 por cento (quadro 2.2 e gráfico 2.4). Até final do ano, a procura interna cresceu a um ritmo sustentado (2.8 por cento) enquanto o contributo do sector externo

Quadro 2.2

ÁREA DO EURO – CONTAS NACIONAIS Taxa de variação real

Em percentagem	1997	1998	1999
Produto interno bruto.....	2.3	2.8	2.3
Consumo privado.....	1.5	3.0	2.5
Consumo público.....	0.7	1.1	1.2
Formação bruta de capital fixo.....	2.2	4.4	4.7
Exportações.....	10.1	6.8	4.1
Importações.....	8.7	9.1	5.9
Contributos (em pontos percentuais)			
Procura interna (excluindo variações de existências).....	1.4	2.8	2.6
Variação de existências.....	0.3	0.5	0.1
Procura externa líquida.....	0.6	-0.5	-0.5

Fonte: Eurostat.



para o PIB melhorou significativamente a partir de meados de 1999. As exportações beneficiaram da recuperação económica global ao longo do ano, passando de um crescimento inferior a 1 por cento no início de 1999 para cerca de 8 por cento no último trimestre. Paralelamente, as importações aceleraram neste mesmo período de 3.8 para 7.6 por cento.

Os indicadores quantitativos e os inquéritos de opinião disponíveis para os primeiros meses do ano em curso mantêm uma tendência positiva. As projecções mais recentes da Comissão Europeia

apontam para uma aceleração do PIB em 2000, para 3.4 por cento (nas projecções do FMI é um pouco menos acentuada), maior do que a prevista no Outono de 1999 (quadro 2.1). Esta aceleração reflecte sobretudo uma evolução mais favorável da procura externa líquida que, ao contrário do observado em 1999, irá contribuir positivamente para o crescimento. A procura dirigida às exportações da área do euro irá continuar a fortalecer-se o que, a par da depreciação real do euro (cerca de 14 por cento entre o início de 1999 e Março de 2000⁽⁷⁾), deverá reflectir-se numa aceleração das exportações de bens e serviços⁽⁸⁾, de 4.1 para 8.5 por cento. Neste sentido refira-se o maior optimismo que os empresários têm continuado a revelar quanto às encomendas de exportação. As importações, a par da procura global, deverão apresentar um crescimento mais robusto em 2000 (7.9 por cento face a cerca de 6 por cento no ano anterior). A Comissão Europeia espera igualmente um fortalecimento moderado da procura interna no ano em curso. A elevada criação de emprego, que se deve manter em 2000, tem influenciado positivamente a confiança dos consumidores — até Março continuou a níveis bastante elevados. As melhores perspectivas de procura a nível interno e externo estão a reflectir-se positivamente na confiança dos empresários, favorecendo as perspectivas para o investimento.

Em 1999, a Alemanha e a Itália cresceram a um ritmo idêntico (1.4 por cento) e novamente inferior à média da área do euro. A França e a Espanha exibiram crescimentos mais elevados, 2.7 e 3.7 por cento respectivamente. A aceleração da actividade observada na área do euro a partir de meados do ano foi visível nas quatro maiores economias da área, destacando-se em qualquer dos casos o contributo mais favorável do sector externo para o PIB na segunda metade do ano. Para 2000, as projecções da Comissão Europeia apontam para um maior dinamismo da actividade na generalidade dos países da área do euro e uma menor diferenciação dos ritmos de crescimento entre as várias economias.

A inflação na área do euro, medida pela variação homóloga do índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC), continuou a aumentar até

Março, situando-se em 2.1 por cento face a 1.7 por cento no final de 1999 (gráfico 2.1). A taxa de variação média aumentou para 1.4 por cento nesse mês. A subida registada pelo preço do petróleo nos mercados internacionais até ao início deste ano, reforçada pela depreciação nominal do euro, continuou a exercer uma pressão ascendente sobre os preços quer ao nível do consumidor quer, sobretudo, ao nível do produtor. Excluindo a componente de bens energéticos, a variação homóloga do IHPC situou-se em 0.9 por cento, o mesmo nível registado em Dezembro de 1999. De acordo com a Comissão Europeia, a inflação deverá abrandar na parte restante do ano, conduzindo a uma variação média anual do IHPC de 1.8 por cento (quadro 2.1). Com efeito, o impacto da subida dos preços do petróleo deverá dissipar-se ao longo do ano, a par de uma continuação da moderação salarial e de uma melhoria da produtividade previstas para 2000. A Comissão Europeia considera, contudo, que os riscos, internos e externos, são no sentido da alta.

Com o objectivo de contrariar os riscos para a estabilidade de preços no médio prazo, e assim contribuir para que se mantenham as perspectivas favoráveis para a economia da área do euro, o Conselho do Banco Central Europeu decidiu aumentar as taxas de intervenção nos dias 3 de Fevereiro, 16 de Março e 27 de Abril, num total de 0.75 p.p. A taxa de juro das operações principais de refinanciamento passou a situar-se em 3.75 por cento. As taxas de juro a 3 meses evoluíram em linha com as taxas de intervenção nos meses de Fevereiro e Março, após a correcção dos efeitos associados à passagem para o ano 2000 (gráfico 2.2). As taxas de juro a 10 anos na área do euro reduziram-se nesses dois meses, interrompendo o movimento de subida observado até então. Em Março, a taxa de rendibilidade das obrigações de dívida pública com prazo residual de 10 anos situou-se em 5.5 por cento face a 5.3 por cento em Dezembro de 1999.

(7) Medida por preços no consumidor relativos, face a um grupo de 13 parceiros comerciais.

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

3. EVOLUÇÃO DO PRODUTO EM 1999: DESPESA E PRODUÇÃO

De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, o crescimento real da economia portuguesa reduziu-se em 1.2 p.p. em 1999, para 3.0 por cento. Verificou-se uma desaceleração quer da procura interna, quer das exportações de bens e serviços. Em linha com o abrandamento da procura global, as importações registaram igualmente um menor crescimento em 1999 (quadro 3.1). Neste contexto, o contributo da procura externa líquida para o crescimento do produto manteve-se muito negativo, embora inferior em valor absoluto ao do ano anterior (-2.2 por cento, que compara com -2.9 por cento em 1998).

O principal factor explicativo do abrandamento da actividade económica em 1999 terá sido o enquadramento internacional mais desfavorável, em conformidade com a evolução da economia da área do euro, onde se concentra grande parte das relações económicas externas do país. O sector industrial foi particularmente afectado, com reflexos ao nível do crescimento das exportações de mercadorias e do investimento empresarial. Verificou-se igualmente uma forte desaceleração das exportações de serviços, resultante da comparação com o período em que se realizou a Expo98. Finalmente, no terceiro trimestre de 1999, observou-se uma inversão da tendência de descida das taxas de juro, que se reflectiu também nas expectativas quanto à sua evolução no médio prazo. Contudo, no final de 1999, as taxas situavam-se ainda em níveis historicamente baixos e inferiores aos registados um ano antes. Este factor continuou a contribuir, embora de forma menos significativa que em 1998, para um forte crescimento da procura interna, superior ao observado na área do euro.

O crescimento do PIB em 1999 situou-se ligeiramente acima do previsto no *Boletim Económico* de Dezembro. A estimativa actual aponta para um maior dinamismo da procura interna, que reflecte, em larga medida, um crescimento mais acentuado do consumo público e da formação bruta de capital fixo (FBCF). A informação, entretanto divulgada, relativa aos fluxos comerciais com o exterior — quer sobre variações nominais quer sobre variações de preço — levou igualmente a uma revisão em alta das estimativas de crescimento em volume das exportações e das importações relativamente

Quadro 3.1

PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICOS

Taxas de variação em percentagem

	1997	1998	1999
Consumo privado	3.1	6.1	4.9
Consumo público	2.7	3.2	3.4
FBCF	11.9	10.3	5.3
Procura interna	4.9	6.6	4.8
Exportações	9.5	8.5	4.6
Procura global	5.9	7.0	4.8
Importações	12.0	14.2	9.0
PIB	3.7	4.2	3.0
Balança corrente + balança de capital (% PIB)	-3.2	-4.8	-6.6

Nota: Estimativas em SEC 95.

ao considerado no *Boletim Económico* de Dezembro. Finalmente, refira-se que a adopção de uma nova base de contas nacionais em SEC95 para os anos de 1995 e 1996, implicou também uma revisão das estimativas de crescimento quer para 1999, quer para os anos anteriores⁽⁹⁾, dada a alteração da ponderação das diversas componentes da despesa no PIB.

Ao longo do ano de 1999, verificou-se uma alteração importante na composição do crescimento económico. No primeiro semestre, quer a procura interna quer a procura externa líquida contribuíram para a desaceleração do produto. No entanto, na segunda metade do ano, enquanto o crescimento da procura interna se continuou a reduzir, o contributo da procura externa líquida para o crescimento tornou-se menos negativo, em consequência de uma aceleração das exportações de mercadorias, apoiada na recuperação da actividade económica internacional. Destes desenvolvimentos com sinais contrários terá resultado uma relativa estabilização do crescimento do PIB ao longo do ano.

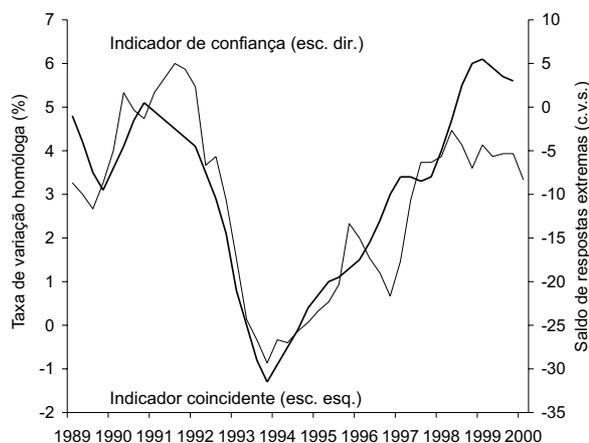
(9) A estimativa de crescimento económico em 1998 foi revista em alta face ao *Boletim Económico* de Dezembro de 1999 (de 3.8 para 4.2 por cento). Esta revisão reflectiu, por um lado, a adopção da nova base de contas nacionais em SEC95 para os anos de 1995 e 1996, e por outro, a consideração de nova informação estatística (informação referente às administrações públicas, índice de produção industrial base de 1995, dados definitivos do comércio internacional de 1998, etc.).

Em 1999, o consumo privado voltou a registar um crescimento muito significativo, estimado em 4.9 por cento, ainda que mais moderado do que no ano anterior (6.1 por cento). Por classes de consumo, a informação disponível aponta para um abrandamento da despesa das famílias em bens duradouros e em serviços. As vendas de automóveis ligeiros de passageiros incluindo todo-o-terreno registaram um aumento de 11.4 por cento em 1999, desacelerando face ao ano anterior (17.9 por cento). O Índice de Volume de Negócios no Comércio a Retalho de móveis e outros artigos para o lar registou igualmente uma desaceleração, de 9.8 por cento em 1998 para 6.5 por cento em 1999, em termos reais⁽¹⁰⁾. A desaceleração do consumo privado em 1999 está igualmente relacionada com um menor crescimento da despesa das famílias em serviços — em particular hotéis, restaurantes e transportes — que no ano anterior tinham apresentado um forte aumento associado à realização da Expo98. Refira-se que as dormidas de residentes em unidades hoteleiras nacionais registaram um aumento de 3.7 por cento em 1999 (7.8 por cento em 1998)⁽¹¹⁾. A evolução do indicador coincidente do consumo privado — que constitui uma síntese da informação qualitativa sobre esta componente da despesa — ilustra o crescimento forte do consumo privado em 1999, que se foi reduzindo ao longo do ano (gráfico 3.1).

Vários factores explicam que o consumo privado tenha continuado a apresentar um ritmo de crescimento elevado em 1999, superior ao do produto. Por um lado, a confiança dos consumidores manteve-se a níveis elevados, reflectindo uma avaliação favorável da situação financeira actual e prevista do agregado familiar (gráfico 3.1). Por outro lado, a evolução das taxas de juro — que, em média anual, voltaram a reduzir-se em 1999, embora em menor grau do que nos anos anteriores, encontrando-se em níveis historicamente baixos — continuou a incentivar o recurso ao crédito para financiamento quer da aquisição de habitação quer do consumo. Desta forma, o crescimento das des-

Gráfico 3.1

INDICADOR DE CONFIANÇA E INDICADOR COINCIDENTE DO CONSUMO PRIVADO



Fonte: Comissão Europeia e Banco de Portugal.

pesas de consumo dos particulares voltou a exceder o aumento do seu rendimento disponível real, estimando-se que se tenha verificado uma nova redução da sua taxa de poupança, de cerca de 2.3 p.p. em 1999.

O rendimento real disponível dos particulares⁽¹²⁾, excluindo transferências externas, registou um aumento de 2.2 por cento em 1999, bastante inferior ao do ano anterior (5.4 por cento). Verificou-se, no entanto, uma evolução bastante diferenciada dos rendimentos de trabalho — principal componente do rendimento disponível — e dos rendimentos de empresa e propriedade. As remunerações do trabalho mantiveram um crescimento nominal significativo (aumentos de 7.9 e 8.3 por cento em 1999 e 1998, respectivamente). Este crescimento foi suportado por ganhos de emprego por conta de outrem e por um aumento das remunerações por trabalhador próximo do verificado no ano anterior. À semelhança do observado em anos anteriores, as remunerações por trabalhador terão registado um crescimento mais acentuado nas administrações públicas do que no sector privado

(10) A variação real foi obtida utilizando como deflador o Índice de Preços no Consumidor respectivo.

(11) As taxas de variação foram obtidas em 1998, confrontando dados definitivos de 1998 e 1997; em 1999, comparando dados em primeira versão e revistos de 1999 com dados em primeira versão e revistos de 1998.

(12) Deve referir-se o carácter particularmente precário das estimativas de rendimento disponível das famílias e administrações privadas e, em consequência, das estimativas da taxa de poupança. Com efeito, não foram ainda disponibilizadas pelo INE, para qualquer ano, as contas do sector institucional das famílias e administrações privadas em SEC95, pelo que se recorreu à informação parcelar já existente, completada por algumas hipóteses baseadas nas contas em SEC79.

(6.0 e 5.5 por cento, respectivamente). Pelo contrário, o rendimento de empresas e propriedade registou uma forte desaceleração (de 7.8 por cento em 1998 para 0.2 por cento em 1999, em termos nominais). Esta evolução deveu-se ao menor crescimento do excedente bruto de exploração e, em particular, à significativa redução nos juros líquidos recebidos pelas famílias. Em 1999, os juros recebidos pelas famílias registaram uma queda bastante mais acentuada do que a observada no ano anterior (-31.6 e -10.4 por cento, respectivamente). Por outro lado, os juros pagos mantiveram-se basicamente inalterados, quando em 1998 tinham registado uma queda significativa (variações de -0.4 e -12.0 por cento, respectivamente). Em 1999, o forte aumento do endividamento dos particulares continuou a ser consentâneo com uma redução dos juros pagos, dado o comportamento das taxas de juro, mas o efeito favorável das taxas de juro foi bastante inferior ao verificado em 1998.

No final de 1999, o endividamento dos particulares ao sector financeiro situou-se em cerca de 77 por cento do rendimento disponível, valor que compara com 63 por cento no final de 1998. Em 1999, o crédito bancário a particulares voltou a registar taxas de crescimento muito elevadas notando-se, no entanto, alguma tendência de abrandamento na segunda metade do ano. Em Dezembro, este agregado apresentou uma variação homóloga de 28.0 por cento, o que compara com um máximo anual de 34.9 por cento em Junho e 31.4 por cento em Dezembro de 1998. Para este abrandamento contribuiu a evolução das taxas de juro activas da banca que, a partir do terceiro trimestre do ano interromperam — e em alguns casos inverteram — a tendência de descida que as caracterizou ao longo dos anos 90 e também as alterações ao sistema de bonificação do crédito à aquisição e construção de casa própria⁽¹³⁾.

O consumo público registou, em 1999, um crescimento real de 3.4 por cento (3.2 por cento em 1998). Em termos nominais, o consumo público cresceu 8.6 por cento, após 8.8 por cento em 1998, para o que contribuiu, em particular, a evolução das despesas com pessoal. Estas despesas cresceram 9.2 por cento em termos nominais (9.4 por cento em 1998), reflectindo um aumento significativo do número de efectivos na função pública⁽¹⁴⁾ e um aumento da massa salarial *per capita* muito acima da actualização de 3.0 por cento da tabela sala-

rial. Ao nível das despesas em bens e serviços, registou-se um crescimento de 6.9 por cento em termos nominais (7.4 por cento em 1998).

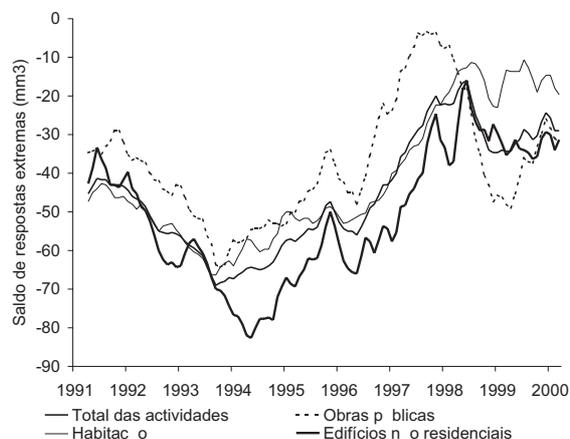
De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, a FBCF registou um crescimento real de 5.3 por cento em 1999, desacelerando fortemente em relação ao ano anterior (10.3 por cento). Esta desaceleração foi generalizada por tipo de bens — máquinas, material de transporte e construção. O abrandamento resultou do comportamento do sector privado (famílias e empresas), uma vez que o investimento realizado directamente pelas administrações públicas cresceu 11.2 por cento, em termos nominais, acelerando em relação ao ano anterior (3.1 por cento). A variação de existências terá apresentado um contributo para o crescimento do PIB idêntico ao do ano anterior (0.1 p.p.).

A desaceleração da FBCF em 1999 pode ser explicada por diversos factores. Em 1999, a confiança dos empresários industriais reduziu-se relativamente ao ano anterior, em particular na primeira metade do ano, reflectindo uma avaliação menos positiva das expectativas da procura global e sobretudo da procura externa. De qualquer modo, as taxas de juro mantiveram-se como um factor de incentivo ao financiamento do investimento por via do crédito bancário em 1999. Desta forma, o endividamento das empresas não financeiras continuou a aumentar, atingindo cerca de 71 por cento do PIB no final do ano (64 por cento do PIB no final de 1998). Ao nível do investimento em construção, assinala-se a desaceleração no subsector de obras públicas, que registou, contudo, uma reanimação no final do ano (gráfico 3.2). Refira-se que uma parte deste tipo de investimento não é directamente efectuado pelas administrações públicas. Por outro lado, o investimento no segmento de construção residencial manteve-se dinâmico, tendo continuado a ser impulsionado pelo nível das taxas de juro e pelo elevado índice de confiança das famílias. Em 1999, o crédito bancário a particulares para aquisição de habitação voltou a registar taxas de crescimento muito elevadas (29.7 por cento em

(13) Sobre as alterações introduzidas, veja-se *Boletim Económico* de Junho de 1999, página 17.

(14) Os número de subscritores da Caixa Geral de Aposentações aumentou 4.1 por cento em 1999. O crescimento efectivo do número de trabalhadores da função pública terá sido inferior (cerca de 3 por cento).

Gráfico 3.2
INDICADORES QUALITATIVOS DO INVESTIMENTO EM CONSTRUÇÃO
 Carteira de encomendas do sector de construção e obras públicas



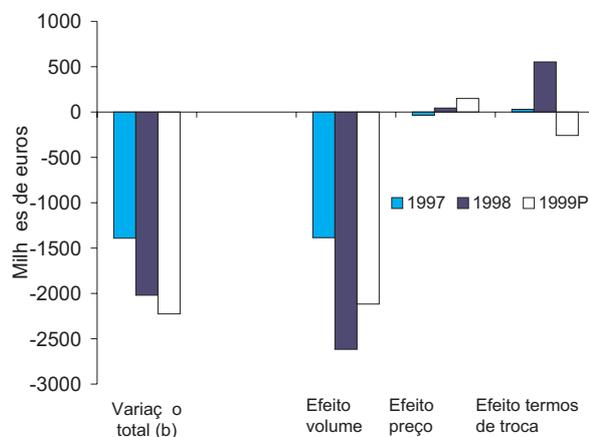
Fonte: INE, "Inquérito Mensal de Conjuntura à Construção e Obras Públicas".

Dezembro, que compara com 34.8 por cento em Dezembro de 1998), embora em desaceleração a partir de meados do ano.

Em 1999, verificou-se uma desaceleração, em termos reais, quer das exportações de bens e serviços (aumento de 4.6 por cento contra 8.5 por cento em 1998) quer das importações (crescimento de 9.0 por cento face a 14.2 por cento em 1998). O défice da balança de bens e serviços voltou a aumentar em 1999, face ao ano anterior (de 9.5 para 11.0 por cento do PIB). O maior contributo para este aumento continuou a resultar do diferencial de crescimento em volume das importações e das exportações, embora, em 1999, a evolução dos termos de troca tenha contribuído igualmente para o aumento do défice, ao contrário do verificado no ano anterior (gráfico 3.3).

De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, no conjunto do ano de 1999, os preços das exportações de bens e serviços diminuíram 1.1 por cento, enquanto que os preços das importações se reduziram 0.7 por cento. Verificou-se, assim, uma ligeira perda de termos de troca, de -0.4 por cento, que contrasta com o ganho de 1.7 por cento registado em 1998. Esta perda de termos de troca resultou, em larga medida, do acentuado aumento dos preços internacionais do petróleo no segundo semestre do ano.

Gráfico 3.3
DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO DO SALDO DA BALANÇA DE BENS E SERVIÇOS^(a)



Notas:

(a) A variação do saldo da balança comercial pode ser decomposta em:

- efeito volume - efeito da variação das quantidades exportadas e importadas

$$[X_{t-1} \cdot Vx_t \cdot (1 + Px_t)] - [M_{t-1} \cdot Vm_t \cdot (1 + Pm_t)]$$

- efeito preço - efeito do crescimento médio dos preços do comércio externo

$$(X_{t-1} \cdot P_t) - (M_{t-1} \cdot P_t)$$

- efeito termos de troca - efeito da variação relativa dos preços de exportação e importação

$$[X_{t-1} \cdot (Px_t - P_t)] - [M_{t-1} \cdot (Pm_t - P_t)]$$

Sendo:

X_{t-1} e M_{t-1} - exportações e importações, do ano $t-1$, a preços correntes

Vx_t e Vm_t - crescimento das exportações e importações, em volume, no ano t

Px_t e Pm_t - crescimento dos preços de exportação e importação, no ano t

P_t - crescimento médio dos preços de comércio externo, no ano t $[(Px_t + Pm_t) / 2]$

Note-se que o efeito volume inclui o efeito cruzado preço-volume, de modo que a soma dos três efeitos coincida com a variação total. Esse efeito não é, no entanto, muito significativo.

(b) Uma variação negativa significa um aumento do défice da balança de bens e serviços.

O menor crescimento real das exportações de bens e serviços reflectiu o comportamento quer das vendas ao exterior de mercadorias quer das exportações de serviços. A desaceleração das exportações de serviços foi particularmente acentuada (crescimento de 0.7 por cento em 1999 face a 12.7 por cento em 1998). Em particular e tal como esperado, as receitas reais de turismo desaceleraram de forma significativa face ano anterior (varia-

ção de -0.6 por cento em 1999, que contrasta com um aumento de 12.3 por cento em 1998, relacionado com a realização da Expo98). Refira-se, no entanto, que a manutenção das receitas nominais de turismo ao nível do ano de 1998 aponta para que 1999 tenha sido um bom ano turístico.

O crescimento das exportações de mercadorias foi de 6.1 por cento, em termos reais, que compara com 7.1 por cento em 1998. A desaceleração foi extensiva aos mercados intra e extra-comunitários, em termos nominais⁽¹⁵⁾. A desaceleração foi também relativamente generalizada por grupos de produtos, em termos reais. Relativamente aos sectores ditos tradicionais, os volumes de exportação dos produtos incluídos em “madeira, cortiça e papel” e “vestuário e calçado” voltaram a reduzir-se em 1999, enquanto as vendas ao exterior de “peles, couros e têxteis” voltaram a apresentar um crescimento bastante inferior à média. As exportações de material de transporte apresentaram uma forte desaceleração, crescendo cerca de 2 por cento em termos reais, o que contrasta com os crescimentos elevados dos últimos anos. As máquinas foram o único grupo de produtos cujas exportações apresentaram um crescimento real muito elevado (cerca de 30 por cento), à semelhança do ocorrido nos últimos anos⁽¹⁶⁾.

(15) O valor das vendas de mercadorias para mercados comunitários aumentou 4.9 por cento em 1999, face a um crescimento de 7.9 por cento em 1998. As exportações para países não pertencentes à União Europeia apresentaram uma redução de 3.6 por cento em 1999, em termos nominais (-0.3 por cento no ano anterior).

(16) Em 1999, as vendas ao exterior de máquinas reflectiram, em parte, a entrada em operação de uma nova unidade transformadora de componentes informáticos. Note-se que os componentes informáticos são importados e, após alguma transformação, re-exportados, do que resulta um valor acrescentado relativamente reduzido. O crescimento real do total das exportações de mercadorias excluindo os produtos do subgrupo “máquinas de escritório e informática” — onde se incluem as exportações desta empresa — foi de 3.4 por cento em 1999.

Refira-se também que o impacto do subgrupo “máquinas e material de escritório” sobre a taxa de variação nominal do total das exportações de mercadorias foi bastante mais reduzido que o impacto sobre a variação em volume, dado que as exportações do subgrupo registaram, a par de um aumento significativo em volume, uma redução acentuada de preço. Em valor, o crescimento das exportações totais e excluindo as vendas ao exterior do subgrupo referido foi de 4.1 e 3.6 por cento, respectivamente.

Os volumes exportados de mercadorias evoluíram de forma diferenciada ao longo do ano: após a desaceleração que vinha sendo observada desde a segunda metade de 1998, seguiu-se uma recuperação das exportações no segundo semestre, reflectindo a evolução da actividade económica a nível internacional (gráfico 3.4).

A procura externa dirigida à economia portuguesa, medida como a média ponderada das taxas de crescimento, em volume, das importações de manufacturas⁽¹⁷⁾ dos países de destino, cresceu 5.2 por cento em 1999 (9.7 por cento em 1998). A comparação do crescimento das exportações portuguesas de mercadorias (6.1 por cento) com o crescimento deste indicador de procura externa aponta para um ganho de quota de mercado em 1999 (cerca de 1.0 por cento, em contraste com a perda de 2.3 por cento registada em 1998). No entanto, estes resultados devem ser interpretados com alguma precaução em particular pelo facto de o indicador de procura externa ter sido calculado a partir de dados do *Economic Outlook* da OCDE de Dezembro de 1999, podendo ser revistos aquando da divulgação das próximas previsões deste organismo internacional⁽¹⁸⁾. Refira-se também, que para o conjunto da União Europeia, se verificou, tanto em 1998 como em 1999, uma redução das quotas de mercado das exportações.

Avaliando pela medida agregada da margem de lucro, o sector exportador deverá ter voltado a registar uma redução de rendibilidade em 1999 (cerca de 1.5 por cento, após uma perda de 1.4 por cento em 1998)⁽¹⁹⁾. Por outro lado, os custos unitá-

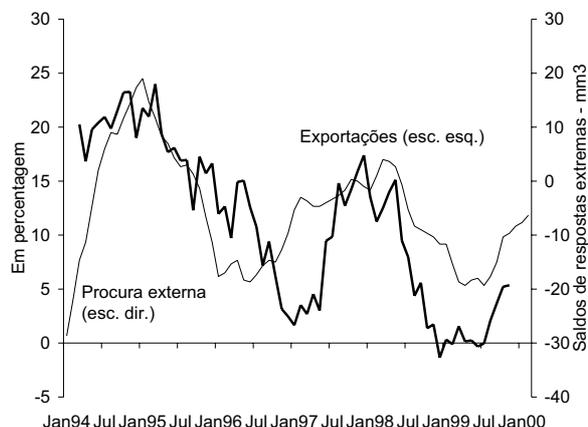
(17) Na definição de manufacturas são excluídos os produtos das secções 0 a 4 da Classificação Tipo do Comércio Internacional. Refira-se, em particular, a exclusão de matérias-primas e de combustíveis.

(18) A revisão das estimativas para as importações de bens e serviços e de mercadorias dos nossos principais parceiros comerciais em 1999 efectuadas por outras organizações internacionais — por exemplo, a Comissão Europeia e o FMI — entre o Outono de 1999 e a Primavera de 2000 foram claramente no sentido da alta.

(19) O indicador de margem de lucro unitária resulta da comparação entre o deflator das exportações de mercadorias e uma medida de custo agregado que inclui os custos de trabalho unitários e o deflator das importações de bens intermédios (agregados de acordo com o conteúdo em remunerações e em importações das exportações de bens e serviços na matriz *input-output* de 1994). Desta forma, este indicador de custo agregado não leva em consideração a evolução de outros custos associados ao processo produtivo de uma empresa.

Gráfico 3.4
**EXPORTAÇÕES DE MERCADORIAS
 E PROCURA EXTERNA**

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



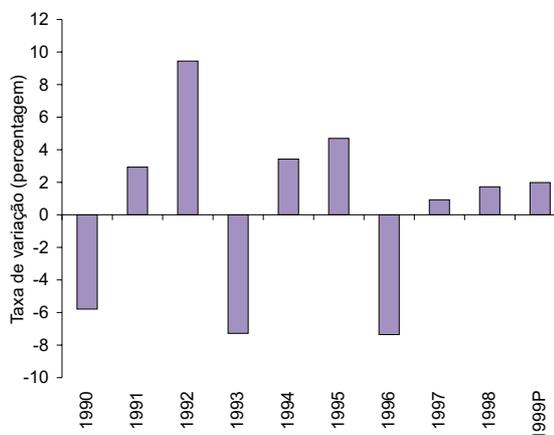
Fonte: INE e Comissão Europeia.

Nota: A variação nominal não acumulada foi calculada pelo Banco de Portugal com base nos valores declarados definitivos até 1998. Em 1999, a variação foi calculada com base na informação mais recente disponível para o ano corrente, face a valores comparáveis apurados para o período homólogo do ano anterior.

rios de trabalho na indústria transformadora portuguesa continuaram a evoluir bastante acima dos mesmos custos nos principais parceiros comerciais (3.9 e 0.6 por cento, respectivamente, avaliados nas respectivas moedas). Esta evolução foi parcialmente compensada pela depreciação cambial, pelo que o aumento da medida relativa de custos unitários de trabalho foi de 2.0 por cento em 1999 (1.7 por cento em 1998) ver gráfico 3.5. Note-se que, no contexto da participação na UEM, a manutenção dos níveis de competitividade dos produtores nacionais reforça a necessidade de os aumentos salariais serem justificados por crescimentos de produtividade.

No conjunto do ano de 1999, as importações de bens e serviços cresceram 9.0 por cento, em termos reais, face a 14.2 por cento em 1998, acompanhando o abrandamento da procura global (de 7.0 para 4.8 por cento). Os volumes de mercadorias adquiridos ao exterior cresceram 10.3 por cento em 1999, que compara com um aumento de 14.8 por cento

Gráfico 3.5
**CUSTOS UNITÁRIOS DE TRABALHO
 RELATIVOS NA INDÚSTRIA
 TRANSFORMADORA (a)**

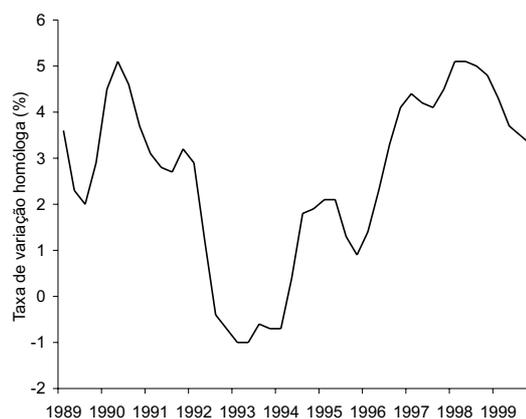


Fonte: INE, Ministério do Trabalho e da Solidariedade, Banco de Portugal e FMI.

Nota:

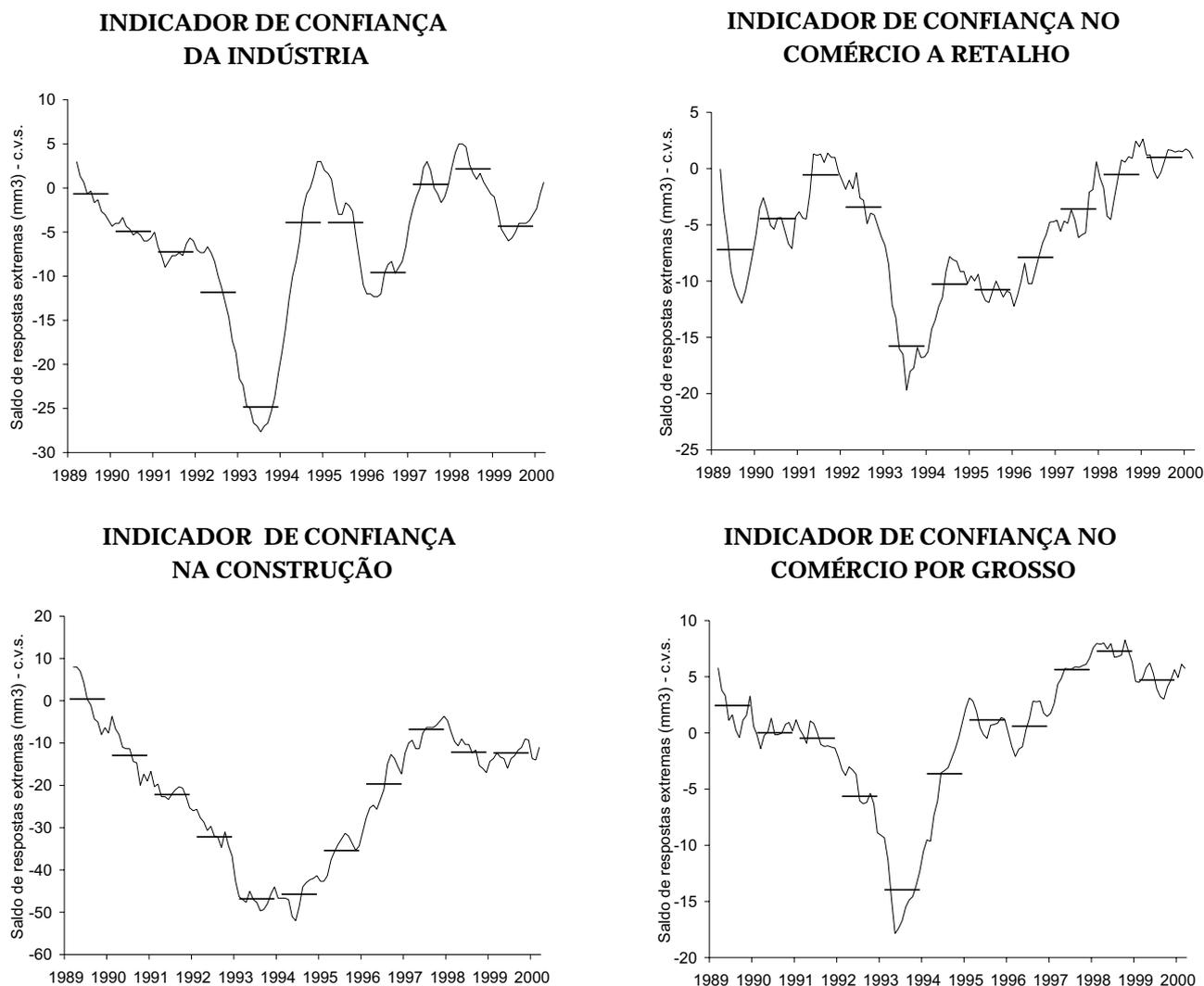
(a) CTUP em Portugal relativamente ao CTUP no exterior, na indústria transformadora, corrigido pela evolução cambial. Uma variação positiva significa um aumento dos custos relativos dos exportadores portugueses.

Gráfico 3.6
**INDICADOR COINCIDENTE
 DA ACTIVIDADE**



no ano anterior. Uma análise das importações de mercadorias, quando classificadas pela sua utilização económica, revela que o abrandamento foi extensivo a todas as grandes categorias económicas consideradas, com excepção dos combustíveis. A desaceleração das despesas de consumo das famílias terá determinado um menor aumento, em vo-

Gráfico 3.7



Fonte: Comissão Europeia, INE - "Inquérito de Conjuntura ao Comércio" e Banco de Portugal.

lume, das importações de bens de consumo, que continuaram, no entanto, a apresentar taxas de crescimento muito elevadas em 1999. O bom ano agrícola de 1999 terá dado igualmente algum contributo para a moderação do crescimento das importações de bens de consumo alimentares. As importações incluídas na categoria de bens de equipamento também desaceleraram, em particular, as importações de máquinas. Finalmente, a desaceleração das importações de bens intermédios deverá estar relacionada com o menor crescimento da produção industrial no conjunto do ano.

As importações de serviços apresentaram uma variação real de -0.8 por cento em 1999, que contrasta com o elevado crescimento verificado no

ano anterior (10.0 por cento). As despesas efectuadas por turistas portugueses no exterior registaram uma taxa de crescimento inferior à do ano anterior. Adicionalmente, verificou-se uma redução das importações de outros serviços técnico-profissionais, que tinham apresentado taxas de crescimento muito elevadas no primeiro semestre de 1998, associadas à preparação da Expo98.

O indicador coincidente do Banco de Portugal, cujo objectivo é sintetizar a evolução da actividade no comércio, na indústria e na construção, aponta de uma forma clara para um crescimento da actividade económica em 1999 inferior ao observado ao longo de 1998 (gráfico 3.6). De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, esta desaceleração

resultou do comportamento da quase generalidade dos sectores de actividade. O sector da agricultura, silvicultura e pesca constituiu a excepção ao padrão de desaceleração, ao ter registado uma recuperação acentuada face ao ano de 1998.

O valor acrescentado bruto (VAB) do sector industrial foi o que experimentou a maior desaceleração, em média anual, reflectindo o abrandamento da procura global e, em particular, da procura externa. A actividade neste sector apresentou, no entanto, uma evolução intra-anual diferenciada: na primeira metade do ano, voltou a registar-se uma desaceleração — prolongando o comportamento observado a partir de meados de 1998 — enquanto, no segundo semestre, se observou uma recuperação, suportada por uma melhoria da procura externa dirigida aos industriais portugueses. O indicador de confiança dos industriais sintetiza esta evolução: embora se tenha reduzido, em média anual, revela uma melhoria do primeiro para o segundo semestre do ano (gráfico 3.7).

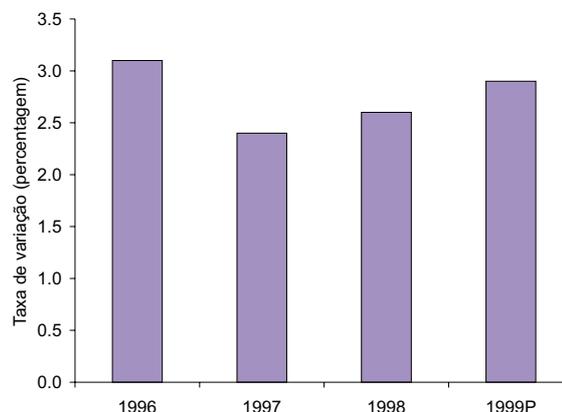
O VAB na construção aumentou a um ritmo próximo do crescimento do PIB em 1999, desacelerando face ao ano anterior. A confiança no sector registou um nível semelhante ao do ano anterior, em média anual, apontando para uma recuperação da actividade no último trimestre do ano (gráfico 3.7).

A actividade no sector de serviços também desacelerou, mantendo, contudo, um ritmo de crescimento superior ao do PIB. A desaceleração foi particularmente acentuada nos subsectores de restauração e hotelaria e de transportes, que tinham registado uma forte aceleração em 1998 relacionada com a realização da Expo98. O VAB do subsector do comércio também abrandou — reflectindo um menor dinamismo da procura interna — mantendo, no entanto, um ritmo de crescimento apreciável, que contribuiu para que a confiança no comércio a retalho e por grosso se mantivesse a níveis elevados (gráfico 3.7). A actividade no subsector de comunicações continuou a apresentar um ritmo de crescimento muito significativo.

4. EMPREGO E SALÁRIOS

As variáveis do mercado de trabalho continuaram a revelar uma forte ligação à evolução cíclica da economia em 1999. Verificaram-se, assim, crescimentos da população activa, dos empregos total

Gráfico 4.1
EVOLUÇÃO DOS SALÁRIOS REAIS



Fonte: INE, Ministério do trabalho e da Solidariedade e Banco de Portugal.

Nota:

(a) Variação dos salários nominais no sector privado deflacionados pelo deflator do consumo privado.

e por conta de outrem, a par de reduções da taxa de desemprego e do desemprego de longa duração em percentagem do total de desempregados.

De acordo com o Inquérito ao Emprego do INE, a variação do emprego total — medido pelo número de postos de trabalho — foi de 1.8 por cento em 1999 (2.3 por cento em 1998⁽²⁰⁾). Verificou-se um aumento quer do emprego por conta de outrem quer do emprego por conta própria⁽²¹⁾ (2.2 e 0.9 por cento, respectivamente, de acordo com a informação disponível no Inquérito ao Emprego sobre a situação dos indivíduos no trimestre anterior, em amostra constante⁽²²⁾). A produtividade aparente do trabalho teve um aumento relativamente baixo (1.2 por cento em 1999, após 1.9 por cento no ano anterior), o que resultou de diversos factores. Por um lado, como seria de esperar, o abrandamento da actividade económica — e, em

(20) As variações de emprego referentes ao ano de 1998 foram apuradas com base na informação disponível no Inquérito ao Emprego sobre a situação uma ano antes dos indivíduos inquiridos.

(21) Inclui trabalhadores por conta própria, trabalhadores familiares não remunerados e outros.

(22) Refira-se que as variações apuradas no Inquérito ao Emprego são de 3.3 por cento e de -1.8 por cento, respectivamente, para o emprego por conta de outrem e para o emprego por conta própria.

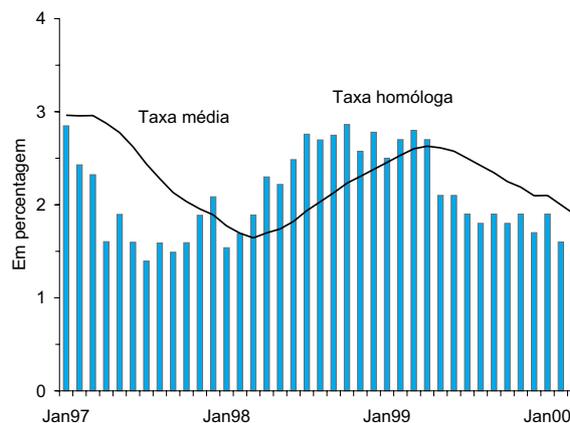
particular, do sector industrial — não se reflectiu numa desaceleração semelhante do emprego, dados os habituais desfasamentos de ajustamento desta variável. Por outro lado, o crescimento económico em 1999 terá sido suportado essencialmente pelos sectores mais intensivos em mão de obra, em particular, pelas administrações públicas. Finalmente, ter-se-á verificado um aumento menos acentuado do emprego medido pelo número de horas trabalhadas (0.7 por cento, que compara com o valor acima referido, de 1.8 por cento, para o crescimento do número de efectivos), dado que se manteve, em 1999, a tendência para uma redução dos horários de trabalho.

O aumento do emprego teve correspondência numa redução da população desempregada, mas também num aumento da taxa de actividade. Considerando apenas os indivíduos com idades compreendidas entre os 15 e os 64 anos, a taxa de actividade aumentou 0.5 p.p. em 1999, situando-se em 70.6 por cento. Este valor compara com 67.1 por cento na área do euro.

A expansão da economia portuguesa voltou a traduzir-se numa redução da taxa de desemprego que, de acordo com o Inquérito ao Emprego do INE, se fixou em 4.4 por cento em 1999 (5.0 por cento no ano anterior). O número de desempregados diminuiu 10.6 por cento em relação a 1998, tendo-se registado uma redução quer do número de indivíduos que procuram novo emprego (-7.8 por cento) quer do número de indivíduos à procura de primeiro emprego (-23.6 por cento). Refira-se que o desemprego de longa duração voltou a diminuir em proporção do desemprego total.

De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, a taxa de variação nominal das remunerações por trabalhador para o sector privado foi de 5.5 por cento em 1999, 0.3 p.p. abaixo do verificado em 1998. Continuaram, assim, a registar-se aumentos significativos dos salários reais (ver gráfico 4.1). Comparando a estimativa de variação nominal das remunerações por trabalhador com o crescimento dos salários acordados em processo de negociação colectiva (3.3 por cento face a 3.1 por cento em 1998), verifica-se que o impacto de outros factores na evolução da compensação por trabalhador (principalmente aumentos acima da tabela e efeito de factores de natureza fiscal) se manteve relativamente elevado em 1999 — 2.2 p.p. — embora ligeiramente inferior ao verificado no ano

Gráfico 5.1
ÍNDICE HARMONIZADO DE PREÇOS NO CONSUMIDOR



Fonte: Eurostat, INE e Banco de Portugal.

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

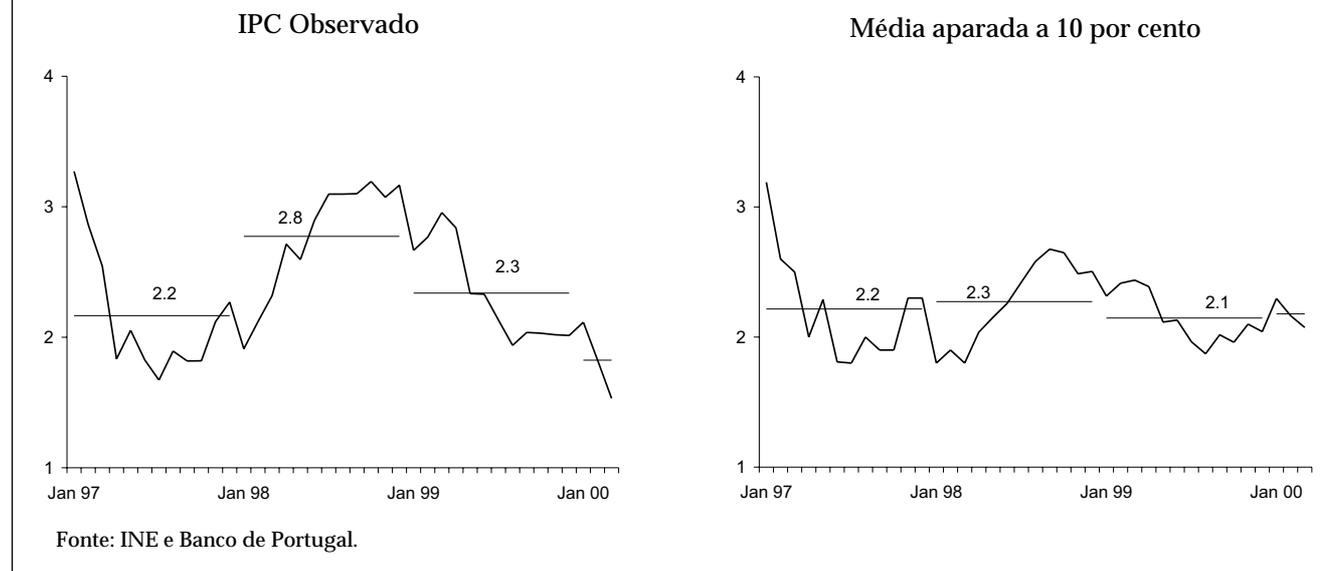
anterior (2.7 p.p.), em conformidade com o seu comportamento pró-cíclico.

5. INFLAÇÃO

Em Março, a taxa de inflação em Portugal, medida pela variação homóloga do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), desceu para 1.4 por cento⁽²³⁾, após ter permanecido relativamente estabilizada em torno de 1.9 por cento desde o início do terceiro trimestre de 1999 até Janeiro de 2000 (gráfico 5.1). No final do primeiro trimestre de 2000, a taxa média anual do IHPC cifrou-se em 1.9 por cento, inferior em 0.3 p.p. à do final de 1999. Neste mês, a variação média anual do IHPC, para a área do euro, situou-se em 1.4 por cento.

(23) Em Janeiro de 2000, o IHPC aumentou a sua cobertura em todos os países membros da União Europeia, em termos geográficos, populacionais e de produtos. Os pesos do índice passaram a reflectir o consumo sobre o território nacional, considerando-se também a despesa efectuada por não residentes. Adicionalmente, a cobertura de bens e serviços foi também alargada para incluir toda a despesa dos consumidores em educação, saúde, serviços de protecção social e outros serviços financeiros. As novas séries do IHPC têm início em Dezembro de 1999. A estimativa do impacto destas alterações sobre a taxa média de inflação, em Portugal, no ano 2000 é de apenas 0.1 p.p.

Gráfico 5.2
MEDIDAS DE TENDÊNCIA
 Taxa de variação homóloga



À semelhança do verificado ao longo de 1999, a desaceleração dos preços no consumidor em Portugal no primeiro trimestre de 2000 contrastou com a subida da taxa de variação homóloga do IHPC na área do euro. Esta evolução continuou a ser significativamente influenciada pela manutenção em Portugal dos preços de venda ao público dos combustíveis até ao final de Março⁽²⁴⁾, enquanto nos restantes países da área do euro o aumento dos preços dos combustíveis tem sido o principal factor explicativo da aceleração dos preços no consumidor desde há vários meses. Neste contexto, nos primeiros três meses de 2000, a taxa de inflação homóloga em Portugal passou a ser mais baixa do que a verificada para a média dos países da área do euro. Em Março, esse diferencial cifrava-se em -0.7 p.p., resultantes da diferença entre o crescimento do IHPC em Portugal (1.4 por cento) e na área do euro (2.1 por cento).

(24) As alterações de preços dos combustíveis, com efeitos a partir de 30 de Março, não influenciaram o índice de preços neste mês.

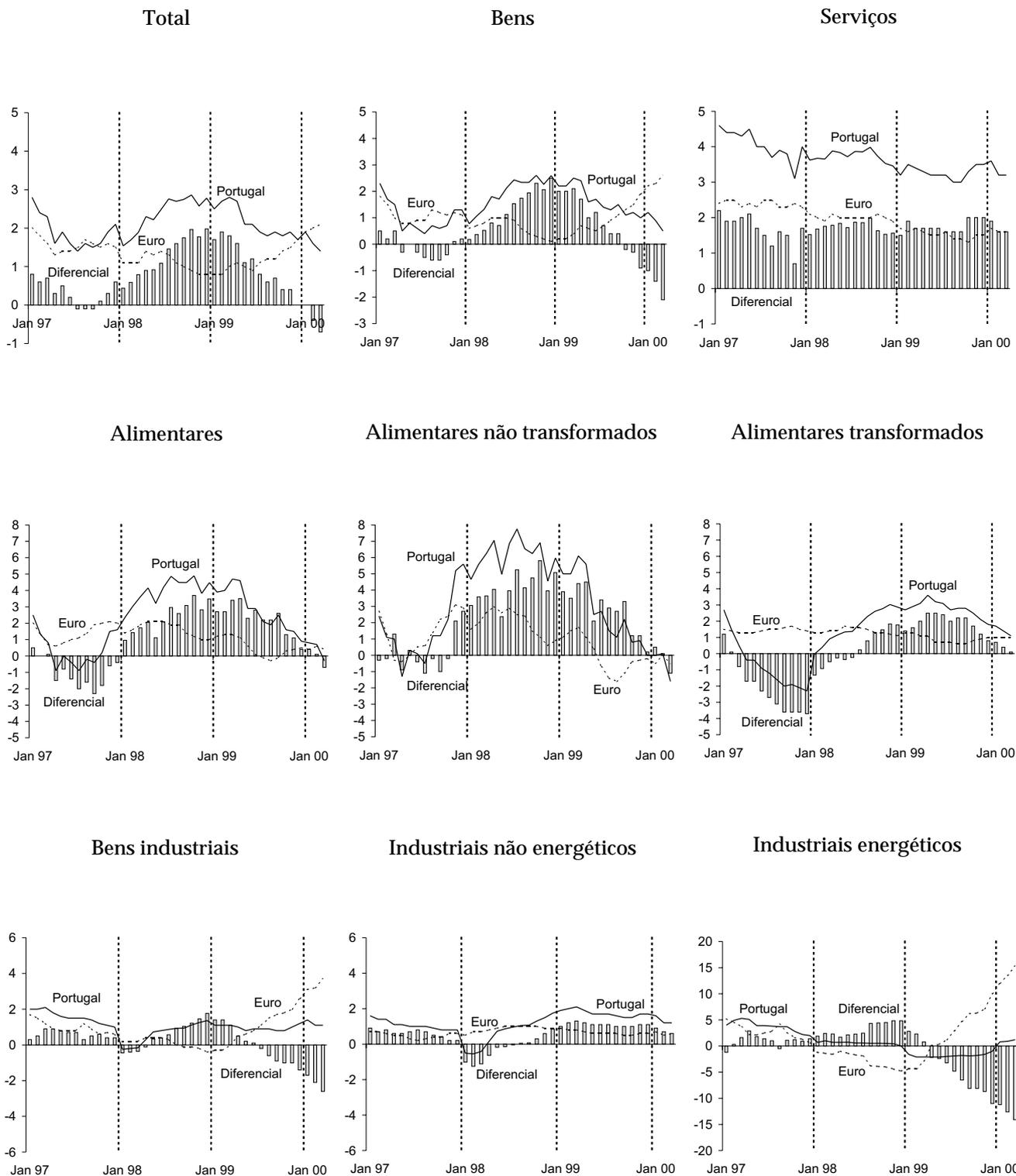
(25) Calculada no Banco de Portugal com base no IPC. Sobre a forma de cálculo dos indicadores de tendência de inflação habitualmente utilizadas pelo Banco de Portugal, veja-se C.Coimbra e P.D. Neves, (1997), *Indicadores de tendência de inflação*, Boletim Económico do Banco de Portugal, Volume 3, Número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

O indicador de tendência de inflação homóloga, média aparada a 10 por cento⁽²⁵⁾, situou-se a partir de Janeiro de 2000 acima da variação homóloga do Índice de Preços no Consumidor (IPC) (gráfico 5.2). Com efeito, entre Dezembro de 1999 e Março de 2000, a taxa de variação homóloga do IPC reduziu-se de 2.0 para 1.5 por cento, enquanto a média aparada a 10 por cento aumentou de 2.0 para 2.1 por cento. Esta evolução da medida de tendência de inflação sugere que a redução da taxa de inflação no primeiro trimestre de 2000 foi em parte explicada pelo comportamento anormalmente favorável de alguns preços, em particular de alguns bens alimentares. Também o elevado grau de assimetria negativa na distribuição do crescimento homólogo dos preços a partir de Janeiro de 2000 indica que as observações extremas se terão concentrado abaixo da média dessa distribuição.

A análise da evolução do IHPC por componentes mostra que, embora a generalidade das componentes do IHPC tenha contribuído para a descida da taxa de inflação no primeiro trimestre de 2000, a trajetória da inflação foi particularmente influenciada pela desaceleração de alguns preços resultante de efeitos específicos (gráfico 5.3).

(26) Os valores das componentes do IHPC para Março correspondem a estimativas calculadas pelo Banco de Portugal.

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



Fonte: Eurostat, INE e Banco de Portugal.

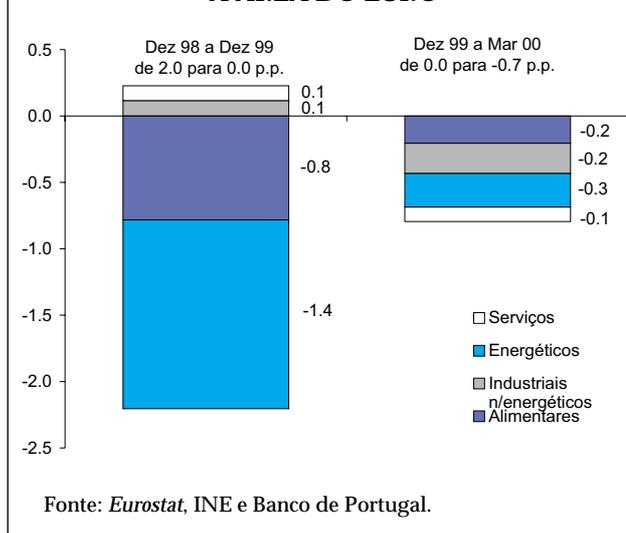
Nota: Os valores do IHPC de 1997 foram corrigidos de acordo com o indicado na caixa do *Relatório Anual* de 1998. "Alterações no IHPC: estimativa de revisão dos valores de inflação para 1998".

Assim, a variação homóloga dos preços dos bens alimentares manteve a tendência de redução registada desde o segundo trimestre do ano anterior, situando-se em 0.4 por cento⁽²⁶⁾ no primeiro trimestre de 2000 contra 1.3 por cento no quarto trimestre de 1999 (redução de 0.9 por cento em Dezembro para -0.3 em Março). Esta forte desaceleração dos preços dos bens alimentares foi favorecida pelo efeito de base relacionado com o elevado aumento dos preços de alguns bens alimentares não transformados no final do primeiro trimestre do ano anterior. Neste contexto, a trajectória dos preços dos bens alimentares foi particularmente influenciada pela redução da variação homóloga da sua componente não transformada, de 0.5 por cento no quarto trimestre de 1999 para -0.5 por cento no primeiro trimestre de 2000 (de 0.0 por cento em Dezembro para -1.6 por cento em Março). No mesmo período, a taxa de variação homóloga dos preços dos bens alimentares transformados, por seu lado, registou uma diminuição menos acentuada, de 2.1 para 1.4 por cento (de 1.8 por cento em Dezembro para 1.1 por cento em Março).

Quanto aos bens industriais, a variação homóloga dos bens industriais não energéticos desceu para 1.3 por cento no primeiro trimestre de 2000 (contra 1.7 por cento no trimestre anterior) o que reflectiu, em larga medida, o facto dos efeitos dos “saldos e promoções” na classe “vestuário e calçado” terem sido mais fortes do que no período homólogo de 1999⁽²⁷⁾. Em contrapartida, no mesmo período, a variação homóloga dos preços dos energéticos subiu 2.4 p.p., para 1.0 por cento, depois de se ter mantido negativa ao longo de todo o ano de 1999. Num contexto em que os preços dos combustíveis no consumidor se mantiveram inalterados, esta evolução reflectiu sobretudo o efeito base associado à redução das tarifas de electricidade no início de 1999.

No que respeita aos preços dos serviços, o seu crescimento homólogo foi de 3.4 por cento no primeiro trimestre de 2000. Entre Dezembro de 1999 e Março deste ano, a taxa de variação homóloga passou de 3.5 para 3.2 por cento. Esta evolução reflectiu a evolução diferenciada dos preços de alguns serviços, de onde se destaca, por um lado, a desaceleração registada pelos preços dos “serviços telefónicos” e dos “serviços de manutenção e reparação de automóveis” e, por outro lado, a aceleração dos preços dos “serviços de educação” e dos “ser-

Gráfico 5.4
CONTRIBUTO DAS COMPONENTES DO IHPC PARA A EVOLUÇÃO DO DIFERENCIAL DE INFLAÇÃO ENTRE PORTUGAL E A ÁREA DO EURO



viços de alojamento”. Refira-se que a diminuição das tarifas telefónicas em Janeiro — em 3.7 por cento face ao mês anterior e em 6.3 por cento em relação ao período homólogo (-2.8 por cento em Dezembro) — terá traduzido em parte o impacto das medidas de liberalização do sector das telecomunicações introduzidas em Janeiro de 2000.

No primeiro trimestre de 2000, a redução da taxa de inflação em Portugal, medida pelo IHPC, ocorreu simultaneamente com a continuação da aceleração deste índice no conjunto da área do euro (de 1.7 por cento em Dezembro para 2.1 por cento em Março). Em consequência, o diferencial entre a inflação portuguesa e a da área do euro, que era nulo em Dezembro de 1999, passou para -0.7 p.p. em Março de 2000 (gráfico 5.3). Conforme referido, à semelhança do verificado em 1999, o diferencial de inflação continuou a estar influenciado pelo facto de em Portugal, até ao final de Março, a diminuição da carga fiscal sobre os combustíveis ter continuado a compensar a subida do preço do petróleo nos mercados internacionais, contrariamente ao verificado na área do euro, onde o aumento do preço dos combustíveis tem sido a principal causa da subida da inflação⁽²⁸⁾.

(27) A taxa de variação homóloga da classe “vestuário e calçado” diminuiu de 1.0 por cento em Dezembro de 1999 para -1.2 por cento em Março de 2000.

Entre Dezembro de 1999 e Março de 2000, os contributos das diferentes componentes do IHPC para a variação do diferencial de inflação (-0.7 p.p.) foram de -0.3 p.p. no caso dos bens energéticos, de -0.2 p.p. tanto para os bens alimentares como para os bens industriais não energéticos e de -0.1 p.p. no caso dos serviços (gráfico 5.4). No entanto, no que respeita ao diferencial de crescimento dos preços dos bens energéticos, a sua redução resultou exclusivamente da evolução diferenciada dos preços dos combustíveis.

No final do mês de Março, o Governo determinou um aumento dos preços da gasolina e do gasóleo da ordem dos 11 por cento, cujo efeito directo estimado na variação em cadeia do IHPC no mês de Abril se situará entre 0.4 e 0.5 p.p. Haverá também outros efeitos directos de segunda ordem, decorrentes dos aumentos anunciados dos preços dos transportes e do gás, cujo impacto no IHPC deverá situar-se entre 0.1 e 0.2 p.p. Adicionalmente, é provável que a subida dos preços dos combustíveis tenda também a originar outros efeitos indirectos, de difícil quantificação, decorrentes do uso do petróleo na produção de outros bens e serviços. Estes efeitos indirectos sobre a inflação dependerão, nomeadamente, da reacção dos salários e da capacidade de os produtores passarem para os consumidores os aumentos de custos decorrentes da subida dos preços dos combustíveis.

A análise dos principais factores explicativos de inflação aponta também para que no conjunto do ano de 2000 as condições externas sejam menos favoráveis do que no ano anterior.

Os preços do petróleo registaram uma subida ao longo de 1999, invertendo a queda significativa registada em 1997-1998. No entanto, as últimas indicações sobre preços *spot* e futuros do petróleo apontam para uma queda da cotação do petróleo a partir de Março, a qual se terá acentuado com o aumento da produção acordado na reunião da OPEP realizada a 28 deste mês. Quanto aos preços

das matérias-primas não petrolíferas, segundo informação disponível até ao final do primeiro trimestre de 2000, observou-se uma aceleração a partir da Primavera de 1999, ainda que bastante menos acentuada do que a do preço do petróleo e mais marcada para as matérias primas não alimentares. Na sequência destes desenvolvimentos, e dos efeitos da apreciação da taxa de câmbio do dólar, os preços das importações em euros registaram um perfil de aceleração a partir do segundo trimestre de 1999.

Com efeito, de acordo com a Direcção Geral das Relações Económicas e Internacionais, a variação homóloga dos preços de importação em escudos foi de -6.3 por cento no primeiro trimestre de 1999, de -4.4 por cento no período acumulado Janeiro-Junho e de -2.3 por cento até Setembro, para o que contribuiu especialmente a evolução dos preços dos combustíveis (redução de 23.9 por cento no primeiro trimestre, diminuição de 10.0 por cento até Junho e aumento de 9.0 por cento até Setembro). Adicionalmente, verificou-se também um aumento da variação, em termos homólogos, dos preços de importação de bens intermédios e, em menor grau, da de bens de consumo (de -10.5 e -1.7 por cento no primeiro trimestre, para -7.0 e 0.1 até Setembro, respectivamente).

Esta evolução dos preços das importações não terá tido um impacto significativo sobre os preços no consumidor em 1999, devendo os seus efeitos ocorrer sobretudo ao longo de 2000. Este resultado advém, por um lado, da neutralização do efeito directo da subida do preço do petróleo nos preços dos combustíveis pagos no consumidor até ao final de Março de 2000 e, por outro, da existência de desfasamentos na transmissão aos preços internos de variações nos preços de importação. No mesmo sentido, o recente aumento do preço dos combustíveis, e a provável correcção dos crescimentos anormalmente favoráveis dos preços de alguns bens, tenderão a exercer pressões para o aumento da taxa de inflação homóloga ao longo de 2000. Estes efeitos serão, no entanto, atenuados pelas condições internas de inflação, as quais deverão ter uma evolução mais favorável do que em 1999, atendendo à previsível desaceleração dos salários e do consumo privado.

(28) Ao contrário do verificado em Portugal, as oscilações do preço do petróleo têm tido um impacto directo significativo na evolução do preço dos combustíveis e, conseqüentemente, nos IHPC dos restantes países da área do euro. Assim, atendendo à descida do preço do petróleo em 1998 e à sua posterior subida em 1999, esta evolução diferenciada dos preços dos combustíveis explicou, em parte, o aumento do diferencial entre a inflação portuguesa e a da área do euro em 1998 e, sobretudo, a sua posterior redução em 1999.

6. BALANÇA DE PAGAMENTOS E POSIÇÃO DE INVESTIMENTO INTERNACIONAL

No ano de 1999, o défice conjunto da Balança Corrente e da Balança de Capital aumentou para 6.6 por cento do PIB (o que compara com 4.8 por cento em 1998⁽²⁹⁾) (quadro 6.1). Este défice situou-se a um nível mais elevado do que o previsto no *Boletim Económico* de Dezembro, com a informação actual a revelar um maior défice das balanças de rendimentos e de mercadorias. O novo aumento das necessidades de financiamento da economia portuguesa face ao exterior continuou a reflectir o alargamento do diferencial entre poupança e investimento do sector privado não financeiro. O financiamento do défice da Balança Corrente e da Balança de Capital implicou um novo aumento do endividamento externo do sector financeiro monetário e das administrações públicas.

O défice da Balança Corrente atingiu 8.8 por cento do PIB em 1999 (7.0 por cento do PIB em 1998). O aumento do défice resultou, essencialmente, do forte alargamento do défice da Balança de Mercadorias — de 11.0 por cento do PIB em 1998 para 12.5 por cento do PIB em 1999 — dado que as importações continuaram a apresentar um crescimento nominal superior ao das exportações, em linha com o diferencial de crescimento da procura interna em Portugal e no exterior⁽³⁰⁾. Adicionalmente, verificou-se uma redução do excedente de serviços e de transferências correntes, em cerca de 0.2 p.p. do PIB em ambos os casos. A Balança de Rendimentos apresentou um défice idêntico, em percentagem do PIB, ao verificado no ano anterior (1.2 por cento do PIB).

O excedente da Balança de Serviços diminuiu de 1.6 para 1.4 por cento do PIB, para o que contribuiu a redução do excedente da Balança de Turismo e um aumento do défice de serviços de transporte. O excedente de viagens e turismo reduziu-se de 2.7 por cento do PIB em 1998 para 2.5 por

cento do PIB em 1999. As receitas nominais de turismo aumentaram 1.0 por cento em 1999, desacelerando fortemente face ao ano anterior (aumento de 17.3 por cento, resultante da realização da Expo98). As despesas em viagens e turismo efectuadas por residentes no exterior apresentaram, igualmente, um significativo abrandamento face a 1998. O défice de serviços de transportes aumentou para 0.5 por cento do PIB (0.3 por cento do PIB em 1998), reflexo, em larga medida, do maior défice registado ao nível dos serviços de transportes de passageiros por via aérea. Refira-se ainda que, o défice da rubrica “outros serviços fornecidos por empresas”, composta principalmente por serviços técnico-profissionais, diminuiu para 0.2 por cento do PIB (0.4 por cento do PIB em 1998).

As Transferências Correntes diminuíram de 3.7 para 3.5 por cento do PIB em 1999. A redução reflectiu o comportamento das transferências públicas, maioritariamente da União Europeia, que se reduziram de 0.7 para 0.5 por cento do PIB. Ao nível das transferências privadas, o excedente manteve-se em 3.0 por cento do PIB, tendo o saldo de remessas de emigrantes ascendido a 2.8 por cento do PIB (2.9 por cento do PIB em 1998).

Em 1999, a Balança de Rendimentos apresentou um défice idêntico, em percentagem do PIB, ao verificado no ano anterior (1.2 por cento do PIB). No entanto, o défice associado a rendimentos de investimento⁽³¹⁾ diminuiu ligeiramente, de 1.3 para 1.2 por cento do PIB. Para tal contribuiu a redução do défice associado a rendimentos de investimento de carteira (de 0.6 para 0.2 por cento do PIB), pois os montantes recebidos do exterior aumentaram de forma acentuada. Pelo contrário, o défice de rendimentos de outro investimento voltou a aumentar (de 0.2 para 0.5 por cento do PIB), o que está de acordo com o aumento dos passivos externos líquidos dos bancos face ao exterior, especial-

(29) O défice conjunto da balança corrente e balança de capital em 1998 foi revisto em alta de 4.3 para 4.8 por cento do PIB. Esta revisão reflecte fundamentalmente um maior défice da balança de rendimentos (revisto de 0.5 para 1.2 por cento do PIB), por incorporação de nova informação. Verificaram-se, no entanto, igualmente revisões ao nível do saldo de mercadorias e de transferências de capital.

(30) Para uma análise mais detalhada do comércio externo de mercadorias, consulte-se a secção 3.

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

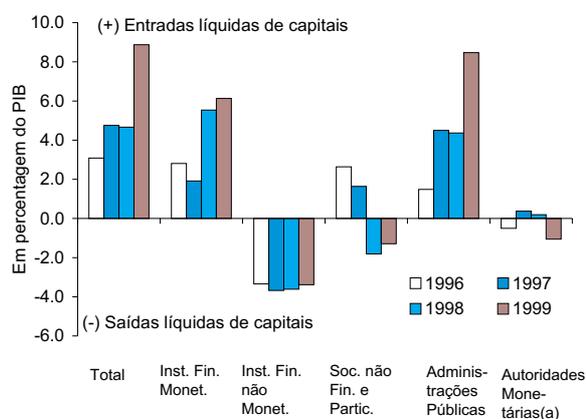
Quadro 6.1

BALANÇA DE PAGAMENTOS – base transacções

Em milhões de euros

	1997	1998		1999			Saldo em % do PIB			
	Saldo	Débito	Crédito	Saldo	Débito	Crédito	Saldo	1997	1998	1999
Balança corrente	-5 309.9	47 912.0	40 858.1	-7 053.8	51 263.1	41 889.9	-9 373.2	-5.7	-7.0	-8.8
Mercadorias	-8 782.4	34 229.6	23 130.5	-11 099.1	37 405.9	24 081.1	-13 324.8	-9.5	-11.0	-12.5
Serviços	1 269.0	6 203.3	7 769.4	1 566.1	6 371.3	7 881.6	1 510.3	1.4	1.6	1.4
Transportes	-309.1	1 722.6	1 436.0	-286.6	1 917.8	1 360.1	-557.7	-0.3	-0.3	-0.5
Viagens e turismo	2 244.8	2 084.5	4 766.7	2 682.2	2 125.7	4 813.8	2 688.1	2.4	2.7	2.5
Seguros	-37.9	84.6	72.7	-11.9	96.7	64.9	-31.7	0.0	0.0	0.0
Direitos de utilização	-227.5	272.2	38.2	-234.0	273.1	25.2	-247.9	-0.2	-0.2	-0.2
Outros serviços	-246.6	1 787.5	1 371.3	-416.2	1 787.5	1 529.7	-180.6	-0.3	-0.4	-0.2
Operações governamentais	-154.8	252.0	84.5	-167.5	247.7	87.8	-159.9	-0.2	-0.2	-0.1
Rendimentos	-1 111.0	5 611.6	4 420.8	-1 190.7	5 477.4	4 218.5	-1 258.9	-1.2	-1.2	-1.2
Rendimentos de trabalho	25.0	84.1	153.5	69.4	118.4	129.4	11.0	0.0	0.1	0.0
Rendimentos de investimento	-1 136.0	5 527.5	4 267.3	-1 260.2	5 359.0	4 089.1	-1 269.9	-1.2	-1.3	-1.2
Transferências correntes	3 314.4	1 867.5	5 537.4	3 669.9	2 008.5	5 708.7	3 700.2	3.6	3.7	3.5
Transferências públicas	423.0	1 305.8	1 987.1	681.2	1 409.7	1 936.8	527.2	0.5	0.7	0.5
Transferências privadas	2 891.4	561.6	3 550.3	2 988.7	598.8	3 771.9	3 173.0	3.1	3.0	3.0
Balança de capital	2 327.1	161.4	2 408.1	2 246.8	178.7	2 481.7	2 303.1	2.5	2.2	2.2
Transferências de capital	2 307.5	130.4	2 363.8	2 233.4	130.4	2 442.2	2 311.8	2.5	2.2	2.2
Transferências públicas	2 285.1	16.8	2 228.3	2 211.5	8.1	2 305.3	2 297.2	2.5	2.2	2.1
Transferências privadas	22.4	113.6	135.5	21.9	122.3	136.9	14.6	0.0	0.0	0.0
Aquisição/cedência de activos não produzidos não financeiros	19.6	31.0	44.3	13.4	48.3	39.6	-8.7	0.0	0.0	0.0
Balança Financeira	4 392.9	356 132.7	360 816.7	4 684.0	730 451.8	739 934.4	9 482.6	4.8	4.7	8.9
Investimento directo	518.7	16 767.8	16 749.3	-18.6	18 393.9	16 364.8	-2 029.1	0.6	0.0	-1.9
Investimento de Portugal no exterior ..	-1 471.0	7 928.2	5 364.5	-2 563.7	7 342.5	4 794.8	-2 547.7	-1.6	-2.6	-2.4
Investimento do exterior em Portugal ..	1 989.7	8 839.6	11 384.8	2 545.1	11 051.4	11 570.0	518.6	2.2	2.5	0.5
Investimento de carteira	471.7	166 902.2	166 151.0	-751.2	178 364.1	185 663.5	7 299.4	0.5	-0.7	6.8
Activos	-6 585.0	109 512.0	104 142.1	-5 369.9	107 806.2	103 633.1	-4 173.1	-7.1	-5.3	-3.9
Passivos	7 056.8	57 390.3	62 009.0	4 618.7	70 557.9	82 030.4	11 472.5	7.6	4.6	10.7
Derivados financeiros	-19.8	876.5	991.7	115.2	2 349.3	2 538.4	189.1	0.0	0.1	0.2
Outro investimento	4 519.9	168 544.4	174 361.4	5 817.1	491 185.1	495 498.1	4 313.0	4.9	5.8	4.0
Activos	-5 816.7	106 336.5	99 608.6	-6 727.9	404 248.3	402 191.6	-2 056.7	-6.3	-6.7	-1.9
Passivos	10 336.5	62 207.9	74 752.8	12 545.0	86 936.8	93 306.5	6 369.7	11.2	12.5	6.0
Activos de reserva	-1 097.6	3 041.8	2 563.3	-478.5	40 159.4	39 869.7	-289.7	-1.2	-0.5	-0.3
Ouro monetário	-0.4	993.8	0.1	-993.7	1.0	144.6	143.6	0.0	-1.0	0.1
Direitos de saque especiais	-16.1	23.2	0.4	-22.8	50.9	128.0	77.1	0.0	0.0	0.1
Posição de reserva no FMI	7.2	165.9	5.0	-160.9	587.8	741.5	153.7	0.0	-0.2	0.1
Moedas estrangeiras	-1 088.3	1 858.8	2 557.8	699.0	39 519.7	38 855.5	-664.2	-1.2	0.7	-0.6
Erros e omissões	-1 410.0			123.0			-2 412.5	-1.5	0.1	-2.3
Por memória:										
Balança Corrente + Balança de Capital	-2 982.9	48 073.3	43 266.3	-4 807.1	51 441.7	44 371.6	-7 070.1	-3.2	-4.8	-6.6

Gráfico 6.1
BALANÇA FINANCEIRA
Saldos



Nota:

(a) Inclui pagamentos internacionais efectuados pelas instituições financeiras monetárias residentes através do sistema TARGET a partir de Janeiro de 1999.

mente sob a forma de empréstimos e depósitos, nos últimos anos.

Em 1999, o excedente da Balança de Capital manteve-se inalterado, em percentagem do PIB, em 2.2 por cento, em resultado da manutenção do saldo de transferências unilaterais de capital com a União Europeia.

A Balança Financeira registou, em 1999, uma entrada líquida de capitais equivalente a 8.9 por cento do PIB, muito superior à verificada no ano anterior (4.7 por cento do PIB). O financiamento do maior défice conjunto das Balanças Corrente e de Capital terá sido facilitado pelas novas oportunidades de financiamento decorrentes da participação de Portugal num vasto mercado financeiro, com moeda única, na sequência da terceira fase da União Económica e Monetária. As administrações públicas foram o sector institucional cuja dívida para com o exterior mais aumentou, em termos líquidos, em 1999: as operações financeiras envolvendo este sector e o exterior originaram um entrada de capitais de 8.5 por cento do PIB, contra 4.4 por cento do PIB em 1998 (gráfico 6.1). Estas entradas resultaram, essencialmente, da venda de obrigações de dívida pública do Estado Português a não residentes. As instituições financeiras monetárias residentes intermediaram igualmente fortes

entradas de capitais (equivalentes a 6.1 por cento do PIB, face a 5.5 por cento do PIB em 1998), principalmente sob a forma de empréstimos e depósitos com o exterior. Pelo contrário, as operações financeiras com o exterior dos restantes sectores institucionais residentes conduziram a saídas líquidas de capitais em 1999, à semelhança do ocorrido em 1998 (5.7 e 5.2 por cento, respectivamente).

Numa análise por tipo de operação, verifica-se que o aumento das entradas de capitais na economia resultou, na sua maior parte, de operações de investimento de carteira entre Portugal e o exterior. Estas operações apresentaram um excedente de 6.8 por cento do PIB, que contrasta com um défice de 0.7 por cento do PIB em 1998 (quadro 6.1). Por um lado, os investidores não residentes aplicaram em títulos nacionais montantes bastante superiores aos registados em 1998 (equivalentes a 10.7 e 4.6 por cento do PIB, em termos líquidos, respectivamente). Em particular, conforme referido mais acima, as compras de obrigações de dívida pública efectuadas por não residentes aumentaram de forma acentuada em 1999, atingindo 8.1 por cento do PIB, em termos líquidos (4.7 por cento do PIB em 1998). O elevado aumento das aplicações de não residentes neste segmento poderá estar, em parte, relacionado com a acentuada redução do *stock* de títulos de dívida pública na posse de instituições financeiras monetárias residentes. Em 1999, os não residentes demonstraram igualmente interesse em instrumentos do mercado monetário — emitidos por instituições financeiras monetárias e pelas administrações públicas — e em títulos de dívida de longo prazo emitidos por sociedades não financeiras. Relativamente ao investimento de carteira de Portugal no exterior, registaram-se aplicações líquidas de montante inferior ao observado em 1998 (3.9 e 5.3 por cento do PIB, respectivamente). Estas menores aplicações são explicadas por uma diminuição das compras de títulos de dívida (2.5 por cento em 1999, face a 4.7 por cento em 1998). No segmento accionista, os investidores residentes aumentaram as suas aquisições no exterior (1.4 e 0.6 por cento do PIB em 1999 e 1998, respectivamente). Este aumento das aplicações externas em acções poderá estar relacionado com o melhor comportamento dos principais mercados bolsistas face ao mercado nacional. As operações de investimento de carteira de Portugal no exterior continuaram a ser efectuadas principalmente por fundos de in-

vestimento e companhias de seguros e fundos de pensões.

As operações entre residentes e não residentes registadas na rubrica “outro Investimento” contribuíram igualmente para a entrada de capitais na economia portuguesa em 1999, embora se tenham reduzido face ao ano anterior. Estas operações — que compreendem os créditos comerciais e os empréstimos/depósitos não titulados — saldaram-se por um excedente de 4.0 por cento do PIB (5.8 por cento do PIB em 1998). Pela sua natureza, a maior parte destas operações foi efectuada directamente por instituições financeiras monetárias residentes, que estiveram na origem de entradas de capitais equivalentes a 6.9 por cento do PIB (7.7 por cento do PIB no ano anterior). Estas instituições continuaram, desta forma, a recorrer a fundos externos para financiar o sector privado residente. As operações efectuadas no âmbito do sistema TARGET⁽³²⁾ traduziram-se numa saída líquida de capitais de 0.6 por cento do PIB em 1999. Finalmente, as operações incluídas na rubrica “outro investimento” efectuadas por sociedades não financeiras e particulares resultaram numa saída líquida de capitais de 1.7 por cento do PIB, inferior à verificada em 1998 (2.6 por cento do PIB).

Ao nível das operações de investimento directo com o exterior verificou-se um défice equivalente a 1.9 por cento do PIB, que compara com um saldo praticamente equilibrado no ano anterior. Em termos líquidos, o investimento directo de Portugal no exterior apresentou um valor similar ao verificado no ano anterior (2.4 e 2.6 por cento do PIB, respectivamente). Esta forma de internacionalização continuou a ser privilegiada pelas empresas portuguesas, em particular, as dos sectores de produção e distribuição de electricidade, gás e água e de transportes, armazenagem e comunicações. Pelo contrário, o investimento directo estrangeiro em Portugal diminuiu de forma acentuada face a 1998 (de 2.5 para 0.5 por cento do PIB). A maior parcela das operações de investimento directo em Portugal continuou a ser dirigida para sociedades gestoras de participações sociais (SGPS) de diver-

sos grupos económicos. Os sectores de comércio por grosso e a retalho e de transportes, armazenagem e comunicações destacam-se, igualmente, pelos montantes recebidos de investimento directo estrangeiro este ano.

A posição devedora líquida da economia portuguesa — avaliada pelas estatísticas da posição de investimento internacional⁽³³⁾ — continuou a aumentar em 1999, à semelhança do ocorrido nos anos mais recentes. No final do ano de 1999, essa posição equivalia a 26.6 por cento do PIB, que compara com 18.5 por cento do PIB no final do mês de Dezembro do ano anterior (quadro 6.2).

Uma análise da evolução recente dos activos e passivos externos da economia portuguesa desagregados pelos diversos tipos funcionais de investimento incluídos na Balança de Pagamentos, revela que, relativamente às operações de investimento directo, a economia portuguesa apresentava uma posição devedora equivalente a 10.2 por cento do PIB no final de 1999 (11.3 por cento do PIB no final de 1998). Esta posição tem-se vindo a reduzir, dado o crescimento acentuado do investimento directo de Portugal no exterior nos últimos anos. Quanto ao investimento de carteira, refira-se que o *stock* de títulos detido por não residentes continuou a aumentar ao longo de 1999, atingindo 51.1 por cento do PIB no final de 1999 (39.2 por cento do PIB no final de 1998). Esta evolução resultou em larga medida do aumento do *stock* de obrigações de dívida pública na posse de não residentes, de 18.3 para 25.0 por cento do PIB. Relativamente à rubrica Outro Investimento, a sua evolução reflectiu, em larga medida, o aumento das responsabilidades líquidas sobre o exterior das instituições financeiras monetárias residentes, de 10.7 para 17.0 por cento do PIB em 1999, que continuaram desta forma a financiar a expansão do crédito ao

(32) De acordo com indicações do Banco Central Europeu, as operações efectuadas por instituições financeiras monetárias residentes no âmbito do sistema TARGET são registadas na Balança de Pagamentos como variação de Activos das Autoridades Monetárias na rubrica “outro Investimento”.

(33) As estatísticas de PII consistem num balanço de todos os activos (disponibilidades) e passivos (responsabilidades) financeiros externos de uma economia, num determinado momento. Veja-se Nota Introdutória no *Boletim Estatístico* de Dezembro de 1999. Relembre-se que, desde Janeiro de 1999, apenas são considerados Activos de Reserva os activos das Autoridades Monetárias face a não residentes da área do euro e denominados em moedas de países fora desta área, verificando-se assim uma quebra de série nesta rubrica a partir desta data. Os restantes activos das Autoridades Monetárias passaram a ser considerados como activos de Investimento de Carteira ou de Outro Investimento, pelo que, também, ao nível destas rubricas se verificam quebras de série em 1999.

Quadro 6.2

POSIÇÃO DE INVESTIMENTO INTERNACIONAL — Posições em fim de período

	Em milhões de euros				Em percentagem do PIB			
	1996	1997	1998	1999	1996 6	1997 7	1998	1999
I. Posição de Investimento Internacional ..	-6.534.3	-13.935.2	-18.546.9	-28.473.2	-7.6	-15.1	-18.5	-26.6
Investimento directo^(a)								
Total	-11.278.5	-11.650.3	-11.334.6	-10.858.0	-13.1	-12.6	-11.3	-10.2
De Portugal no exterior	3.500.6	5.094.6	7.903.3	9.560.6	4.1	5.5	7.9	8.9
Do exterior em Portugal	14.779.1	16.745.0	19.237.9	20.418.6	17.1	18.1	19.1	19.1
Investimento de Carteira								
Total	-3.658.6	-14.620.2	-14.323.2	-15.162.5	-4.2	-15.8	-14.3	-14.2
Activos ^(c)	13.302.9	18.398.4	25.122.0	39.406.0	15.4	19.9	25.0	36.9
Autoridades Monetárias ^(b)	-	-	-	6.018.8	-	-	-	5.6
Passivos	16.961.6	33.018.5	39.445.2	54.568.5	19.6	35.7	39.2	51.1
Outro Investimento^(d)								
Total	-8.909.3	-6.620.9	-11.652.8	-16.708.8	-10.3	-7.2	-11.6	-15.6
Activos	31.764.1	46.748.8	52.947.2	58.427.8	36.8	50.6	52.7	54.7
Autoridades Monetárias ^(b)	36.4	25.5	109.5	2.147.5	0.0	0.0	0.1	2.0
Passivos	40.673.4	53.369.7	64.599.9	75.136.7	47.1	57.7	64.3	70.3
Derivados Financeiros^(e)	343.4	363.1	247.9	221.0	0.4	0.4	0.2	0.2
Activos de Reserva^(b)	16.968.8	18.593.1	18.515.7	14.035.1	19.6	20.1	18.4	13.1

(a) Inclui estimativas trimestrais calculadas pelo Banco de Portugal com base na acumulação de fluxos mensais e nos últimos dados anuais obtidos através dos Inquéritos ao Investimento Directo.

(b) A partir de Janeiro de 1999, apenas são considerados Activos de Reserva os activos das Autoridades Monetárias face a não residentes da área do euro e denominados em moedas de países fora desta área, havendo lugar a uma quebra de série a partir desta data. Os restantes activos das Autoridades Monetárias passaram a ser considerados como activos de Investimento de Carteira ou de Outro Investimento, o que implica que, também, ao nível destas rubricas se verificam quebras de série a partir de Janeiro de 1999.

(c) Inclui estimativas trimestrais calculadas pelo Banco de Portugal com base na acumulação de fluxos mensais e nos últimos dados anuais obtidos através do Inquérito ao *stock* de títulos estrangeiros na posse de residentes.

(d) Inclui, em algumas componentes, estimativas trimestrais calculadas pelo Banco de Portugal com base na acumulação de fluxos mensais.

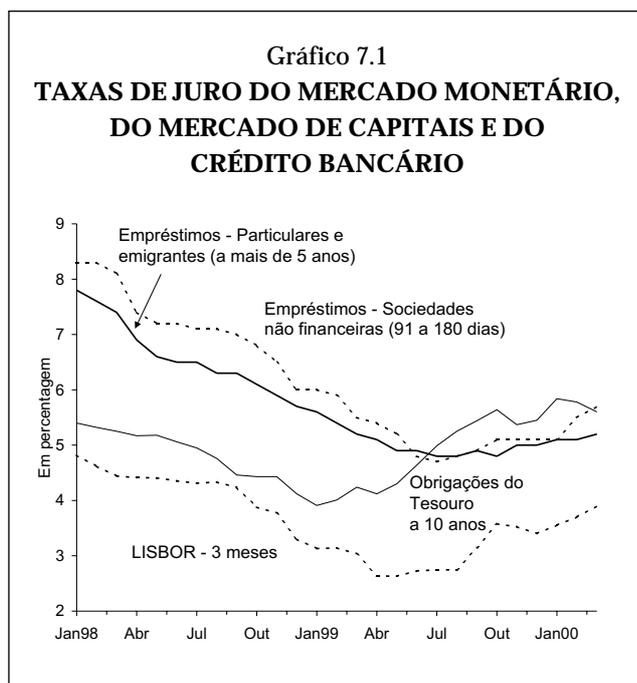
(e) Valores líquidos.

sector privado não financeiro. As responsabilidades líquidas sob a forma de operações de empréstimos e depósitos de curto prazo aumentaram de 12.2 para 15.2 por cento do PIB, enquanto que ao nível das operações de longo prazo se passou de uma posição credora de 1.6 para uma posição devedora de 1.8 por cento do PIB. Note-se, assim, que, em 1999, a captação de recursos externos pelos bancos residentes foi efectuada através de operações de empréstimos e depósitos quer de curto quer de longo prazo, ao contrário do verificado em anos anteriores em que as operações de curto prazo eram claramente dominantes.

7. TAXAS DE JURO E CRÉDITO

Nos primeiros dois meses de 2000 as taxas de crescimento do crédito bancário mantiveram-se muito elevadas, tanto no crédito a sociedades não financeiras, como no crédito a particulares. A ligeira desaceleração do crédito total reflecte a diminuição da taxa de crescimento do crédito a particulares. Esta evolução do crédito surge no contexto de aumentos graduais das taxas de juro bancárias.

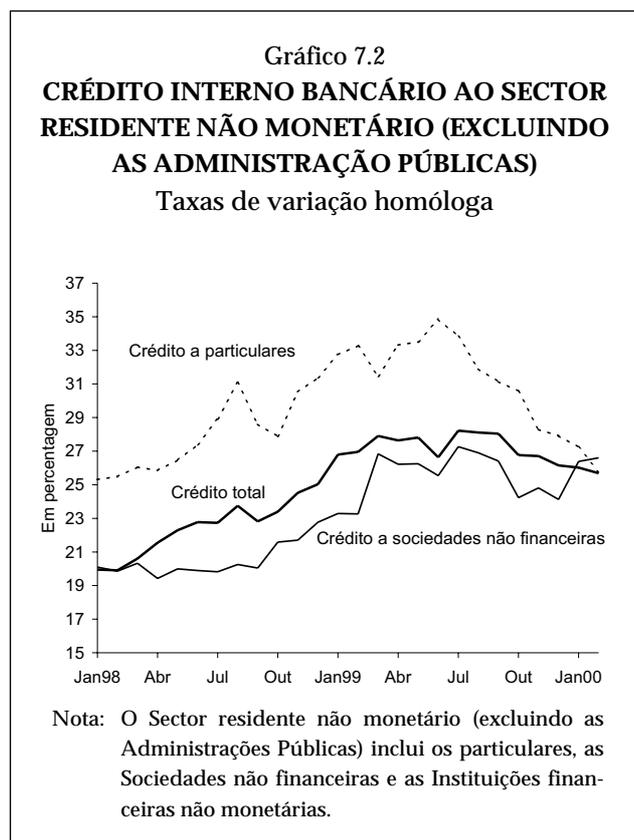
No primeiro trimestre de 2000 as taxas de juro bancárias (activas e passivas) mantiveram a tendência de subida iniciada em meados de 1999, como reflexo das expectativas (posteriormente confirmadas) de aumento das taxas de juro oficiais do Eurosistema (gráfico 7.1). Em Março, a taxa dos depósitos a prazo (181 dias a 1 ano) fixou-se em



2.6 por cento (o que compara com 2.4 por cento em Dezembro de 1999 e com 2.2 por cento, nível mínimo verificado em Junho-Agosto de 1999). A taxa dos empréstimos a sociedades não financeiras ficou-se em 5.7 por cento (operações de 91 a 180 dias) e 5.1 por cento (operações de 181 dias a 1 ano), verificando aumentos de 1.0 e 0.8 p.p., respectivamente, face aos níveis mínimos ocorridos em Julho-Agosto de 1999. Por sua vez, a taxa dos empréstimos a particulares por prazo superior a 5 anos ficou-se em 5.2 por cento (alargando para 0.4 p.p. o acréscimo acumulado face ao nível mínimo de 1999, verificado em Julho, Agosto e Outubro).

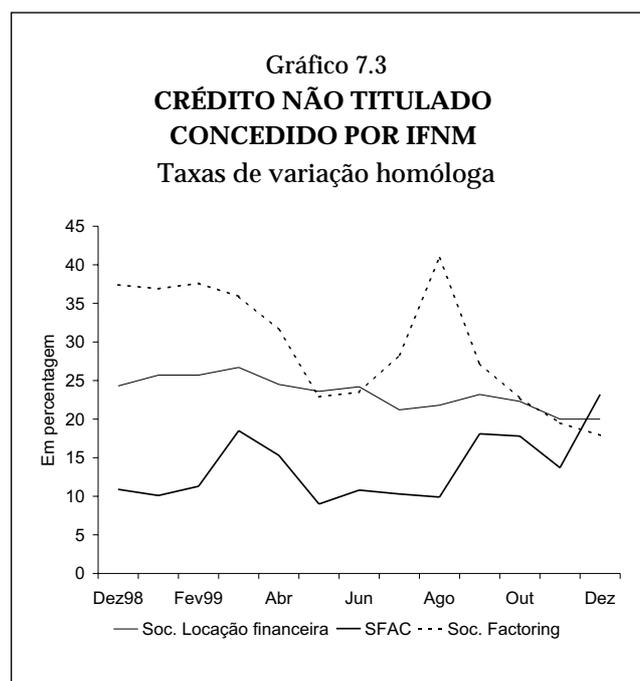
Considerando que o ajustamento das taxas de juro bancárias face a alterações nas taxas de juro de intervenção do Eurosistema não é imediato, será de admitir que os níveis actuais das taxas de juro não tenham ainda incorporado totalmente as recentes alterações nas taxas de intervenção. Assim, será natural que as taxas de juro bancárias continuem a aumentar, independentemente de futuras subidas das taxas de intervenção do BCE. Note-se que entre Abril de 1999 e Abril do corrente ano, as taxas de intervenção do BCE aumentaram 1.25 p.p., enquanto as taxas de juro bancárias aumentaram, entre Abril de 1999 e Março de 2000, cerca de 0.1 p.p.⁽³⁴⁾

(34) O valor médio dos aumentos nas taxas de juro bancárias (activas e passivas) face aos níveis mínimos verificados em 1999 foi de 0.7 p.p..



Em Fevereiro de 2000, o crédito interno bancário ao sector residente não monetário (excluindo administrações públicas) registou uma taxa de variação homóloga de 25.7 por cento, diminuindo dos 26.2 por cento verificados no final de 1999 (e de 28.2 por cento verificados em Julho de 1999 — valor máximo nos últimos anos). A desaceleração observada para o crédito total ficou a dever-se à progressiva redução da taxa de crescimento do crédito bancário a particulares (gráfico 7.2). Desde Junho de 1999, esta taxa diminuiu 9.1 p.p., fixando-se, em Fevereiro de 2000, em 25.8 por cento. Nesse mês, o crédito destinado à aquisição de habitação registou uma taxa de variação de 26.8 por cento face ao período homólogo de 1999, ao passo que o crédito para outras finalidades apresentou um aumento de 23.1 por cento.

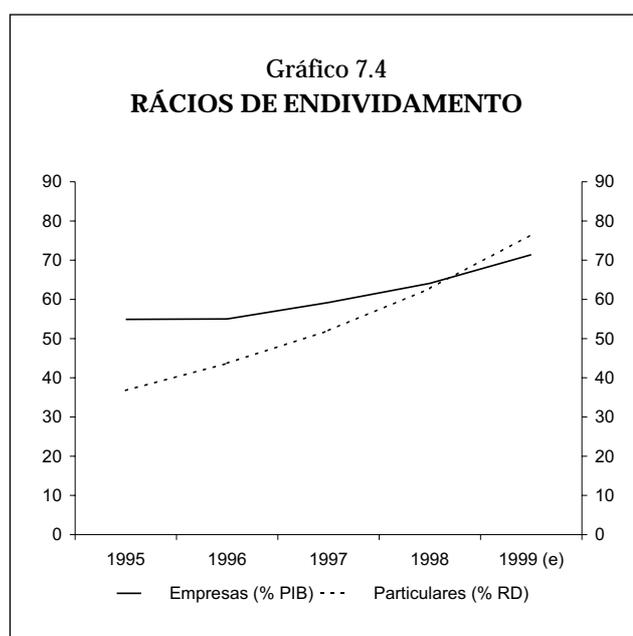
Contrariamente ao observado no caso do crédito a particulares, verificou-se uma aceleração do crédito a sociedades não financeiras no início de 2000. O crédito a sociedades não financeiras registou em Fevereiro de 2000 uma taxa de variação homóloga de 26.6 por cento (24.1 por cento em Dezembro de 1999). Esta evolução reflecte um forte aumento do crédito nos dois primeiros meses deste ano, que contrasta com os reduzidos crescimen-



tos verificados nos primeiros meses dos anos anteriores. Adicionalmente, refira-se que este forte crescimento do crédito a sociedades não financeiras é generalizado aos vários ramos de actividade. Em Fevereiro de 2000, as maiores taxas de crescimento verificaram-se nos ramos dos serviços e da construção (31.4 e 43.3 por cento, respectivamente), enquanto o crédito à indústria transformadora (que acelerou no início de 2000) verificou, em Fevereiro, uma taxa de variação homóloga de 21.3 por cento. Embora o crédito às sociedades não financeiras tenda a acompanhar o ciclo económico com algum desfasamento, as taxas de crescimento observadas recentemente têm excedido de forma evidente as verificadas em fase idêntica do ciclo económico anterior.

O crédito a sociedades financeiras não monetárias registou em Fevereiro uma taxa de crescimento de 22.0 por cento (27.2 por cento em Dezembro de 1999). Este forte crescimento está ligado ao aumento do crédito concedido por estas instituições ao sector não financeiro da economia (sociedades não financeiras e particulares)⁽³⁵⁾. No final de 1999, os montantes de crédito (não titulado) concedido pelas sociedades de locação financeira, pelas socie-

(35) Em termos da importância deste agregado de crédito, refira-se que no final de 1998 o rácio entre o montante total de crédito não titulado concedido por IFNM e o crédito concedido por instituições monetárias ao sector residente não financeiro (excepto administração central) era de cerca de 9 por cento.



dades financeiras para aquisição a crédito e pelas sociedades de *factoring* registaram taxas de variação homóloga de 20.0, 23.2 e 17.9 por cento, respectivamente (gráfico 7.3).

A manutenção de significativas taxas de crescimento do crédito ao sector não monetário da economia tem-se reflectido num aumento do seu rácio de endividamento (em relação ao rendimento disponível ou ao produto interno bruto). De acordo com as últimas estimativas do Banco de Portugal, no final de 1999 o endividamento dos particulares terá representado 76.5 por cento do seu rendimento disponível (aumentando 13.7 p.p. face a 1998). O endividamento das sociedades não financeiras ter-se-á situado em 71.4 por cento do PIB (mais 7.3 p.p. do que em 1998) (gráfico 7.4).

O impacto da actual tendência de subida das taxas de juro sobre cada agente económico dependerá da sua posição líquida perante o sistema bancário (sendo positivo para os aforradores e negativo para aqueles que tenham um saldo devedor). No entanto, para os devedores em termos líquidos, a actual tendência de subida das taxas de juro tenderá a traduzir-se num aumento da taxa de esforço, isto é, num aumento do serviço de dívida em percentagem do rendimento disponível. Esta evolução previsível da taxa de esforço será mais acentuada que a registada durante a década de 90, em que, paralelamente ao aumento do endividamento, se verificou uma significativa redução no nível das taxas de juro bancárias.

Quadro 7.1

**BALANÇO CONSOLIDADO DAS INSTITUIÇÕES
FINANCEIRAS MONETÁRIAS**

SalDOS em fim de mês

10⁶ euros

	1998	1999	Variação
	Dez	Dez	
Activos líquidos sobre o exterior	15 024	9 148	-5 876
Banco de Portugal	16 770	18 623	1 852
Outras instituições financeiras monetárias	-1 746	-9 474	-7 728
dos quais:			
denominados em euros	-2 271	-10 560	-8 289
Crédito às administrações públicas	12 522	8 764	-3 758
Crédito interno (excepto às administrações públicas)	102 737	129 605	26 868
Particulares	44 591	57 041	12 449
Sociedades não financeiras	45 539	56 527	10 988
Instituições financeiras não monetárias	12 607	16 037	3 431
Circulação monetária	4 562	5 620	1 059
Depósitos e equiparados	103 027	114 534	11 507
Títulos excepto capital	10 769	13 317	2 548
Capital e reservas	15905	20 846	4 940
Diversos (líquidos)	-3 980	-6 801	-2 820

A manutenção de elevadas taxas de crescimento do crédito ao sector não monetário da economia, a par com a queda da taxa de poupança dos particulares, tem também implicado um aumento do endividamento do sistema bancário em relação ao exterior. Efectivamente, o aumento do activo dos bancos resultante da expansão do crédito concedido tem sido em grande medida financiado através de um aumento dos passivos líquidos em relação ao exterior (ver quadro 7.1). Note-se, no entanto, que há uma grande concentração destes passivos na área do euro, não havendo portanto um problema de risco cambial. Em 1998, 1999 e nos primeiros três meses de 2000, a variação na posição externa líquida dos bancos foi negativa, passando os bancos de uma posição credora a uma posição devedora face a não residentes. Esta evolução reflecte essencialmente um forte crescimento dos passivos face a instituições financeiras monetárias não residentes (em Março de 2000, a taxa de

variação homóloga deste agregado foi de 28.0 por cento, o que compara com uma variação de 11.2 por cento nos activos face ao sector não residente). Os passivos face ao sector não residente são predominantemente de curto prazo (cerca de 75 por cento tem prazo não superior a um ano), embora seja de assinalar que desde meados de 1999 o financiamento por prazos alargados tem vindo a aumentar de importância.

8. FINANÇAS PÚBLICAS

De acordo com as estimativas mais recentes, o défice das administrações públicas, numa base de contas nacionais (SEC95)⁽³⁶⁾, situou-se, em 1999, em 2.0 por cento do PIB (quadro 8.1). Este valor representa uma diminuição de 0.3 p.p. do PIB em relação a 1998. O saldo primário manteve-se em 1.2 por cento do PIB, depois da diminuição de 0.5 p.p. do PIB observada em 1998.

O objectivo do Programa de Estabilidade para o défice em 1999 foi atingido, embora com receitas e despesas acima das previsões iniciais. O saldo primário ficou aquém do previsto no Programa em 0.1 p.p. do PIB.

De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, o défice total ajustado do ciclo diminuiu 0.3 p.p. do PIB, em 1999. O saldo primário ajustado do ciclo manteve-se praticamente ao nível de 1998, mas muito abaixo dos valores registados de 1995 a 1997.

A redução do défice em percentagem do PIB decorreu do acentuado aumento das receitas correntes (1.1 p.p.) e de um ligeiro decréscimo das despesas em juros (-0.2 p.p.), dado que a despesa corrente primária registou uma forte subida (1.0 p.p.). O saldo de capital manteve-se quase invariante, em percentagem do PIB.

A evolução das receitas correntes resultou, no essencial, de elevadas taxas de crescimento das receitas dos impostos sobre o rendimento e património (8.4 por cento), das contribuições sociais (8.9 por cento) e dos impostos sobre bens e serviços

(36) Os valores das contas das administrações públicas referentes a 1998 e 1999 são estimativas do Banco de Portugal com base na última informação compilada pelo INE e pelo Ministério das Finanças (ver nota 3 em pé-de-página). Os valores do PIB são também estimativas do Banco de Portugal e situam-se, em nível, acima dos utilizados no procedimento dos défices excessivos.

Quadro 8.1

CONTAS DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS

Em percentagem do PIB

	1995	1996	1997	1998	1999
Receita fiscal	34.4	35.3	35.5	35.4	36.4
Outras receitas correntes	4.0	4.3	3.9	4.1	4.3
Despesa corrente primária	33.4	34.2	34.1	34.6	35.6
Juros	6.3	5.4	4.2	3.5	3.2
Receita de capital	1.9	2.1	2.4	1.9	2.1
Despesa de capital	5.2	5.8	6	5.7	5.9
Saldo total	-4.6	-3.8	-2.5	-2.3	-2.0
Por memória:					
Saldo primário	1.7	1.6	1.7	1.2	1.2
Saldo primário ajustado do ciclo	2.8	2.4	2.0	0.8	0.8
Dívida pública	64.4	62.8	59.4	55.2	55.3

(10.2 por cento). Merecem uma referência particular o crescimento da receita do IVA (12.5 por cento), muito acima da variação da respectiva base, e o ligeiro decréscimo da receita do Imposto sobre Produtos Petrolíferos (ISP) (-0.4 por cento).

Os principais factores explicativos da evolução da despesa corrente primária residiram no crescimento muito acentuado das despesas com pessoal (9.2 por cento) e das transferências correntes para as famílias (8.8 por cento) e para as empresas (subsídios) (26.6 por cento). A despesa de investimento também registou um forte acréscimo em 1999 (11.2 por cento).

A dívida bruta consolidada das administrações públicas, em percentagem do PIB, registou um ligeiro aumento em 1999, situando-se em 55.3 por cento no final do ano (55.2 por cento no final de 1998). Esta evolução resultou numa larga medida do elevado montante de regularizações de dívidas pelo Tesouro, que excederam as receitas das privatizações afectadas à amortização de dívida, do aumento dos depósitos das administrações públicas e do facto de o ajustamento do período complementar⁽³⁷⁾ ter sido positivo em 1999, ao contrário do que aconteceu em 1998.

O Orçamento do Estado para 2000 (OE2000) tem implícito um défice das administrações públi-

(37) O ajustamento do período complementar para o ano t é a diferença entre a despesa do ano $t-1$ efectivamente paga em t e a despesa do ano t efectivamente paga em $t+1$.

cas correspondente a 1.5 por cento do PIB, de acordo com a metodologia das Contas Nacionais (SEC95). Este objectivo foi confirmado na actualização do Programa de Estabilidade e na notificação do procedimento dos défices excessivos de Fevereiro passado.

O OE2000 continua a seguir as grandes linhas da evolução orçamental dos últimos anos, contemplando um acentuado acréscimo das receitas e da despesa primária. Os principais riscos na execução orçamental de 2000 situam-se no lado das receitas fiscais.

O congelamento de despesas habitualmente consagrado na Lei do Orçamento (cativação de verbas e cláusula de reserva) é significativamente alargado em 2000. Assim, se a execução das receitas fiscais revelar dificuldades ao longo do ano, existe alguma margem para assegurar o cumprimento do objectivo para o défice, reforçada pelo facto de, previsivelmente, as despesas em investimento se virem a situar abaixo do orçamentado. Com efeito, a aprovação tardia do Orçamento, o facto de 2000 ser o primeiro ano de execução do novo Quadro Comunitário de Apoio e, finalmente, o anúncio posterior à aprovação do Orçamento, de cortes de despesa com incidência especial no investimento deverá conduzir àquele resultado.

A redução do défice, em Portugal, assentou, no período recente, num forte crescimento das receitas, em particular das receitas fiscais, e na diminuição das despesas em juros, acomodando um importante aumento da despesa corrente primária. Os limites deste tipo de evolução são evidentes e tornam necessária uma nova estratégia orçamental. Tal facto é reconhecido na actualização do Programa de Estabilidade, em que se admite uma tendência decrescente para a despesa corrente primária, nos últimos anos do Programa (Caixa – “*Perspectivas orçamentais em Portugal*”). Esta inflexão requer um conjunto de medidas, parcialmente explicitadas no Programa. O aumento discricionário dos impostos não parece ser uma alternativa, não se enquadrando no actual contexto de acrescida concorrência no espaço europeu a que diversos Governos têm reagido com programas de redução do peso da carga fiscal. Em suma, a gestão orçamental nos próximos anos será muito mais difícil que no período recente.

Caixa – PERSPECTIVAS ORÇAMENTAIS EM PORTUGAL

O Governo apresentou à Comissão Europeia, em Fevereiro passado, a actualização do Programa de Estabilidade e Crescimento (PEC2000). Neste documento assumem-se como objectivos principais da política orçamental a redução do défice das administrações públicas e da dívida pública, em percentagem do PIB. A redução do défice conduzirá a um saldo orçamental equilibrado em 2004. O rácio da dívida pública deverá diminuir a partir de 2001, situando-se em 48.4 por cento no final de 2004.

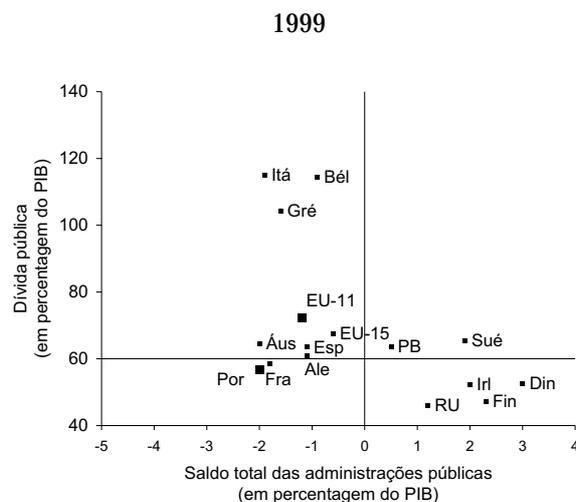
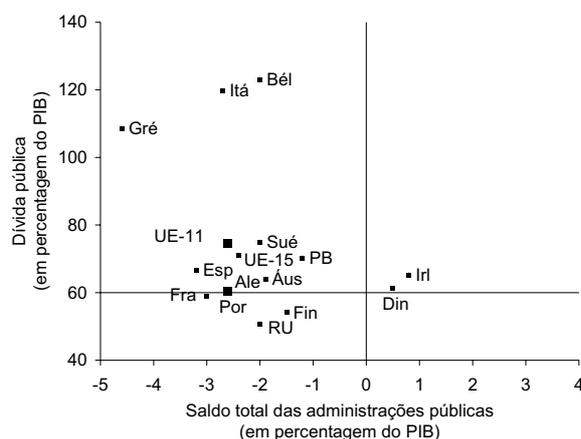
No Programa são reconhecidos os limites do padrão de evolução orçamental seguido nos últimos anos e define-se uma inflexão relativamente às tendências recentes, incluindo as perspectivas que decorrem do OE2000, de acentuado crescimento das receitas correntes, da despesa corrente primária e de diminuição significativa das despesas em juros. O texto desta caixa destina-se a analisar a importância e os pressupostos daquela inflexão da política orçamental.

No período recente, a condução da política orçamental permitiu atingir em todos os anos, ou mesmo ultrapassar, os objectivos assumidos nos sucessivos programas de médio prazo e tornou possível a participação de Portugal no núcleo de países fundadores da moeda única. O défice das administrações públicas, em Portugal, registou uma trajectória descendente, diminuindo de 4.6 por cento do PIB, em 1995, para 2.0 por cento, em 1999.

No entanto, de acordo com as Previsões Económicas da Comissão Europeia da Primavera de 2000, Portugal apresentou (conjuntamente com a Áustria) o défice mais elevado no conjunto da União Europeia (UE), em 1999, 1.4 p.p. do PIB acima da média da União. Em 1997, Portugal registava um défice inferior ao da Espanha, França, Itália e Grécia, e apenas 0.2 p.p. do PIB acima da média da UE (gráfico 1). De facto, a actual situação representa uma deterioração da posição relativa no conjunto da UE, apesar de no período 1997-1999 o crescimento real da economia portuguesa se ter situado acima da média europeia.

A redução do défice em Portugal tem seguido um padrão substancialmente diferente do dos restantes Estados-membros da UE, dado que tem sido acompanhada de significativos aumentos da despesa primária e das receitas dos impostos. Este acréscimo tem decorrido, no essencial, da forte expansão das despesas com pessoal e das transferências correntes, em particular, para as famílias. Face a esta evolução, o défice tem diminuído em resultado do acentuado crescimento das receitas fiscais (resultante dos efeitos do ciclo económico, da evolução da composição da procura e de aperfeiçoamentos na administração fiscal) e da diminuição das despesas em ju-

Gráfico 1
SALDO TOTAL E DÍVIDA PÚBLICA
NA UNIÃO EUROPEIA
1997



ros. Os gráficos 2A, 2B e 2C comparam os padrões de consolidação orçamental nos Estados-membros da UE, no período 1995-1999 e previsto para 1999-2001.

A inflexão da política orçamental só deverá acontecer após 2000, já que as perspectivas que decorrem do Orçamento do Estado de 2000 mantêm, no essencial, o padrão anterior. De acordo com as contas das administrações públicas apresentadas pelo Governo no Programa de Estabilidade e Crescimento, a receita corrente, depois de aumentar 6.1 p.p. do PIB entre 1995 e 2000, deverá ter apenas um acréscimo de 0.3 p.p. de 2000 a 2004. A despesa corrente primária, depois de uma subida de 5.5 p.p. do PIB no período 1995-2000, deverá diminuir 0.9 p.p. até 2004. As despesas em juros da dívida, depois de decrescerem 3.1 p.p. do PIB de 1995 a 2000, deverão aumentar ligeiramente em 2001, para depois diminuírem 0.4 p.p. até 2004. A despesa de capital deverá também registar uma inflexão idêntica à da despesa corrente primária, aumentando 2.1 p.p. do PIB de 1995 a 2000, para depois diminuir 0.5 p.p. até 2004. De acordo com as previsões da Comissão Europeia, o padrão de consolidação até 2001 não difere do observado no período 1995-1999 (gráficos 2A, 2B e 2C). Por outro lado, a confirmarem-se as previsões da Comissão Europeia sobre receitas fiscais, em 2001, Portugal teria uma carga fiscal em tendência ascendente, em contraste com a evolução prevista para os restantes países da coesão (gráfico 3).

A política orçamental deverá assim assentar na contenção das despesas primárias com implicações sobre o crescimento dos efectivos da função pública e os aumentos salariais possíveis. Nestas condições será possível garantir a trajectória descendente do défice sem penalizar excessivamente o investimento e/ou aumentar impostos. Esta reorientação da política implicará dificuldades acrescidas na execução orçamental dos próximos anos, mas é uma condição necessária para o crescimento sustentado da economia portuguesa no médio e longo prazos.

Gráfico 2A
VARIACÃO DO SALDO PRIMÁRIO AJUSTADO (1995-1999)

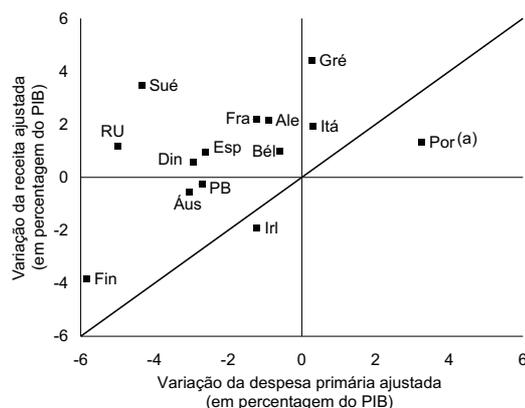


Gráfico 2B
VARIACÃO DO SALDO PRIMÁRIO AJUSTADO (1999-2001)

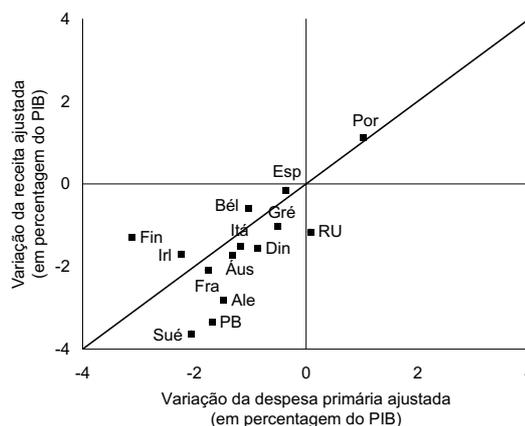
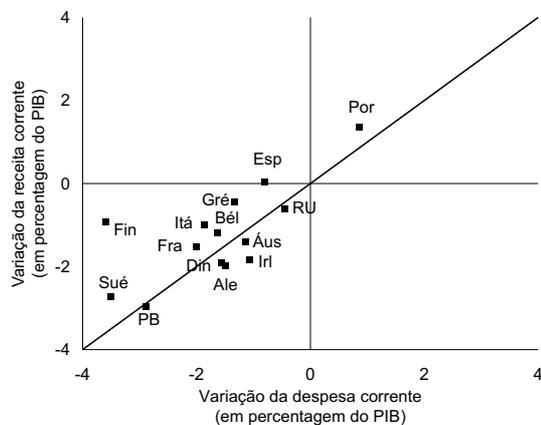
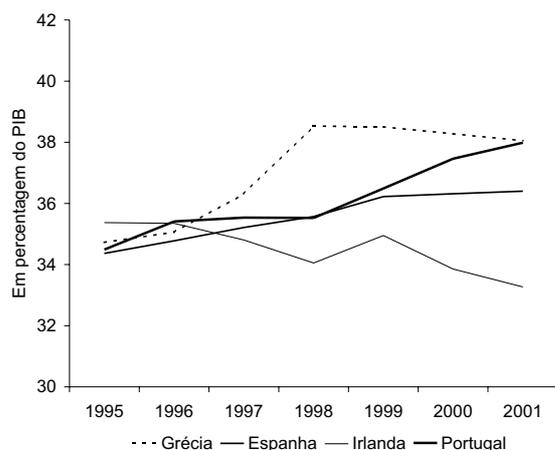


Gráfico 2C
VARIACÃO DO SALDO CORRENTE (1999-2001)



Fonte: Comissão Europeia, Primavera 2000.
Nota: (a) Estimativas do Banco de Portugal.

Gráfico 3
CARGA FISCAL NOS PAÍSES DA COESÃO^(a)



Fonte: Comissão Europeia, Primavera 2000, e Banco de Portugal.

Nota

- (a) O conceito de carga fiscal inclui as receitas dos impostos sobre o rendimento e património, dos impostos sobre bens e serviços, das contribuições sociais e dos impostos sobre o capital.

9. PREVISÕES PARA 2000

Para o ano de 2000, o Banco de Portugal prevê que a taxa de crescimento real do produto em Portugal se situe, em termos médios, no intervalo 2¾ a 3¼ por cento (quadro 9.1)⁽³⁸⁾, aproximadamente igual à estimada para 1999. Esta evolução resultará, no entanto, de uma composição do crescimento da procura externa e interna mais equilibrada do que no passado recente. Um enquadramento internacional claramente mais favorável proporcionará uma forte expansão da procura externa dirigida às exportações nacionais, ao passo que o início da dissipação dos efeitos das descida das taxas de juro do passado, acompanhada da sua ligeira inversão recente e dos níveis elevados de endividamento já atingidos, cria condições para um menor

crescimento da procura interna em 2000. Admite-se que o consumo público crescerá menos do que nos últimos anos e, contrariamente a 1999, a uma taxa inferior à taxa de crescimento do PIB, contribuindo também para a desaceleração da procura interna. O volume de importações deverá abrandar ligeiramente, devido à desaceleração de algumas componentes da procura interna com elevado conteúdo importado. Em suma, a expansão das exportações de bens e serviços deverá compensar a redução esperada na procura interna, reduzindo para cerca de metade o contributo negativo das exportações líquidas para o crescimento do produto (-2.2 por cento em 1999). Em termos de avaliação de riscos, a informação disponível aponta, embora de uma forma ligeira, para uma maior probabilidade de o crescimento do produto se situar na metade superior do intervalo.

Prevê-se que, em 2000, o consumo privado dos residentes cresça, em termos reais, entre 3¼ e 3¾ por cento. Deste modo, o consumo privado deverá manter em 2000 um crescimento elevado e acima da taxa de crescimento do produto, embora em abrandamento face aos dois anos anteriores. Apesar de se prever uma aceleração do rendimento disponível real dos particulares, este deverá conti-

(38) As projecções apresentadas para o ano corrente têm subjacente as seguintes hipóteses técnicas: as taxas de juro de curto prazo e as taxas de câmbio foram mantidas fixas no horizonte de previsão do exercício e iguais à média das taxas observadas nas duas semanas que terminaram em 17 de Março, para o caso das taxas de juro, e em 22 de Março, para o caso das taxas de câmbio. No que se refere à procura externa dirigida às exportações portuguesas, consideraram-se as previsões mais recentes para o conjunto dos nossos principais parceiros comerciais.

Quadro 9.1

PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICOS

Taxas de variação em percentagem

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

nuar, tal como nos últimos anos, a crescer a uma taxa inferior à do consumo, implicando uma nova redução da taxa de poupança das famílias em cerca de ½ ponto percentual. Os níveis historicamente baixos das taxas de juro bancárias, não obstante a ligeira inflexão nos meses recentes, e os níveis elevados dos indicadores de confiança dos consumidores continuam a explicar o forte crescimento do consumo e a redução da taxa de poupança. Porém, a dissipação progressiva dos efeitos do ajustamento ao novo regime de taxas de inflação e taxas de juro mais baixas, resultantes da participação portuguesa na área do euro, justifica o perfil de desaceleração do consumo que se projecta para 2000. Adicionalmente, dados os níveis de endividamento entretanto atingidos, é previsível que as famílias não mantenham um ritmo de aumento do endividamento para financiar um crescimento da sua despesa tão forte como em 1998 e 1999.

A FBCF deverá apresentar um crescimento, em volume, no intervalo de 3¾ e 4¾ por cento, cerca de 1 p.p. abaixo do estimado para 1999. Esta evolução reflecte, em parte, a desaceleração prevista para o segmento da FBCF em habitação, após os dois anos precedentes em que registou uma elevada expansão. Os factores que justificam esta previsão de desaceleração são muito similares aos que foram acima referidos a propósito do abrandamento do consumo privado: a dissipação gradual dos efeitos das reduções de taxas de juro, o nível de endividamento já atingido e a dificuldade de manter o mesmo ritmo de aumento do endividamento no futuro, que seria necessário para financiar uma

taxa elevada de crescimento do investimento. Adicionalmente, admitiu-se para 2000 uma desaceleração da FBCF da responsabilidade directa das administrações públicas, que deverá ficar abaixo dos valores implícitos no Orçamento Geral do Estado, conforme referido na secção anterior.

Para 2000 projecta-se um crescimento das exportações de bens e serviços entre 7½ e 8½ por cento, em forte aceleração face ao valor estimado para 1999 (4.6 por cento). As projecções de todas as organizações internacionais apontam para um enquadramento internacional muito mais favorável em 2000, prevendo-se que a actividade económica, da área do euro e mundial, registre uma significativa aceleração. Em linha com este cenário internacional, prevê-se um aumento significativo da procura externa de bens dirigida às exportações portuguesas de mercadorias. Espera-se também uma recuperação do crescimento das exportações de serviços de turismo, em linha com o crescimento médio dos últimos dois anos, dissipados os efeitos que afectaram a taxa de crescimento em 1999.

As importações de bens e serviços, em 2000, deverão registar um ligeiro abrandamento face ao ano anterior, estimando-se que o seu crescimento venha a situar-se no intervalo entre 8 e 9 por cento (9 por cento em 1999). Esta evolução reflecte a desaceleração da procura interna, em particular no consumo dos bens duradouros, cujo efeito sobre as importações não deverá ser compensado pelo maior dinamismo das exportações.

Em resultado da previsão de crescimento dos volumes de importações e exportações, e duma perspectiva de deterioração dos termos de troca, o défice agregado da balança corrente e de capital deverá continuar a aumentar em 2000, devendo situar-se entre 8½ e 9½ por cento do PIB (6.6 por cento em 1999). A deterioração dos termos de troca, que explica mais de metade do alargamento do défice da balança, reflecte quase exclusivamente o aumento do preço do petróleo em moeda nacional (isto é, o aumento do preço do petróleo em dólares e depreciação do euro face ao dólar).

10. CONCLUSÃO

Verificou-se um abrandamento da actividade económica, em 1999, generalizado a todas as componentes da procura global, à excepção do consumo público. Para 2000 prevê-se um crescimento real do produto semelhante ao estimado para 1999, mas reflectindo uma significativa recomposição, com a continuação da desaceleração da procura interna e uma forte aceleração das exportações.

O comportamento recente da procura interna privada, consumo e investimento, traduz, no essencial, o estímulo à despesa resultante da forte redução das taxas de juro ocorrida nos anos anteriores, num contexto de aproximação aos níveis mais baixos dos países que constituem, desde Janeiro de 1999, a área do euro. Os efeitos da redução das taxas de juro sobre a despesa terão sido potenciados por aquela redução ser encarada, em grande parte, como irreversível, associada à mudança para um regime macroeconómico caracterizado por estabilidade de preços. De forma equivalente, a redução das taxas de juro levou a um aumento substancial do grau de endividamento das famílias e empresas observado nos últimos anos e permitiu financiar crescimentos muito elevados de consumo e investimento privados. Note-se que, apesar da desaceleração em curso, observada em 1999 e prevista para 2000, o investimento e, sobretudo, o consumo privado continuam a crescer a ritmos superiores ao PIB, sendo por isso de esperar que em 2000 se mantenha a tendência recente, embora de uma forma amortecida, de subida dos rácios de endividamento de famílias e empresas.

Não é desejável que a economia portuguesa continue a apresentar um dinamismo da procura interna comparável ao do período recente, porque isso levaria a atingir a prazo níveis de endividamento insustentáveis que implicariam uma excessiva vulnerabilidade a choques internos ou externos.

Em suma, a procura interna deverá prosseguir a sua desaceleração. Se isso não ocorrer no futuro próximo, existirá o risco de o maior crescimento no curto prazo vir a implicar, no médio prazo, ajustamentos acentuados e prolongados da economia portuguesa.

O efeito da desaceleração prevista da procura interna, privada e pública, sobre os níveis de crescimento real do produto serão tanto menos acentuados quanto maior for o dinamismo das expor-

tações. As previsões de evolução da procura externa actualmente disponíveis para os próximos anos são bastante favoráveis, constituindo por isso o quadro adequado para que sejam suavizados os efeitos da desaceleração da procura interna. Neste contexto, um elemento muito importante para facilitar o reequilíbrio da balança corrente e a recomposição do crescimento do produto a favor das exportações será o funcionamento eficiente do mercado de trabalho português. Após as fortes subidas dos salários reais e dos custos unitários de trabalho relativos observadas no passado recente, é necessário que a partir deste ano se verifique grande moderação salarial, por forma a assegurar uma evolução favorável dos custos de trabalho por unidade produzida na economia portuguesa, por comparação com o que acontece nos nossos parceiros. Só um incremento da produtividade possibilitará subidas salariais compatíveis com ganhos de quota das exportações portuguesas e com a contenção do aumento do grau de penetração das importações no mercado doméstico. Contribuir-se-á assim para a redução das necessidades de financiamento externo e para compensar os efeitos da desaceleração da procura interna na taxa de crescimento do produto. Neste contexto, caso a moderação salarial não tenha lugar, a competitividade será posta em causa e, previsivelmente, o desemprego poderá aumentar.

Na presente situação, em que as políticas monetária e cambial são conduzidas pelo Eurosistema tendo em atenção as condições económicas para a área do euro como um todo, o processo de ajustamento da economia portuguesa deverá ser ajudado pela política orçamental. A continuação do esforço de redução do défice público e, em particular, a moderação do crescimento da despesa pública serão contributos importantes para apoiar a desaceleração da procura interna. Tal implicará quebrar a tendência observada nos últimos anos de elevado crescimento da despesa primária corrente.

Em resumo, a moderação salarial e a continuação da consolidação orçamental constituem duas condições para a sustentabilidade do crescimento da economia portuguesa.

Acabado de redigir com informação disponível até 27 de Abril de 2000.

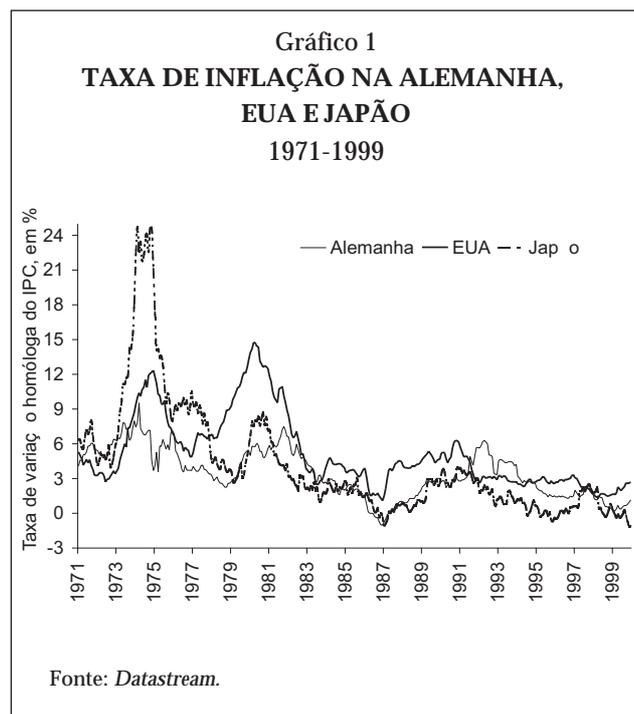
REGRAS DE TAYLOR*

Fernando Martins**

1. INTRODUÇÃO

Partindo do artigo pioneiro de Taylor (1993), um vasto conjunto de literatura tem procurado identificar as características da política monetária que prevaleceram ao longo das duas últimas décadas — um período em que as autoridades monetárias se revelaram bastante eficazes na redução da inflação (gráfico 1). A abordagem convencional neste tipo de literatura consiste na estimação de funções de reacção da autoridade monetária (a Reserva Federal, na maioria dos casos) em que uma taxa de juro nominal de referência é ajustada em resposta a desvios da inflação (verificada ou esperada) e do produto face aos respectivos objectivos. Estas funções de reacção, usualmente designadas por regras de Taylor, são compatíveis com um conjunto de princípios normativos avançado na literatura para as regras de política monetária óptimas.

Dado o papel de destaque assumido pelas regras de Taylor no debate recente sobre política monetária, este artigo apresenta uma resenha da literatura empírica sobre o tema, focando sucintamente as eventuais vantagens, assim como as dificuldades operacionais e limitações associadas à utilização de um instrumento de análise deste tipo. Na secção 2, a regra de Taylor é enquadrada no âmbito da literatura sobre política monetária, sendo apresentados alguns resultados empíricos. As principais questões de carácter operacional e li-



mitações associadas à utilização da regra são discutidas na secção 3. Finalmente, a secção 4 conclui, argumentando que, não obstante as limitações identificadas, as regras de Taylor poderão constituir um elemento útil de análise no debate sobre política monetária.

2. REGRAS DE TAYLOR: ENQUADRAMENTO TEÓRICO E APLICAÇÕES EMPÍRICAS

2.1 Enquadramento teórico

A subida acentuada das taxas de inflação em diversos países industrializados durante a década de 70 — o chamado período da “Grande Inflação” — tem motivado, de forma directa ou indirecta, uma grande parte da investigação no domínio da economia monetária. Os trabalhos pioneiros de

* Departamento de Estudos Económicos

** As opiniões expressas neste artigo são da inteira responsabilidade do autor e não coincidem necessariamente com a posição do Banco de Portugal. O autor agradece a Marta Abreu, Carlos Robalo Marques, Pedro Teles, José A. Ferreira e Maximiano Pinheiro os comentários que muito beneficiaram este trabalho. Todos os erros são da exclusiva responsabilidade do autor.

Kydland e Prescott (1977) e de Barro e Gordon (1983) mostraram que, se as autoridades monetárias tiverem incentivos para expandir o produto (reduzir o desemprego) acima (abaixo) do seu nível de equilíbrio, a política discricionária terá um enviesamento no sentido de uma inflação excessiva (o chamado “*inflation bias*”)⁽¹⁾. Neste sentido, estes autores defenderam uma reforma das instituições monetárias, como forma de evitar que a inflação voltasse a atingir os valores registados nos anos 70. Um exemplo dessas reformas seria a criação, por via legislativa, de um banco central independente, com capacidade de controlo sobre os instrumentos de política monetária, e tendo como mandato explícito a manutenção da estabilidade de preços.

Nos anos mais recentes tem-se assistido a um aumento do interesse sobre a forma de condução da política monetária e, em particular, do papel das regras de política monetária. Diversas razões parecem ter justificado esta tendência, nomeadamente, o facto de, desde os finais dos anos 80, um vasto conjunto de literatura apontar no sentido de a política monetária influenciar significativamente o desempenho da actividade económica no curto prazo. Na maioria destes trabalhos, a rigidez temporária dos preços é a fricção de base que explica a não-neutralidade da política monetária. Esta literatura procura identificar regras de política monetária simples que permitam reduzir a probabilidade de ocorrência de choques inflacionistas semelhantes aos dos anos 70. Entre estas regras, as que tentam modelizar o modo como a autoridade monetária faz variar o instrumento de política monetária (normalmente, uma taxa de juro de curto prazo) têm assumido particular proeminência. Estas regras passaram a designar-se por “regras de Tay-

lor” na sequência do artigo pioneiro de John Taylor publicado em 1993. A regra original de Taylor tinha a seguinte forma:

$$i_{TAYLOR} = r^* + \pi_t + \gamma(\pi_t - \pi^*) + \phi x_t \quad (1)$$

ou, de forma equivalente, com $\beta = 1 + \gamma e \theta = r^* + (1 - \beta)\pi^*$:

$$i_{TAYLOR} = \theta + \beta\pi_t + \phi x_t \quad (1a)$$

onde i_{TAYLOR} é a taxa de juro alvo proposta pela regra, π_t a taxa de inflação média nos últimos quatro trimestres (medida pelo deflator do PIB), π^* o objectivo para a taxa de inflação, x_t o hiato do produto (definido como o desvio do produto em relação ao produto potencial, em percentagem do produto potencial) e r^* a taxa de juro real de equilíbrio. Todas as variáveis encontram-se definidas em níveis. Note-se que se $\beta > 1$ e $\phi > 0$, a taxa de juro real ajusta-se de modo a estabilizar a inflação e o produto; se $\beta < 1$, alguma inflação é acomodada. Neste último caso, a variação da taxa de juro nominal não é suficiente para provocar uma variação no mesmo sentido da taxa de juro real. O mesmo tipo de raciocínio aplica-se em relação a ϕ , que deverá ser não negativo para a regra ser estabilizadora. Este tipo de análise contrasta de alguma forma, por exemplo, com a dos chamados modelos de participação limitada (veja-se Caixa).

O principal contributo do trabalho de Taylor foi a distinção entre os elementos normativos e positivos. A nível normativo, formulações aproximadas (e por vezes exactas) da regra de Taylor são óptimas para uma autoridade monetária com uma função de perda quadrática nos desvios da inflação e do produto em relação aos respectivos objectivos, num contexto de modelos de equilíbrio geral com rigidez de preços [veja-se, por exemplo, Ball (1997)]⁽²⁾. Em particular, a regra preceitua que, em resposta a uma subida da taxa de inflação, a taxa de juro nominal ajusta-se o suficiente por forma a aumentar a taxa de juro real⁽³⁾. A nível positivo,

(1) Christiano e Gust (1999) sustentam que as teorias de Barro e Gordon terão perdido alguma da sua influência nos últimos anos porque a evidência não as corroborou. Nos Estados Unidos, e na ausência de qualquer reforma institucional, a partir do início dos anos 80, assistiu-se a uma queda sustentada da inflação, três anos antes da taxa de desemprego ter começado a diminuir de níveis historicamente elevados. Entre 1980 e 1983, a taxa de inflação nos Estados Unidos diminuiu de 13.5 para 3.2 por cento, enquanto, no mesmo período, a taxa de desemprego aumentou de 7.2 para 9.7 por cento – o valor mais elevado registado na segunda metade do século. O mesmo tipo de fenómeno sucedeu na Europa e noutros países. Ou seja, a inflação terá começado a baixar, quando o incentivo para inflacionar a economia era mais elevado.

(2) Na maior parte dos modelos, uma *regra de política monetária óptima* é definida como aquela que minimiza a soma ponderada das variâncias do produto e da inflação, com os ponderadores a serem determinados pelas preferências dos decisores políticos. Uma *regra eficiente* é aquela que, dados os ponderadores, se torna óptima ou, de outro modo, coloca a economia na fronteira definida pelas variâncias do produto e da inflação.

Caixa - REGRAS DE TAYLOR NO CONTEXTO DE MODELOS DE PARTICIPAÇÃO LIMITADA

A maioria dos trabalhos publicados neste domínio avaliam as regras de política monetária no contexto de modelos do tipo IS-LM com expectativas racionais e preços rígidos. Em alternativa à abordagem convencional, Christiano e Gust (1999) estudam o desempenho das regras de Taylor no âmbito dos chamados modelos de participação limitada [veja-se Christiano (1991)]. Os modelos de participação limitada diferem dos habitualmente utilizados em dois aspectos essenciais. Por um lado, é uma fricção no mercado de crédito que implica a não-neutralidade da política monetária; e, por outro, a transmissão das expectativas de inflação ao produto é diferente da admitida nos modelos tradicionais. Um aumento auto-sustentado das expectativas de inflação tem um efeito depressivo sobre a actividade económica, enquanto nos modelos convencionais o efeito é expansionista.

Seguindo a tradição IS/LM, nos modelos convencionais, um aumento da inflação esperada reduz a taxa de juro real, estimulando as componentes da procura agregada sensíveis à taxa de juro. Como tanto a inflação esperada como o hiato do produto aumentam, uma política monetária restritiva revela-se adequada, evitando que as expectativas de inflação se tornem auto-sustentadas. Logo, ϕ e β suficientemente grandes impedem que surjam equilíbrios nos quais as expectativas de inflação se auto-sustentem. Pelo contrário, nos modelos de participação limitada uma inflação esperada mais elevada, motiva uma substituição de activos financeiros por activos físicos, gerando escassez de moeda no sector financeiro e pressão para a subida das taxas de juro. Com um β pequeno, a autoridade monetária injecta a liquidez suficiente para moderar a subida das taxas de juro, o que conduz à subida da inflação que os agentes haviam antecipado. Assim, e em linha com a literatura convencional, um β elevado reduz a probabilidade das expectativas de inflação se auto-sustentarem. Por outro lado, há a considerar que a subida da taxa de juro que ocorre por via da expectativa de uma inflação mais alta tem um efeito recessivo sobre a economia. Deste modo, com um coeficiente ϕ suficientemente grande, a queda do hiato do produto pode compensar o efeito directo do aumento da inflação sobre a taxa de juro, tornando auto-sustentadas as expectativas de inflação. Christiano e Gust sustentam, deste modo, que a possibilidade de existirem equilíbrios com expectativas de inflação auto-sustentadas é eliminada quando a taxa de juro reage de forma agressiva à inflação e muito pouco (ou nada) ao hiato do produto.

Taylor demonstrou que com determinados valores para os parâmetros (os valores definidos por Taylor foram $\beta=1.5$, $\phi=0.5$, $\pi^*=2$ e $r^*=2^{(4)}$), a regra fornece uma descrição razoavelmente boa da política

monetária da Reserva Federal norte-americana entre 1987 e 1992 (o início deste período coincide com a entrada em funções do actual Presidente da Reserva Federal Alan Greenspan).

(3) Clarida, Galí e Gertler (1999) partem de uma função objectivo das autoridades monetárias que visa minimizar os desvios do produto (x_t) e da inflação (π_t) face aos valores de equilíbrio, sujeito a duas restrições: uma equação que relaciona inversamente o hiato do produto (x_t) com a taxa de juro real (curva IS); e outra equação que relaciona positivamente a inflação com o hiato do produto (curva de Philips). A solução deste problema produz a seguinte condição de optimalidade:

$$x_t = -(\lambda / \alpha)\pi_t$$

em que λ e α traduzem, respectivamente, o ganho em termos de inflação por unidade de produto (parâmetro da curva de Philips) e o peso do hiato do produto na função objectivo. Sempre que a inflação se encontre acima do objectivo ($\pi_t > 0$), o hiato do produto deverá reduzir-se (subindo a taxa de juro), sucedendo o inverso, quando a taxa de inflação é inferior ao objectivo definido.

2.2 Regra de Taylor e gradualismo da política monetária

O tipo de formulação originalmente proposta por Taylor não contempla a abordagem gradualista que parece caracterizar a actuação das autoridades monetárias em muitas situações (o chamado “*interest rate smoothing*”). Este problema pode ser

(4) Diversos estudos mostraram posteriormente que uma versão modificada da regra de Taylor original com um coeficiente ϕ superior teria melhores propriedades estabilizadoras, continuando a descrever bem o recente comportamento da política monetária [veja-se, por exemplo, Taylor (1999a)].

resolvido mediante um ajustamento parcial da taxa de juro (i_t) em relação ao objectivo definido pela regra (i_{TAYLOR}):

$$i_t = \rho i_{t-1} + (1 - \rho) i_{TAYLOR} \quad (2)$$

Com ρ a definir o grau de gradualismo da política monetária ($0 < \rho < 1$). Combinando (1a) e (2) obtém-se:

$$i_t = (1 - \rho)\theta + (1 - \rho)\beta\pi_t + (1 - \rho)\phi x_t + \rho i_{t-1} \quad (3)$$

Os valores estimados para o coeficiente de ajustamento (ρ) situam-se geralmente entre 0.6 e 0.8 para dados com periodicidade trimestral, e são próximos de 0.9 para dados mensais⁽⁵⁾.

Em diversos modelos, existe implicitamente um compromisso entre volatilidade das taxas de juro, por um lado, e volatilidade da inflação/produto, por outro. Ou seja, existe a possibilidade de estabilizar o produto e a inflação mediante regras de política muito agressivas, mas que induzem flutuações significativas nas taxas de juro. Para colmatar este problema, a função de perda das autoridades monetárias pode ser aumentada incluindo um termo de estabilização das taxas de juro:

$$L_t = (\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda x_t^2 + \nu(i_t - i_{t-1}), \text{ com } \lambda > 0 \text{ e } \nu > 0.$$

Sack e Wieland (1999) sustentam que a existência de gradualismo na política monetária é benéfico quando os agentes económicos têm um comportamento prospectivo, quando existem erros de medição associados a determinadas variáveis fundamentais ou quando alguns parâmetros estruturais relevantes não são conhecidos. Em modelos com expectativas prospectivas⁽⁶⁾, as regras do tipo (2) poderão ser mais adequadas na estabilização do produto e da inflação do que as regras sem ajustamento parcial. Com uma política suficientemente gradualista, os agentes esperam que um pequeno movimento inicial das taxas de juro seja se-

guido por movimentos adicionais na mesma direcção, o que aumenta o impacto da política monetária sobre o produto e a inflação, sem necessidade de grandes variações das taxas de juro. Por outro lado, os modelos admitem normalmente que os decisores políticos observam as variáveis económicas sem quaisquer erros de medição. Na prática, os dados económicos tendem a ser revistos por diversas vezes após a primeira divulgação. Assim, uma regra do tipo (2) pode moderar a resposta das taxas de juro à primeira divulgação de dados, quando estes estão ainda sujeitos a revisão. Por último, a incerteza relativamente aos parâmetros fundamentais da estrutura económica subjacente ao mecanismo de transmissão leva a que as autoridades prefiram adoptar uma atitude mais cautelosa, procedendo a ajustamentos graduais nas taxas de juro.

Outras explicações são avançadas na literatura para a preferência das autoridades monetárias em adoptarem uma política gradualista, como a preocupação em evitar reacções adversas dos mercados financeiros a alterações frequentes e em sentido oposto das taxas de juro oficiais, ou por questões ligadas à própria reputação da autoridade monetária [Goodhart (1995)].

2.3 Regras de Taylor e a orientação prospectiva da política monetária

As formulações (1) e (2) consideram apenas a inflação contemporânea, não tendo em conta a natureza essencialmente prospectiva da política monetária. Tendo isso em consideração, Clarida, Galí e Gertler [CGG, (1998)] procuram caracterizar a política monetária norte-americana desde 1960 com base numa versão prospectiva da regra de Taylor:

$$i_t = \theta + \beta E_t \pi_{t+1} + \phi x_t \quad (1b)$$

Tal como na regra não prospectiva (1), a magnitude dos parâmetros β e ϕ caracteriza a posição da política monetária, continuando a ser desejável que $\beta > 1$ e $\phi > 0$. Esta versão tem a vantagem de abarcar a regra de Taylor original como um caso particular. Com efeito, se a inflação e o hiato do produto contemporâneos forem suficientes para

(5) É possível demonstrar que num modelo descrito pela equação (3) o desfasamento médio de transmissão à taxa de juro de uma variação unitária da taxa de inflação é igual a $\rho / (1 - \rho)$. Neste contexto, um valor de 0.8 para ρ para dados trimestrais, equivale a um valor de 0.5 no caso de os dados serem anuais.

(6) Por oposição a expectativas formadas apenas por extrapolação do comportamento passado.

Quadro 1

VALORES ESTIMADOS PARA A FUNÇÃO DE REACÇÃO DO FED

Estimação GMM; desvios-padrão entre parêntesis

	β	φ	ρ
Pre-Volcker	0.8	0.44	0.75
1960:1 – 1979:2	(0.09)	(0.04)	(0.04)
Volcker-Greenspan	1.8	0.12	0.66
1979:3 – 1996:4	(0.19)	(0.13)	(0.04)

Fonte: Clarida, Galí e Gertler (1998).

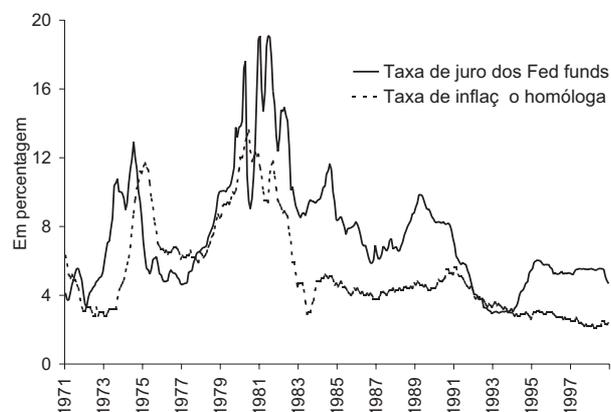
prever a inflação futura, então as duas formulações são equivalentes.

CGG concluem que a regra de Taylor, com a formulação sugerida, caracteriza bem a política monetária norte-americana entre 1979 e 1996 (i.e. os períodos em que os Presidentes da Reserva Federal foram Paul Volcker e Alan Greenspan). No período anterior (1960-79), o coeficiente β é inferior a 1 (quadro 1), sugerindo que a política monetária terá acomodado os aumentos na inflação esperada. Para o período Volcker-Greenspan, este valor é significativamente superior à unidade. Dado que, neste período, o coeficiente φ não é significativamente diferente de zero, o hiato do produto terá influenciado a função de reacção da Reserva Federal apenas enquanto predictor da taxa de inflação.

A alteração da orientação da política monetária da Reserva Federal a partir de 1979 é ilustrada no gráfico 2. Este mostra que a partir de meados de 1979 existe uma quebra na evolução da taxa de juro. Até 1979, a taxa de juro real ex-post foi por diversas vezes negativa ou nula. A partir de 1979, a taxa de juro real tornou-se positiva.

O mesmo tipo de resultados é obtido em Taylor (1999b). Neste trabalho são examinados diversos episódios da história da política monetária norte-americana, concluindo-se que o tipo de regra que caracteriza a política da Reserva Federal na chamada “era Greenspan” é bastante diferente daquela que define os períodos anteriores. Esta alteração de regra encontra-se associada a uma não menos significativa redução da flutuação do produto e da inflação nos Estados Unidos. O quadro 2 apresenta um

Gráfico 2
ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA
Taxa de inflação e taxa de juro
1971-1998



Fonte: Datastream.

Quadro 2

REGRAS DE POLÍTICA MONETÁRIA PARA A RESERVA FEDERAL

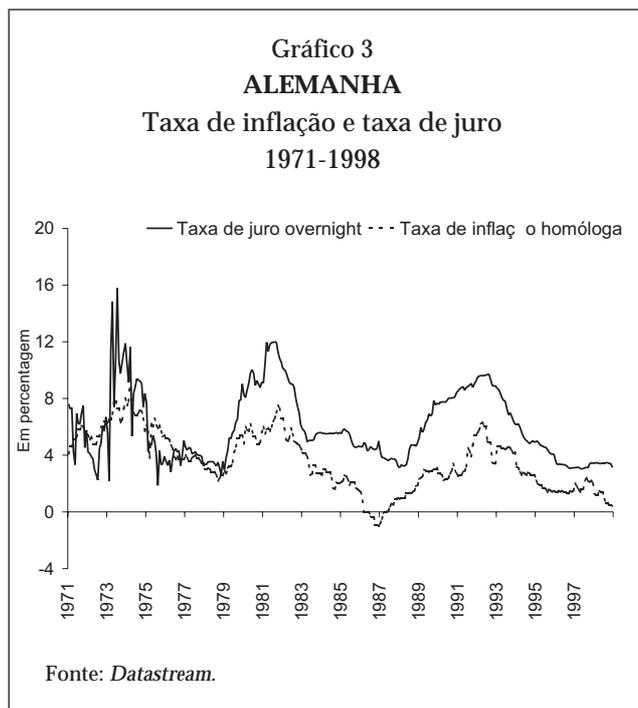
Estimação pelo método dos mínimos quadrados; estatísticas-t entre parêntesis

	Constante	β	φ
1960:1 – 1979:4	2.05 (6.34)	0.81 (12.9)	0.25 (4.93)
1987:1 – 1997:3	1.17 (2.35)	1.53 (9.71)	0.77 (8.22)
1954:1 – 1997:3	1.72 (5.15)	1.1 (15.1)	0.33 (3.16)

Fonte: Taylor (1999b).

exemplo numérico da dimensão desta inversão de comportamento da política monetária.

É interessante constatar que dois outros bancos centrais, o Bundesbank (gráfico 3) e o Banco do Japão, se comportaram de forma semelhante após 1979. CGG (1997) estimam a regra com a mesma especificação e obtêm resultados similares aos obtidos para a Reserva Federal no período Volcker-Greenspan (quadro 3). Este comportamento reflectiu-se num processo de desinflação a nível mundial a partir da década de 80.



Quadro 3

VALORES ESTIMADOS PARA A FUNÇÃO DE REACÇÃO DO BUNDESBANK (1979:3-1993:12) E DO BANCO DO JAPÃO (1979:4-1994:12)

Estimação GMM; desvios-padrão entre parêntesis

	β	φ	ρ
Bundesbank	1.31 (0.09)	0.25 (0.04)	0.91 (0.01)
Banco do Japão	2.04 (0.19)	0.08 (0.03)	0.93 (0.01)

Fonte: CGG (1997)

2.4 Problemas de informação na aplicação da regra de Taylor em tempo real

Um tipo de limitação associado à utilização das regras de Taylor para caracterizar historicamente a orientação da política monetária é analisada em Orphanides (1999). Orphanides defende que a validade das conclusões obtidas nos estudos referidos na secção anterior é fortemente ameaçada na medida em que estes são baseados em hipóteses

irrealistas para o conjunto de informação disponível às autoridades monetárias no momento de decisão. Em particular, as regras admitem que as autoridades possuem informação fidedigna acerca dos valores contemporâneos da inflação e do hiato do produto no momento em que determinam o nível das taxas de juro. No entanto, o hiato do produto⁽⁷⁾, sobretudo, é medido com uma considerável margem de erro, sendo frequentemente sujeito a revisões significativas.

O problema pode ser descrito analiticamente do seguinte modo. Seja e_t o erro na medição da verdadeira taxa de inflação (π^a) e f_t o erro na medição do verdadeiro hiato do produto (x^a):

$$\pi_t^a = \pi_t + e_t \tag{5}$$

$$x_t^a = x_t + f_t \tag{6}$$

Substituindo (5) e (6) em (1), obtém-se a regra de Taylor em função dos verdadeiros valores da inflação e do hiato do produto, assim como dos erros de medição:

$$i_{TAYLOR} = r^* + \pi_t^a + \gamma(\pi_t^a - \pi^*) + \phi x_t^a - [(1 + \gamma)e_t + \phi f_t] \tag{1c}$$

A equação (1c) é reveladora da verdadeira natureza do problema. A determinação do nível de taxas de juro com base na taxa de inflação ou no hiato do produto pode, em determinadas circunstâncias, conduzir a efeitos indesejáveis porque as autoridades não conhecem os verdadeiros valores destas duas variáveis. Assim, uma análise histórica da orientação da política monetária deverá ser realizada com base na informação disponível no momento de tomada de decisão.

Orphanides avalia o desempenho da economia norte-americana entre 1965 e 1993 à luz da regra de Taylor, mas com base em dados em tempo real. As séries definitivas e as séries em tempo real para a taxa de inflação apresentam diferenças que, na primeira metade da década de 70, ultrapassam frequentemente um ponto percentual. No entanto, quando comparado com o sucedido para o hiato

(7) A medição do hiato do produto apresenta geralmente dois tipos de problemas: um diz respeito à medição do próprio produto e o outro envolve o método de cálculo do produto potencial.

do produto, o erro de medida para a taxa de inflação pode ser considerado baixo. De facto, a série em tempo real do hiato do produto situa-se sistematicamente abaixo da série definitiva em todo o período amostral. Este facto é particularmente marcante na década de 70, quando a diferença entre as duas séries chega a atingir cerca de dez pontos percentuais. A conclusão porventura mais interessante do trabalho de Orphanides foi de que a formulação original da regra de Taylor descreve bastante bem o comportamento da Reserva Federal, não só nos últimos anos, mas também durante a década de 70 — o chamado período da “Grande Inflação” — quando é utilizada informação em tempo real. Deste modo, a aceleração da inflação nos anos 70 terá sido o resultado de uma política monetária excessivamente branda, que, em contraste com as conclusões dos trabalhos de Taylor, seguiu de perto uma regra de Taylor mas alicerçada em informação muito deficiente.

3. REGRAS DE TAYLOR: ASPECTOS OPERACIONAIS

Do ponto de vista operacional, a regra de Taylor encerra alguns aspectos que deverão ser tidos em conta. Um dos quais diz respeito à escolha dos valores a utilizar para os parâmetros β e ϕ . O quadro 4 apresenta os valores sugeridos por diferentes modelos para a economia norte-americana, sendo evidente que, embora os resultados não sejam qualitativamente muito distintos, as conclusões obtidas com cada modelo poderão ser quantitativamente bastante diferentes. Por outro lado, como decorre da equação (1), a regra de Taylor recomenda um objectivo para a taxa de juro nominal que depende de três variáveis (taxa de juro real de equilíbrio, valor-objectivo para a taxa de inflação e hiato do produto) determinadas com base num quadro de hipóteses. A utilidade informativa das regras de Taylor depende, assim, da sua robustez a pequenas variações nas hipóteses assumidas para estas variáveis.

3.1 Taxa de juro real de equilíbrio

Um dos elementos é a taxa de juro real de equilíbrio ou “taxa de juro real neutra”, ou seja, a taxa de juro compatível com uma situação em que a in-

Quadro 4

VALORES PARA OS PARÂMETROS β E ϕ DE ACORDO COM DIVERSOS MODELOS

	Desvio de inflação	Hiato do produto
	(β)	(ϕ)
Taylor (1993)	1.50	0.50
Taylor (1999a)	1.50	1.00
Ball (1997)	1.50	1.00
Christiano (1999)	3.00	0.50
Clarida, Galí e Gertler (1998) . .	1.80	0.12
Rotemberg e Woodford (1998) .	1.20	0.06

flação iguala o valor-objectivo definido pelas autoridades monetárias e o produto coincide com o produto potencial. A taxa de juro recomendada pela regra é bastante sensível às estimativas da taxa de juro real de equilíbrio: na ausência de gradualismo da política monetária, variações na taxa de juro real de equilíbrio têm um efeito de um para um sobre a taxa de juro proposta pela regra. Como não é directamente observável, a taxa de juro real de equilíbrio tem que ser estimada. De acordo com a regra de ouro da acumulação de capital, o produto marginal do capital (que em equilíbrio iguala a taxa de juro real) deverá ser superior à taxa de crescimento do produto (condição de eficiência dinâmica). Por exemplo, no caso da área do euro, as estimativas actuais para o produto potencial sugerem que a taxa de juro real de equilíbrio de longo prazo deverá ter como limite inferior um valor próximo de 2-2.5 por cento. No trabalho original de Taylor, a taxa de juro real de equilíbrio admitida para os Estados Unidos é constante e igual a 2.0 por cento; enquanto no modelo de CGG (1997) os valores admitidos são 3.5, 3.8 e 3.3 por cento, respectivamente, para os Estados Unidos, Alemanha e Japão. Normalmente, a estimação resulta da diferença entre duas médias, a de uma taxa de juro nominal controlável pela autoridade monetária e a taxa de inflação, com ambas as médias a serem calculadas para uma amostra extensa. A evidência mostra que os resultados podem variar bastante, dependendo do período da amostra, sendo que em determinados casos este pode abarcar diferentes regimes de política monetária.

No caso da área do euro, é provável que tenha ocorrido uma diminuição da taxa de juro real de equilíbrio com a criação da união monetária. Gerlach e Schnabel (1999) sugerem que a redução da taxa de juro real de equilíbrio foi mais acentuada naqueles países cujas moedas se depreciaram face ao marco ao longo dos últimos anos. No entanto, o valor apresentado por estes autores para a taxa de juro real de equilíbrio na área do euro (3.5 por cento) parece excessivo, dado que cobre um período muito alargado (1982-97) e pondera de igual modo os países grandes e pequenos⁽⁸⁾. Com base na evidência recolhida, o nível actual da taxa de juro real de equilíbrio parece situar-se em torno de 3.0 por cento — um valor próximo das estimativas obtidas com uma função de reacção para o Bundesbank para as duas últimas décadas e da média das taxas de juro reais do G7 nos últimos cinco anos.

É importante notar que o nível de taxa de juro real de equilíbrio é endógeno à credibilidade da autoridade monetária. Por exemplo, quanto mais credível o Banco Central Europeu (BCE) for na prossecução do objectivo de estabilidade de preços, menor será o prémio de risco associado à variabilidade da taxa de inflação e menor será a taxa de juro real de equilíbrio.

3.2 Valor-objectivo para a taxa de inflação

As regras de Taylor incorporam um valor-objectivo a atingir para a taxa de inflação no médio prazo que é constante em todo o período da análise. No entanto, os objectivos para a taxa de inflação raramente se mantiveram ao longo do horizonte temporal de análise: o objectivo presente para a taxa de inflação não é necessariamente igual ao de há 10 ou 20 anos atrás, estando dependente, por exemplo, das preferências das autoridades monetárias em cada momento, assim como do regime monetário prevalecente. Por exemplo, a es-

(8) O cálculo da taxa de juro real de equilíbrio para a área do euro com base na média das taxas de juro reais prevalecentes durante, por exemplo, as duas últimas décadas apresenta muito provavelmente um enviesamento para cima. De facto, ao longo deste período, assistiu-se a um processo de desinflação na área do euro, que pode ter levado a que as taxas de juro reais se apresentassem acima do seu nível de equilíbrio. Neste contexto, parece ser mais apropriado utilizar as taxas de juro passadas da Alemanha — um país caracterizado por uma elevada estabilidade macroeconómica nos últimos anos.

tratégia de política monetária do Eurosistema tem como objectivo primordial a manutenção da estabilidade de preços, sendo esta definida como um aumento anual do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor inferior a 2 por cento na área do euro.

Adicionalmente, há a notar que a regra de Taylor original utiliza como medida de inflação a variação percentual do deflator do PIB entre trimestres homólogos, enquanto CGG (1997) utilizam o índice de preços no consumidor (IPC), devendo, por isso, ser analisada a robustez das recomendações dadas pela regra a medidas de inflação alternativas. Kozicki (1999) analisa a robustez da regra de Taylor, utilizando quatro medidas de inflação alternativas - IPC, IPC tendencial, deflator do PIB e inflação esperada - concluindo que as recomendações sugeridas pela regra são pouco robustas entre as diversas medidas.

3.3 Hiato do produto

A inclusão do hiato do produto na regra coloca alguns tipos de problemas. Por não ser uma variável observável, o hiato do produto necessita de ser estimado, existindo por vezes disparidades significativas para as estimativas, em função do método de estimação utilizado. Por exemplo, as previsões da Comissão Europeia divulgadas em Abril último apresentam como estimativas para o hiato do produto na área do euro em 2000 -0.2% e -1.2%, consoante seja utilizado o filtro HP ou uma função de produção. Por outro lado, há ainda a notar que o próprio conceito de produto potencial, e como tal o de hiato do produto, não é consensual, existindo diferentes concepções ao nível da literatura.

Para efeitos da formulação da política monetária interessa sobretudo conhecer as estimativas do hiato do produto para os períodos mais próximos. Contudo, ou porque os valores recentes para o produto ainda têm carácter preliminar ou porque grande parte das técnicas de estimação, nomeadamente os métodos univariados, como o filtro HP, apresentam problemas no final da amostra, as estimativas para o hiato do produto contemporâneo são incertas. Smets (1998) conclui que, no âmbito das regras de Taylor, a incerteza na medição do hiato do produto reduz a resposta em relação à estimativa do hiato do produto comparativamente à

da taxa de inflação. Este facto pode em certa medida explicar porque razão a estimativa para o coeficiente associado ao hiato do produto na regra de Taylor é normalmente inferior ao que é considerado óptimo na generalidade da literatura.

4. COMENTÁRIOS FINAIS

A evidência mostra que as regras de Taylor descrevem razoavelmente bem o comportamento das principais autoridades monetárias, nomeadamente a Reserva Federal norte-americana e o Bundesbank, nas últimas duas décadas — um período em que a actuação da política monetária é geralmente considerada como tendo sido bastante bem sucedida na redução da inflação. Neste contexto, parece razoável argumentar que, mesmo em circunstâncias económicas diferentes, como as prevalentes actualmente na área do euro, uma regra de Taylor poderá constituir uma referência útil para o debate sobre política monetária.

Os aspectos operacionais e limitações focados neste artigo deverão estar presentes na análise das indicações sugeridas pela regra de Taylor, não devendo estas ser seguidas de forma mecânica, mas como um elemento adicional a ter em consideração. Note-se, neste contexto, que, para além das limitações de carácter conceptual e metodológico associadas com a utilização da regra, existem situações em que as decisões de política monetária são influenciadas por acontecimentos não directamente relacionados com a inflação ou com o hiato do produto. Veja-se o exemplo das três reduções sucessivas no objectivo para a taxa de juro dos *Fed funds* no segundo semestre de 1998, no contexto da crise financeira internacional. O seguinte excerto da minuta do FOMC de 29 de Setembro de 1998 é elucidativo a este respeito:

“(...) all the members endorsed a proposal calling for a slight easing in reserve markets to produce a decline of ¼ percentage point in the federal funds rate to an average of about 5¼ percent.(...) such action was desirable to cushion the likely adverse consequences of the global financial turmoil that had weakened foreign economies and of the tighter conditions in financial markets in the United States that had resulted in part from that turmoil. (...)”

REFERÊNCIAS

- Ball, L. (1997) “Efficient rules for monetary policy”, National Bureau of Economic Research, *Working Paper* 5952.
- Banque de France (1999) “Taux de taylor et taux de marché de la zone euro”, *Bulletin de la Banque de France*, Número 61, Janeiro.
- Barro, R. e Gordon, D. (1983) “Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy”, *Journal of Monetary Economics*, Número 12.
- Bernanke, B. e Blinder, A. (1992), “The federal funds rate and the channels of monetary transmission”, *The American Economic Review*, Setembro.
- Bernanke, B. e Mihov, I. (1996) “What does the Bundesbank target?”, National Bureau of Economic Research, *Working Paper* 5764.
- Buiter, W. (1981) “The superiority of contingent rules over fixed rules in models with rational expectations”, *Economic Journal*, Volume 91.
- Christiano, L. (1991) “Modeling the liquidity effect of a money shock”, Federal Reserve of Minneapolis, *Quarterly Review*, Inverno.
- Christiano, L. e Gust, C. (1999) “Taylor rules in a limited participation model”, mimeo.
- Clarida, R. e Gertler, M. (1996) “How the Bundesbank conducts monetary policy”, National Bureau of Economic Research, *Working Paper* 5581.
- Clarida, R., Galí, J e Gertler, M. (1997) “Monetary policy rules in practice: some international evidence”, Centre for Economic Policy Research, *Discussion Paper* 1750.
- Clarida, R. e Gertler, M. (1998) “Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory”, National Bureau of Economic Research, *Working Paper* 6442.
- Clarida, R., Galí, J e Gertler, M.. (1999) “The science of monetary policy: a new keynesian perspective”, Centre for Economic Policy Research, *Discussion Paper* 2139.
- Deutsche Bundesbank (1999) “Taylor interest rate and Monetary Conditions Index”, *Monthly Report*, Abril.
- Fuhrer, J. e Moore, G. (1995) “Monetary policy trade-offs and the correlation between nominal interest rates and real output”, *American Economic Review*, Número 85, Março.

- Gerlach, S. e Schnabel G. (1999) "The Taylor rule and average interest rates in EMU-11 area: a note", Banco de Pagamentos Internacionais, *mimeo*.
- Goodhart, C. (1995) "Why do the monetary authorities smooth interest rates?", European Monetary Policy, editado por Stefan Collignon, Association for the Monetary Union of Europe.
- Judd, J e Rudebusch G. (1998) "Taylor's rule and the Fed: 1970-1997", Federal Reserve Bank of San Francisco, *Economic Review*, Número 3.
- Kozicki, S. (1999) "How useful are Taylor rules for monetary policy?", Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review*, Volume 84, Número 2.
- Kydland, F. e Prescott, E. (1977) "Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans", *Journal of Political Economy*, Número 85.
- McCallum, B. (1988) "Robustness properties of a rule for monetary policy", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Volume 29.
- Murchison, S. e Siklos, P. (1997) "Central bank reaction functions in OECD economies: are they informative about the conduct of monetary policy?", *mimeo*.
- Orphanides, A. (1999) "The Quest for Prosperity Without Inflation", *Working Paper*, Federal Reserve Board.
- Peersman, G. e Smets, F. (1998) "The Taylor rule: a useful monetary policy guide for the ECB?", trabalho apresentado na conferência do Banco de Itália sobre "Monetary policy of the ESCB: strategic and implementation issues", levada a cabo em 6 e 7 de Julho de 1998.
- Rotemberg, J. e Woodford, M. (1998) "Interest-rate rules in an estimated sticky price model", *mimeo*.
- Sack, B. e Wieland, V. (1999) "Interest-rate smoothing and optimal monetary policy: a review of recent empirical evidence", Banco Central Europeu, *mimeo*.
- Smets, F. (1998) "Output gap uncertainty: does it matter for the Taylor rule?", Banco de Pagamentos Internacionais, *Working Papers*, Nº 60, Novembro.
- Taylor, J.B. (1993) "Discretion versus policy rules in practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Número 39.
- Taylor, J.B. (1999a) "The robustness and efficiency of monetary policy rules as guidelines for interest rate setting by the European Central Bank", *Journal of Monetary Economics*, Volume 43, Nº3, Junho.
- Taylor, J.B. (1999b) "A Historical Analysis of Monetary Policy Rules", *Monetary Policy Rules*, editado por J.B. Taylor. National Bureau of Economic Research.

QUANTIDADE *VERSUS* QUALIDADE: A CONTABILIDADE DO CRESCIMENTO NA IRLANDA*

*Miguel Lebre de Freitas***

1. INTRODUÇÃO

Estudos recentes sobre o desempenho da economia irlandesa têm dado pouca ênfase a comparações com outros países. Neste artigo procura-se colmatar essa lacuna, analisando o crescimento da Irlanda à luz das diferenças entre aquele país e os países ibéricos. Portugal e Espanha estão integrados no mesmo espaço económico que a Irlanda e têm um nível de desenvolvimento comparável. Não havendo diferenças significativas entre os regimes políticos e os sistemas económicos dos três países, talvez a comparação das políticas prosseguidas possa trazer alguma luz sobre as causas do progresso económico da Irlanda verificado nos últimos anos.

Na secção 2 quantifica-se o contributo dos factores produtivos e o crescimento da produtividade total nos três países. Essa análise permite-nos distinguir uma componente transitória no crescimento recente da Irlanda, relacionada com a convergência para o pleno emprego, e uma componente de longo prazo. Na secção 3 discute-se em que medida a componente transitória poderá estar relacionada com a mudança de postura da política orçamental adoptada na segunda metade dos anos 80. Na secção 4 o crescimento de longo prazo da Irlanda é analisado tendo em conta a opção pela abertura ao exterior com recurso ao capital estrangeiro adoptada no final dos anos 50 e a evolução verificada desde então nas infra-estruturas físicas, hu-

manas e institucionais. Na secção 5 apresentam-se as conclusões.

2. A CONTABILIDADE DO CRESCIMENTO

A Irlanda tem vindo a crescer mais depressa do que os países ibéricos desde a primeira crise do petróleo (quadro 1). Entre 1974 e 1998 a taxa de crescimento média na Irlanda foi da ordem dos 4.8 por cento, contra 3.5 por cento em Portugal e 2.6 por cento em Espanha⁽¹⁾. Nos três países, o crescimento foi impulsionado pelas exportações, que progrediram no mesmo período à taxa média de 10.1 por cento, 5.9 por cento e 7.0 por cento, respectivamente. Na Irlanda o crescimento acelerou significativamente no sub-período 1994-98, tendo atingido uma taxa de crescimento em tendência da ordem dos 7.2 por cento ao ano.

No quadro 1, o crescimento do produto na Irlanda, Portugal e Espanha é confrontado com a acumulação dos factores trabalho e capital. Na interpretação, é importante ter em conta a forma como os dados estão definidos. Nomeadamente, na medida em que a quantidade de trabalho empregue é medida pelo número de trabalhadores e o *stock* de capital é estimado a partir de valores de investimento agregados, estas séries não captam diferenças ou alterações na qualidade dos factores. Por conseguinte, a evidência de que o *stock* de capital tem vindo a evoluir a taxas mais moderadas na Irlanda do que nos países ibéricos ao mesmo tempo que a produtividade do trabalho tem cresci-

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

** Universidade de Aveiro e Banco de Portugal. Este trabalho beneficiou de sugestões e comentários de Michael Casey, Isabel Horta Correia, Thorvaldur Gylfason, José Ferreira Machado, Maximiano Pinheiro e Daniel Traça.

(1) Salvo menção em contrário, os dados referidos neste artigo são da OCDE (1999b).

Quadro 1

PRODUTO, EMPREGO E STOCK DE CAPITAL				
Taxas de variação média anual				
	1964-73	1974-83	1984-93	1994-98
Irlanda				
PIB	4.6	3.7	4.7	7.2
Emprego	0.1	0.3	0.8	3.6
Stock de capital	1.4	3.3	2.7	3.1
Memo:				
Produtividade do trabalho..	4.5	3.4	3.9	3.4
Espanha				
PIB	6.2	2.5	2.7	2.5
Emprego	0.7	-0.6	0.6	1.1
Stock de capital	12.6	5.6	4.1	3.8
Memo:				
Produtividade do trabalho..	5.5	3.2	2.2	1.4
Portugal				
PIB	5.7	3.6	3.7	2.9
Emprego	0.9	0.6	0.9	0.7
Stock de capital	12.8	6.3	4.6	4.0
Memo:				
Produtividade do trabalho..	4.7	3.0	2.7	2.1

Fonte: OCDE (1996b) e Banco de Portugal. Todas as séries foram filtradas pelo HP. As séries do *stock* de capital da Irlanda e Espanha incluem apenas o sector empresarial. A produtividade média do trabalho é medida pelo quociente entre o produto e o emprego, sendo o primeiro avaliado a preços de mercado por não haver série comparável a custo de factores.

do mais depressa deverá, em larga medida, reflectir diferentes perfis na qualidade dos factores.

No quadro 2, o crescimento do produto per capita (rendimento, no caso da Irlanda) é decomposto em termos do contributo do trabalho, da intensidade de capital e resíduo de Solow. O exercício mostra que uma parte significativa do crescimento da Irlanda não é explicada pela simples acumulação de factores. Entre 1974 e 1998, o resíduo de Solow naquele país foi da ordem dos 2.7 por cento, representando cerca de 56 por cento do crescimento⁽²⁾. Esse valor é muito significativo em termos in-

(2) Os resultados não diferem muito dos obtidos por Kenny (1996). Para o período de 1970-96, aquele autor obteve um resíduo médio de 2.4 por cento (59 por cento do crescimento), enquanto os nossos cálculos apontam para uma média de 2.8 por cento (60 por cento do crescimento). Se, tal como Kenny (1996), especificássemos uma quota do trabalho de 32 por cento o resíduo obtido na nossa amostra seria de 2.4 por cento (51 por cento do crescimento).

(3) De acordo com Gylfason (1999), o crescimento da produtividade total nos últimos 30 anos foi de 1.3 por cento ao ano (33 por cento do crescimento) em 7 países da OCDE e 1.2 por cento ao ano (13 por cento do crescimento) no Sudeste Asiático.

Quadro 2

A CONTABILIDADE DO CRESCIMENTO EXÓGENO

Taxas de variação média anual				
	1964-73	1974-83	1984-93	1994-98
Irlanda				
Taxa de actividade.....	-0.7	0.1	0.4	2.2
Taxa de emprego	0.0	-1.1	0.3	0.6
Produtividade do trabalho.....	4.5	3.4	3.9	3.4
da qual:				
Contributo de K/L	0.6	1.5	1.0	-0.3
Residuo de Solow	3.8	2.0	2.9	3.7
Efeito rendimento de factores ..	-0.2	-0.8	-0.6	-0.7
Rendimento <i>per capita</i>	3.6	1.6	3.9	5.6
Espanha				
Taxa de actividade.....	-0.2	-0.3	0.9	0.7
Taxa de emprego	-0.2	-1.2	-0.6	0.2
Produtividade do trabalho.....	5.5	3.2	2.2	1.4
da qual:				
Contributo de K/L	6.2	3.2	1.8	1.4
Residuo de Solow	-0.7	-0.1	0.4	0.0
Produto <i>per capita</i>	5.1	1.6	2.5	2.4
Portugal				
Taxa de actividade.....	1.3	-0.2	0.7	0.9
Taxa de emprego	-0.2	-0.3	0.1	-0.3
Produtividade do trabalho.....	4.7	3.0	2.7	2.1
Da qual:				
Contributo de K/L	5.8	2.8	1.8	1.6
Residuo de Solow	-1.1	0.2	0.9	0.5
Produto <i>per capita</i>	5.8	2.4	3.5	2.8

Fonte: Valores obtidos com base em séries da OCDE (1999b) e Banco de Portugal, tomando taxas de crescimento em Y/N , A/N , L/A , Q/L , Y/Q e usando Q/L

$B K / L^1$, em que Y é o Rendimento Nacional, Q o Produto Interno, N a população total, A a população activa, L o nível de emprego, B a tecnologia e a quota do trabalho no rendimento nacional (nos casos de Espanha e Portugal não se fez a decomposição entre produto e rendimento). A taxa de emprego (L/A) mede a população empregada em percentagem da população activa. O resíduo de Solow B / B , obtido residualmente, mede a parte do crescimento da produtividade do trabalho que não é explicada pelo aumento da intensidade capitalística, reflectindo nomeadamente o progresso tecnológico e o aumento da qualidade dos factores. As quotas do trabalho usadas correspondem aos valores médios do período, isto é, 51 por cento para a Irlanda e Portugal e 48 por cento no caso da Espanha. As séries originais do produto, rendimento, emprego e *stock* de capital foram filtradas pelo HP.

ternacionais⁽³⁾. No mesmo período, o resíduo de Solow explica apenas 4 por cento do crescimento em Espanha e 16 por cento do crescimento em Portugal. O principal factor de crescimento nos países ibéricos tem sido a quantidade de capital (92 por cento na Espanha e 73 por cento em Portugal, con-

tra 31 por cento na Irlanda). Em suma, a evidência de longo prazo é de que existem diferenças qualitativas importantes entre os processos de crescimento experimentados pela Irlanda e pelos países ibéricos.

A decomposição efectuada no quadro 2 mostra também que a aceleração do crescimento na Irlanda em 1994-98 reflecte em larga medida uma maior utilização do factor trabalho. Devido ao aumento das taxas de actividade (2.2 por cento) e de emprego (0.6 por cento), entre 1994 e 1998 foi possível observar aumentos anuais do rendimento per capita da ordem dos 5.6 por cento enquanto a produtividade do trabalho crescia apenas a 3.4 por cento (ver também gráfico 1)⁽⁴⁾.

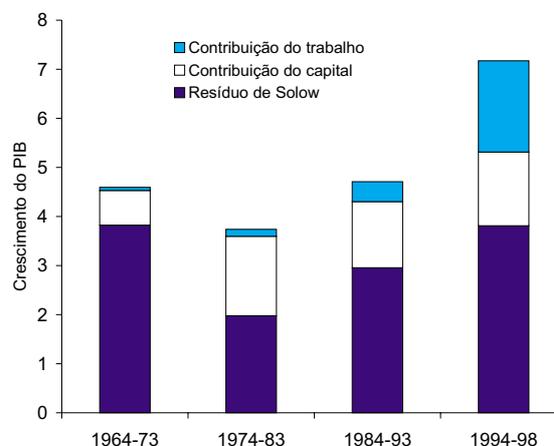
Esta evidência sugere que a aceleração do crescimento em 1994-1998 foi a manifestação de um processo de transição de um estado de sub-utilização dos recursos humanos existentes para um estado de maior utilização desses mesmos recursos⁽⁵⁾. Ao longo desse processo, o aumento da população activa (resultante de condições demográficas excepcionais e também de factores endógenos ao próprio crescimento)⁽⁶⁾ contribuiu para alargar a restrição de recursos da economia, mas à medida que o nível de actividade estabilizar e o desemprego for sendo eliminado, é de esperar que

(4) Devido à filtragem, a taxa de crescimento do emprego apresentada no quadro 2 é inferior à verificada. Usando valores efectivos, o crescimento do emprego em 1994-98 foi de 4.9 por cento ao ano (26.8 por cento no período), podendo ser decomposto em aumento da taxa de actividade (2.2 por cento), aumento da taxa de emprego (1.8 por cento) e aumento da população (0.8 por cento).

(5) Sobre o crescimento económico da Irlanda desde o início do século até ao início dos anos 90 e nomeadamente sobre causas da elevada emigração e baixa participação, veja-se Ó Gráda e O'Rourke (1995).

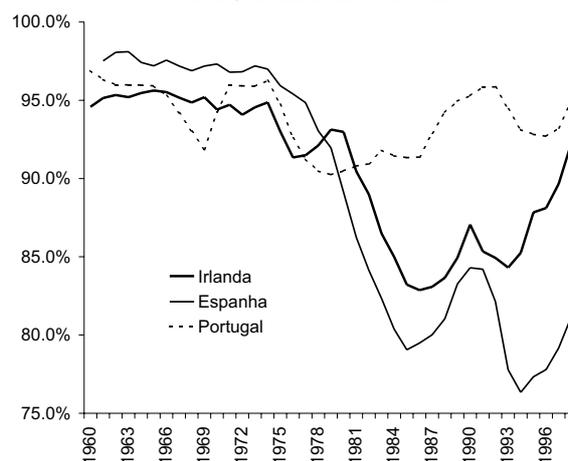
(6) O aumento da taxa de actividade verificado entre 1994 e 1998 (2.2 por cento ao ano) reflecte (i) o aumento do peso da população com idade de trabalhar (0.9 por cento ao ano), fruto de um *baby boom* tardio, com pico em 1980 e que, de acordo com a OCDE (1999a), deverá ter repercussões até 2011; (ii) uma maior participação, dentro da população com idade de trabalhar (1.3 por cento ao ano), devido ao aumento dos salários reais (ver Secção 3). Em particular, têm sido significativos o aumento da participação feminina (resultante também do processo de transformação cultural) e, mais recentemente, a inversão dos fluxos migratórios. Segundo a OCDE (1999a), o aumento da participação feminina deve desacelerar no futuro, mas manter-se até 2005.

Gráfico 1
IRLANDA: FACTORES DE CRESCIMENTO
E RESÍDUO DE SOLOW



Fonte: Quadro 2.

Gráfico 2
TAXA DE EMPREGO NA IRLANDA,
PORTUGAL E ESPANHA



Fonte: OCDE (1999b), população empregada em percentagem da população activa (sentido estrito).

a taxa de crescimento do produto retorne ao seu nível de longo prazo.

A observação de que taxas de crescimento da ordem das que se verificaram na Irlanda em 1994-98 só terão sido possíveis devido à existência de recursos humanos disponíveis permite qualificar a aceleração como transitória, mas obviamente não a explica. Por exemplo, na Espanha os recursos humanos não têm constituído uma restrição ao crescimento, mas os resultados obtidos em matéria de emprego têm sido significativamente diferentes dos da Irlanda (gráfico 2). Relativamente a Portu-

gal, os dados sugerem que o mercado de trabalho dificilmente teria alimentado um surto de crescimento semelhante ao que se verificou na Irlanda em 1994-98⁽⁷⁾.

Esta análise sugere-nos duas linhas de discussão:

- Por um lado, a aceleração do crescimento e a redução do desemprego nos anos 90 (componente transitória) indicia um papel relevante para a viragem da política económica efectuada em meados dos anos 80. Essa questão é discutida na Secção 3.
- Por outro lado, o crescimento da produtividade total ao longo dos últimos 40 anos (componente permanente) deve ser analisado à luz da estratégia de abertura prosseguida e das dotações infra-estruturais. Esses aspectos são discutidos na Secção 4.

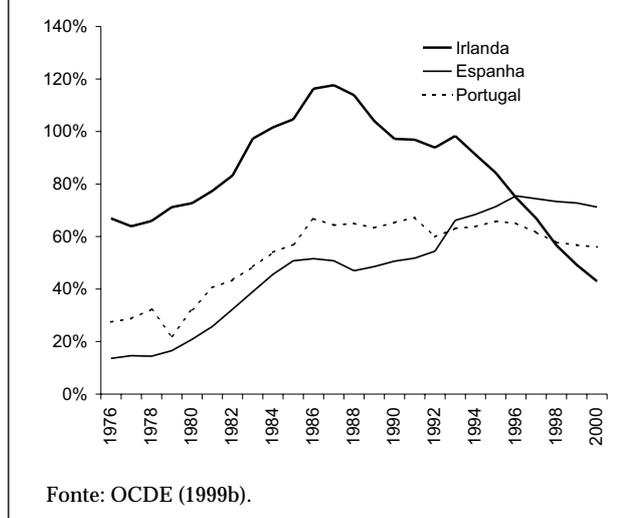
3. O CONTRIBUTO DA POLÍTICA ORÇAMENTAL

Nos anos 70, o recurso sistemático ao orçamento como forma de promover o emprego na Irlanda deu origem a um crescimento contínuo da dívida pública. Quando, em 1979, a Irlanda aderiu ao SME, a dívida pública directa atingia 71 por cento do PIB (contra 56 por cento em 1974) e a sua trajetória alimentava receios de instabilidade.

Durante a primeira metade dos anos 80, ao mesmo tempo que se procurava reduzir a inflação para validar a opção cambial, houve uma tentativa de saneamento das finanças públicas através do aumento das receitas. Entre 1979 e 1988 os impostos totais e as contribuições para a segurança social aumentaram de 30 por cento para 38 por cento do PIB. No entanto, a redução do défice foi pequena, devido aos elevados encargos com a dívida pública. Com o aumento da tributação, a economia es-

(7) A conclusão acima baseia-se na observação das taxas de emprego. Relativamente ao nível de actividade, em 1998 o quociente entre a população activa e a população com idade de trabalhar (dos 15 aos 64 anos) era 62 por cento na Espanha, 66 por cento na Irlanda, 67 por cento na França, 68 por cento em Portugal, 76 por cento no Reino Unido, 78 por cento nos Estados Unidos e Japão (OCDE, 1999b). Estes dados indiciam alguma margem de melhoria nos três países em análise, mas mantem-se a observação de que na Espanha o potencial de crescimento é maior.

Gráfico 3
DÍVIDA PÚBLICA BRUTA
Em percentagem do PIB



tagnou e a taxa de desemprego atingiu os 17 por cento, enquanto a dívida pública continuava a aumentar, atingindo 118 por cento do PIB em 1988⁽⁸⁾.

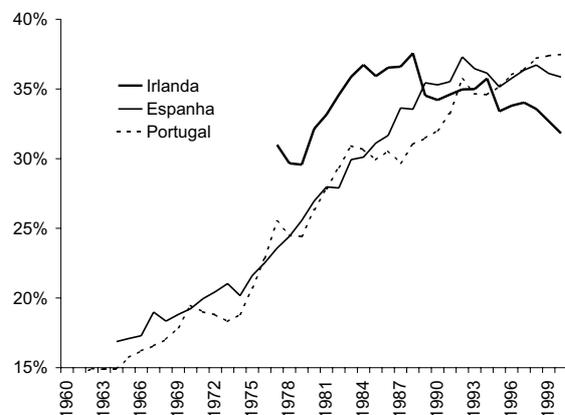
A partir de 1987, a crise financeira do Estado passou a ser combatida com cortes nas despesas. Entre 1987 e 1990 as despesas correntes tiveram uma queda cumulativa de 17 por cento em termos reais (Comissão Europeia, 1996)⁽⁹⁾. Em 1988, a dívida pública iniciou uma trajetória descendente e deverá baixar para cerca de 40 por cento do PIB no ano 2000.

Embora Portugal e Espanha também tenham efectuado ajustamentos orçamentais importantes, o realizado na Irlanda foi mais ambicioso. Não só porque a dívida inicial era relativamente mais elevada (gráfico 3), mas também porque o ajustamento contou com a contracção da despesa. Ao contrário do que se passou em Portugal e Espanha, na Irlanda foi possível conciliar a redução do défice

(8) O efeito recessivo provocado pelas elevadas taxas marginais de tributação praticadas em 1981-86 levou alguns autores a defender que, em lugar de uma tão rápida diminuição da inflação, teria sido preferível manter temporariamente o financiamento monetário dos défices, enquanto se preparava uma reforma fiscal (Dornbusch, 1989).

(9) De acordo com mesma fonte, a redução das despesas correntes entre 1987 e 1990 terá sido da ordem dos 8 por cento do PIB, dos quais 2.8 por cento em transferências correntes (de 16.9 por cento para 14.1 por cento), 2.0 por cento no consumo público (de 17.0 por cento para 15.0 por cento) e 1.4 por cento em juros da dívida pública (de 9.2 por cento para 7.8 por cento).

Gráfico 4
**IMPOSTOS TOTAIS E CONTRIBUIÇÕES
 PARA A SEGURANÇA SOCIAL**
 Em percentagem do PIB



Fonte: OCDE (1999b).

com a diminuição das taxas médias de tributação (gráfico 4).

O facto de a economia irlandesa se ter expandido na sequência de uma diminuição das despesas correntes do Estado foi interpretado por alguns autores como evidência de “contração orçamental expansionista” (Giavazzi e Pagano, 1990, McAleese, 1990). O argumento baseia-se na ideia de que a diminuição do consumo público induz os agentes privados a antecipar menos impostos no futuro e por conseguinte a aumentar a sua despesa, podendo esse aumento mais do que compensar a queda do consumo público. No entanto, Bradley e Whelan (1997) não encontraram suporte empírico para essa ideia.

Qualquer que tenha sido o impacto da política orçamental na procura, há efeitos do lado da oferta que permitem recuperar a ideia de “contração orçamental expansionista”. De facto, a um nível de tributação menor poderão estar associadas distorções menores e por conseguinte uma maior eficiência produtiva ao nível agregado⁽¹⁰⁾.

Uma dimensão onde a redução da carga fiscal terá tido efeitos significativos é o mercado de tra-

(10) Acresce que, tendo agora uma dívida pública inferior, a sua estabilização no futuro será compatível com uma combinação “carga fiscal-serviço público” potencialmente mais atractiva do que nos países ibéricos.

Quadro 3

**CONTRIBUIÇÕES PARA A SEGURANÇA SOCIAL
 E IMPOSTO SOBRE O RENDIMENTO PESSOAL
 LÍQUIDO DE TRANSFERÊNCIAS EM
 PERCENTAGEM DO CUSTO SALARIAL**

	1979	1985	1989	1991	1995	1997
Irlanda	33.9	42.4	40.6	39.8	36.9	33.9
Espanha	36.4	36.6	35.9	36.5	38.5	39.0
Portugal	28.1	34.9	33.9	33.2	33.7	33.9

Fonte: OCDE (1998b). Valores calculados com base no salário médio e no regime fiscal aplicável a um contribuinte solteiro.

balho. No quadro 3, apresenta-se a evolução dos impostos directos sobre o trabalho e das contribuições para a segurança social em percentagem dos custos salariais. Na Irlanda, a carga fiscal aumentou entre 1979 e 1985, voltando a baixar depois, até atingir em 1997 o nível de 1979. Na Espanha, a tendência tem sido crescente e em Portugal constante a partir de 1985.

Na Irlanda, a redução dos impostos sobre o rendimento e das contribuições para a segurança social passou a ser oferecida pelo Governo como contrapartida de moderação salarial, desde que a negociação colectiva passou a ser feita por concertação, em 1988. O exercício do quadro 4 revela que essa estratégia tem sido bem sucedida em baixar os custos de trabalho por unidade produzida e em, ao mesmo tempo, aumentar o poder de compra dos trabalhadores⁽¹¹⁾.

Num país onde historicamente a oferta de trabalho se tem revelado elástica, a diminuição da carga fiscal poderá ter desempenhado um papel importante na redução do desemprego estrutural⁽¹²⁾. De certa forma essa tese é sustentada pela elevada correlação (82 por cento) entre o número

(11) Tratando-se de valores médios, os dados do quadro 4 escondem alterações importantes verificadas na estrutura de tributação directa que, em conjugação com a política de transferências, terão também contribuído para reduzir os desincentivos à participação.

(12) A elevada elasticidade da oferta de trabalho na Irlanda está relacionada com a integração do mercado de trabalho daquele país com o do Reino Unido (ver, por exemplo, Honohan, 1992) e tem tido uma manifestação recente, que é a inversão dos fluxos migratórios. Com base em diferentes estimativas para (continua ...)

Quadro 4

CUSTO DO TRABALHO POR UNIDADE PRODUZIDA

Taxa de variação média anual

	1981-85	1986-90	1991-95	1996-97
Irlanda				
Produtividade do trabalho	4.0	3.6	3.5	4.3
Encargo real por trabalhador	2.0	1.7	3.1	3.0
Do qual:				
Impostos e contribuições				
sociais	2.8	-0.7	-1.1	-2.3
Salário real líquido	-1.0	2.4	3.8	6.3
Efeito dos preços relativos	0.2	0.1	0.4	-0.8
Custo real do trabalho por unidade produzida	-2.0	-1.8	-0.4	-1.3
Espanha				
Produtividade do trabalho	3.2	1.5	2.4	0.8
Encargo real por trabalhador	1.1	2.0	1.7	1.1
Do qual:				
Impostos e contribuições				
sociais	0.1	-0.1	0.7	0.4
Salário real líquido	0.5	2.8	0.8	0.3
Efeito dos preços relativos	0.5	-0.7	0.2	0.3
Custo real do trabalho por unidade produzida	-2.0	0.5	-0.6	0.3
Portugal				
Produtividade do trabalho	-0.2	3.0	3.1	2.2
Encargo real por trabalhador	-1.7	2.3	2.9	2.2
Do qual:				
Impostos e contribuições				
sociais	2.0	-0.4	0.0	0.2
Salário real líquido	-4.3	3.9	3.2	2.2
Efeito dos preços relativos	0.8	-1.1	-0.3	-0.1
Custo real do trabalho por unidade produzida	-1.5	-0.6	-0.1	0.0

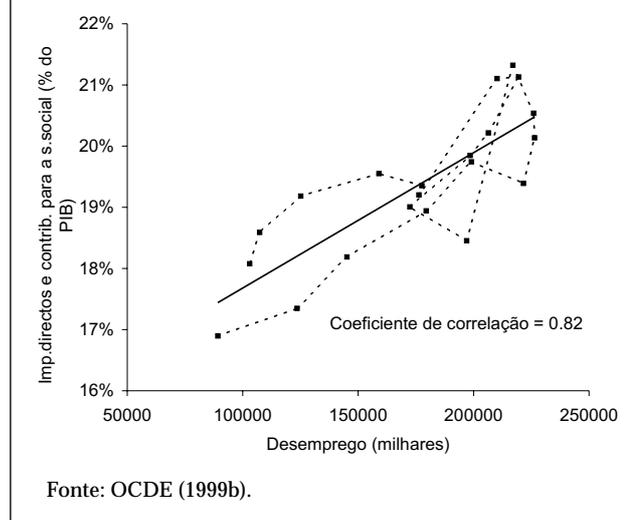
Fonte: Valores obtidos com base em séries da OCDE (1999b) e nos dados do quadro 3, tomando taxas de crescimento em $W/P / Q/L$ e substituindo W/P por W/W_N e W_N/P_C por P_C/P , onde W é o encargo nominal por trabalhador na empresa, L é o emprego, Q é o produto, P o deflador do produto, W_N é o salário líquido recebido pelo trabalhador e P_C o deflador do consumo. Os níveis de contribuição de 1980 e 1990 foram assumidos iguais ao de 1979 e à média de 1989-91, respectivamente. As séries do produto e respectivo deflador são a preços de mercado, por não haver dados comparáveis a custo de factores.

de desempregados e o nível de tributação directa verificada na Irlanda no período 1980-2000 (gráfico 5)⁽¹³⁾.

(...continuação)

as elasticidades da procura e oferta de trabalho, Walsh (1998) simulou o impacto da tributação directa na Irlanda e concluiu que os efeitos no emprego são potencialmente elevados.

Gráfico 5
IMPOSTOS DIRECTOS E DESEMPREGO IRLANDA

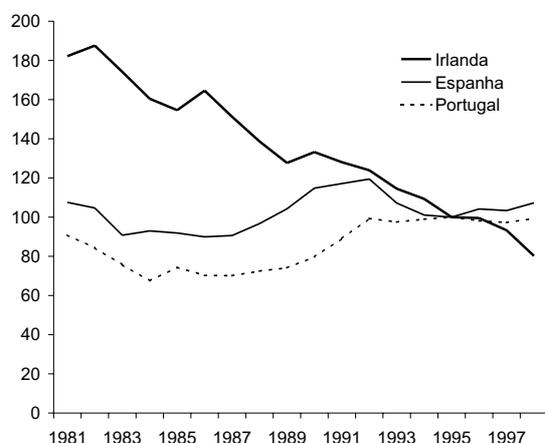


Na Espanha, os custos de trabalho por unidade produzida têm apresentado um padrão essencialmente constante e os aumentos verificados na carga fiscal têm-se reflectido numa estagnação do poder de compra dos trabalhadores. Às explicações que têm sido avançadas para o elevado desemprego na Espanha, nomeadamente o elevado poder negocial dos sindicatos (Bover *et al*, 1999) e a elevada protecção social praticada (Blanchard and Jimeno, 1995), parece poder juntar-se a observação de que a tributação do rendimento, ao criar distorções crescentes no mercado de trabalho, também não estará a contribuir para a eliminação do desemprego estrutural.

A acentuada diminuição dos custos de trabalho por unidade produzida na Irlanda tem-se reflectido positivamente na competitividade externa (gráfico 6), o que naturalmente contribui para explicar o recente surto de crescimento, liderado pelas exportações. No caso da Irlanda a melhoria da competitividade tem um efeito acrescido, pois as empresas multinacionais tendem a deslocar internacionalmente a produção para onde os custos laborais são mais baixos.

(13) Repare-se que, devido ao carácter pró-cíclico das receitas fiscais, a correlação esperada pela via cíclica seria negativa. Tendo-se verificado o contrário, a ilação de que a diminuição dos impostos terá tido um papel significativo na redução do desemprego sai, naturalmente, reforçada.

Gráfico 6
CUSTO DE TRABALHO POR
UNIDADE PRODUZIDA, INDÚSTRIA,
MOEDA COMUM (1995=100)



Fonte: OCDE (1999b).

4. A VANTAGEM DE SER EFICIENTE

A lógica de *input-output* subjacente à decomposição de Solow permite quantificar a importância do aumento da qualidade dos factores mas não aponta nenhuma direcção explicativa. Em alternativa, no quadro 5 propõe-se uma contabilidade do crescimento baseada no modelo AK. Embora sim-

ples, este modelo é suficientemente versátil para descrever o papel das várias fontes de crescimento identificadas pela chamada Teoria do Crescimento Endógeno⁽¹⁴⁾.

Os dados do quadro 5 sugerem que a expansão mais rápida da economia irlandesa tem resultado, não de uma taxa de poupança excepcional, mas de uma maior qualidade do capital, medida quer pela sua maior produtividade média quer pela sua menor depreciação económica.

Na interpretação, há que ter em conta que a eficiência na utilização do capital não depende apenas das externalidades associadas ao investimento em capital físico, mas também de questões de natureza política: estabilidade macro-económica, remoção de distorções, apoio à educação e à investigação, provisão de infra-estruturas, transparência e eficácia das leis e o desenvolvimento das instituições são aspectos que, condicionam não só o nível de investimento mas também o modo como os recursos económicos se conjugam entre si. E à luz da teoria, um nível de eficiência superior traduz-se, não só num rendimento *per capita* mais elevado, mas também em maiores taxas de crescimento no longo prazo.

(14) Por exemplo, o contributo da taxa de poupança, os ganhos dinâmicos associados à acumulação de capital, a importância do capital humano e os efeitos do peso do Estado na economia são analisados à luz do modelo AK em Barro e Sala-i-Martin (1995), capítulo 4.

Quadro 5

IRLANDA: A CONTABILIDADE DO CRESCIMENTO ENDÓGENO

	Irlanda				Espanha	Portugal
	1964-73	1974-83	1984-93	1994-98	1984-98	1984-98
Eficiência	0.37	0.44	0.47	0.59	0.51	0.36
Taxa de investimento	17.35	20.46	18.32	17.63	23.17	24.43
Depreciação económica do capital	1.92	5.21	3.85	3.31	9.20	5.33
Crescimento	4.59	3.74	4.71	7.17	2.66	3.40

Fonte: Valores calculados com base em séries da OCDE (1999b) e do Banco de Portugal, usando a equação de Harrod-Domar. Considerando uma relação linear entre o produto, Q , e o *stock* de capital, K , $Q = AK$, substituiu-se o nível de eficiência A na equação que descreve a dinâmica do produto $g = sA - \delta$, em que g é a taxa de crescimento do produto, s é a taxa de poupança total (interna e externa) e δ a taxa de depreciação económica do capital, obtida residualmente (o método segue Gylfason, 1999). As séries do PIB, Investimento Bruto e *Stock* de Capital foram filtradas pelo HP. As séries do *Stock* de Capital incluem apenas o sector privado, pelo que este exercício sobre-estima a qualidade do capital quando medida pelo nível de eficiência e subestima-a quando medida pela taxa de depreciação.

Uma primeira ilação resulta directamente da discussão anterior: na medida em que a recente diminuição dos impostos directos terá contribuído para aumentar a eficiência produtiva, o caso da Irlanda poderá vir a constituir uma ilustração da possibilidade de uma diminuição do peso do Estado na economia ter um impacto positivo no ritmo de crescimento económico⁽¹⁵⁾.

Numa perspectiva mais histórica, os dados do quadro 5 sugerem-nos duas linhas de discussão:

- Por um lado, poder-se-á questionar até que ponto o tipo de investimento realizado na Irlanda terá sido mais favorável ao aproveitamento de externalidades e benefícios dinâmicos do que o realizado nos países ibéricos. Essa questão é discutida na Secção 4.1.
- Por outro lado, importa averiguar se existem diferenças ao nível das infra-estruturas físicas, humanas e institucionais que justifiquem um padrão de crescimento divergente. Alguma evidência é apresentada na Secção 4.2.

4.1 A qualidade do investimento

No quadro 6 analisa-se a composição da formação bruta do capital fixo (FBCF) por natureza nos três países. Esta análise poderia ser reveladora se, por exemplo, a Irlanda demonstrasse uma maior propensão a investir em maquinaria do que os países ibéricos⁽¹⁶⁾. Não obstante o nível de agregação, não deixa de ser curioso observar que a Irlanda investe menos por unidade de produto, não só em termos agregados, mas também para cada uma das categorias especificadas.

(15) Esta ideia de “contracção orçamental expansionista” em versão dinâmica e do lado da oferta baseia-se em Barro e Sala-i-Martin, 1995, cap. 4.4. O aumento do peso do Estado na economia afecta o crescimento por duas vias: por uma lado, há uma distorção que cresce com o nível de tributação, diminuindo a eficiência média na utilização do capital. Por outro lado, uma maior provisão de bens públicos aumenta a eficiência agregada. Quando o peso do Estado na economia é muito grande, o primeiro efeito domina o segundo, pelo que nesse caso uma intervenção menor terá um impacto positivo no crescimento.

(16) De Long and Summers (1991), por exemplo, atribuem um grande poder explicativo ao investimento em equipamento enquanto promotor de crescimento.

Quadro 6
**FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL
FIXO POR NATUREZA**
Média de 1986-95, em percentagem do PIB

	Irlanda	Espanha	Portugal
Construção	9.3	14.4	13.0
Equipamento de transporte	2.9	2.1	4.1
Maquinaria	4.4	4.9	7.6
Outros	0.2	0.6	2.4
Total	16.7	22.0	27.1

Fonte: OCDE (1998a) e Banco de Portugal.

Quadro 7
FBCF POR SECTOR INSTITUCIONAL
Média de 1986-95, em percentagem do PIB

	Irlanda	Espanha	Portugal
Sector público. ...	2.3	3.9	3.6
Sector privado ...	14.4	18.1	23.5
Total	16.7	22.0	27.1

Fonte: OCDE (1998a) e Banco de Portugal.

Quadro 8
INVESTIMENTO DIRECTO ESTRANGEIRO
Em percentagem do PIB

	1975-84	1985-94	1995-98	Média
Milhões de dólares:				
Irlanda	220.1	577.5	2515.8	751.6
Espanha	1272.1	8269.5	7400.8	5209.1
Portugal	119.6	1337.2	1592.3	872.4
Em percentagem do PIB:				
Irlanda	1.5	1.3	3.5	1.7
Espanha	0.8	2.0	1.3	1.4
Portugal	0.5	2.0	1.5	1.3

Fonte: Cálculos efectuados a partir de séries do FMI – *International Financial Statistics*.

No quadro 7 analisa-se a composição da FBCF por agente institucional. Na medida em que o investimento na Irlanda foi menor nas duas categorias, pelo menos à primeira vista a eventual diferença de qualidade não será atribuível a um excesso de protagonismo por parte do Estado.

Um factor que tem sido apontado como determinante para o sucesso da Irlanda é o elevado nível de investimento directo estrangeiro. O quadro 8 mostra que nos últimos anos (1995-98) houve

Quadro 9

**INCENTIVOS AO INVESTIMENTO
ESTRANGEIRO**

Posição relativa a 46 países

	Irlanda	Espanha	Portugal
Incentivos ao investimento estrangeiro	1	10	6
Memo:			
Imagem do país no exterior ..	9	27	31

Fonte: *The World Competitiveness Yearbook* (1997). Os números indicam, para cada dimensão, a posição relativa de cada país num conjunto de 46 países, por ordem decrescente de qualidade.

uma aceleração do investimento estrangeiro na Irlanda que contrasta com uma certa estagnação ou mesmo declínio nos países ibéricos. No entanto, para o conjunto da amostra os dados não são conclusivos: Portugal e Espanha também têm sido bem sucedidos em atrair investimento estrangeiro, eventualmente devido à competitividade dos incentivos oferecidos (quadro 9).

Ao nível sectorial, no entanto, existem diferenças significativas. O quadro 10 revela que 93 por cento do Investimento Directo Estrangeiro realizado na Irlanda entre em 1990 e 1997 se destinou ao sector industrial, nomeadamente às indústrias de maquinaria e produtos metálicos (58 por cento) e

Quadro 10

**DISTRIBUIÇÃO SECTORIAL DO INVESTIMENTO
DIRECTO ESTRANGEIRO**

Média 1990-1997

	Irlanda	Espanha	Portugal
Indústria	92.9	45.3	18.7
da qual:			
Química, petróleo e plásticos .	16.2	11.7	n.d.
Prod. metálicos e maquinaria .	58.3	0.0	n.d.
Comércio e reparações	0.0	10.3	15.0
Actividades financeiras.	0.0	21.8	29.5
Imobiliário e serviços às empresas.	0.0	18.1	24.6
Outros	7.1	4.5	12.2
Total	100.0	100.0	100.0

Fonte: OCDE (1998c). Em Portugal e Espanha o peso do sector imobiliário é a média de 1993-97.

química (16 por cento). No mesmo período, o investimento realizado em Portugal e Espanha revelou uma dispersão sectorial muito maior⁽¹⁷⁾.

(17) Os dados do quadro 10 devem ser analisados com cautela, devido a diferenças de classificação. Em Portugal, a rubrica "serviços prestados às empresas" inclui a gestão de participações, e por conseguinte algum investimento estrangeiro canalizado para a indústria poderá estar ali contabilizado. De qualquer forma, as diferenças de níveis são suficientemente grandes para dar suporte à afirmação acima.

Quadro 11

COMPOSIÇÃO DA FBCF POR SECTOR DE ACTIVIDADE

	Irlanda		Portugal	
	1986-90	1991-94	1986-90	1991-95
Agricultura e pescas	10.1	8.8	5.5	2.9
Indústria	19.4	17.8	21.6	14.2
da qual:				
Têxteis, vestuário e calçado	0.9	0.4	5.6	2.5
Produtos químicos, plásticos e borracha	3.6	5.0	1.6	1.7
Produtos metálicos, maquinaria e equipamento	4.9	5.9	2.9	3.0
Electricidade, gás e água.	4.1	4.8	1.7	1.3
Construção	2.3	1.9	4.7	4.8
Comércio, hotelaria e restauração	7.1	6.1	6.7	8.0
Transportes e comunicações	13.2	14.5	10.4	7.3
Instituições financeiras	4.8	3.0	2.9	3.4
Imobiliário e serviços prestados às empresas	24.7	29.1	33.1	40.7
Serviços pessoais, comunitários e do Estado.	14.2	14.0	13.3	17.4
Formação Bruta de Capital Fixo	100.0	100.0	100.0	100.0

Fonte: OCDE (1999b). A rubrica "indústria" inclui as indústrias extractivas e a rubrica "serviços sociais, pessoais e do Estado" inclui serviços sociais e serviços prestados às famílias por instituições não lucrativas.

Quadro 12

EXPORTAÇÕES EM VOLUME

Em percentagem do PIB

	1964-73	1974-83	1984-93	1994-98
Irlanda	26.2	35.2	57.7	86.3
Espanha	10.0	14.5	20.6	32.2
Portugal	25.0	19.4	31.1	40.6

Fonte: OCDE (1999b).

No quadro 11 compara-se a distribuição sectorial da formação bruta de capital fixo na Irlanda e em Portugal (a Espanha não é analisada, devido à inexistência de dados comparáveis). Não obstante o nível de agregação, é possível detectar uma maior propensão da Irlanda para investir na indústria (onde as indústria química, de produtos metálicos e de maquinaria ganharam peso no investimento total) e também nos transportes e comunicações, por oposição a Portugal, onde os sectores que mais cresceram em importância foram o imobiliário e alguns serviços. Na Irlanda o sector indústria e o sector de distribuição, transportes e comunicações representam conjuntamente cerca de metade do produto e têm sido os sectores mais dinâmicos da economia, com taxas de crescimento médias em 1991-98 respectivamente de 12.5 por cento e de 9.7 por cento ao ano (FMI, 1999).

De acordo com vários autores (como Barry, 1996, Leddin e Walsh, 1997, e a Comissão Europeia, 1996), a elevada concentração do investimento estrangeiro na Irlanda é o reflexo de uma política industrial estratégica, iniciada nos anos 60, no âmbito da qual se tem procurado atrair investimento estrangeiro, não indiscriminadamente, mas deliberadamente para um conjunto de indústrias ligadas à exportação⁽¹⁸⁾⁽¹⁹⁾. O resultado dessa estratégia tem sido uma profunda alteração do padrão de produção da Irlanda, envolvendo a substituição de empresas domésticas e voltadas para o mercado interno por empresas multinacionais orientadas para a exportação⁽²⁰⁾.

A um nível desagregado, o FMI (1999) identifica cinco sub-sectores chave — *software*, computadores, produtos farmacêuticos, químicos orgânicos e refrigerantes, que em 1991-96 representavam apenas 8 por cento do emprego mas contribuíam para 80 por cento do crescimento da produtividade

de do trabalho na indústria. Segundo a mesma fonte, em 1996 cerca de 95 por cento do valor acrescentado nesses sectores-chave era gerado por empresas estrangeiras (contra 54 por cento em todo o sector industrial). A elevada produtividade do trabalho nesses sectores explica-se, em larga medida, pela necessidade de remunerar activos intangíveis das multinacionais e despesas de investigação realizadas no exterior e tem-se traduzido numa divergência crescente entre o produto interno e o rendimento nacional (quadro 2)⁽²¹⁾.

A questão que se coloca é a de saber até que ponto o tipo de investimento realizado na Irlanda terá sido mais favorável ao aumento da eficiência agregada. De acordo com a Comissão Europeia (1996), na medida em que as empresas multinacionais têm recorrido pouco a fornecedores locais, os efeitos de arrasto do investimento estrangeiro te-

(18) Na Irlanda, o imposto sobre o lucro aplicável na indústria e em alguns sectores transaccionáveis não industriais baixou para 10 por cento em 1981. Notavelmente, as receitas fiscais aumentaram de 1.6 por cento do PIB em 1974-83 para 3.4 por cento em 1994-98, devido ao aumento da base fiscal (em Portugal a evolução foi de 1.6 por cento para 3.1 por cento). Em 1999, a taxa de imposto sobre os lucros aplicável nos restantes sectores baixou de 32 por cento para 28 por cento. No quadro de um compromisso assumido perante a UE em 1998, uma taxa única de 12.5 por cento deverá ser implementada até 2003.

(19) Naturalmente, factores exógenos como a recente expansão dos Estados Unidos e a existência de fortes laços culturais entre os dois países também terão contribuído para o recente *boom* de investimento na Irlanda. De acordo com a OCDE (1998c), cerca de 70 por cento do investimento estrangeiro realizado na Irlanda entre 1990 e 1997 era proveniente dos Estados Unidos.

(20) Segundo o OCDE (1999a), a produção industrial de empresas com origem estrangeira representa actualmente 30 por cento do PIB da Irlanda. De acordo com Barry (1986), entre 1982 e 1992 a produtividade do trabalho cresceu mais rapidamente nos sectores “modernos” do que nos sectores “tradicionais”, enquanto os salários evoluíram de forma homogénea. Segundo o autor, este fenómeno teria provocado um fenómeno de “doença holandesa”, afectando os sectores onde os aumentos salariais foram superiores à produtividade, contribuindo assim para aumentar a qualidade média da capacidade instalada.

(21) Naturalmente, a necessidade de remunerar factores não residentes torna os investimentos das multinacionais muito sensíveis ao regime de tributação de lucros. Por outro lado, o próprio valor da produção e conseqüentemente as medidas de produtividade do trabalho, poderão estar largamente sobrestimadas devido à prática de “preços de transferência”. De facto, sendo mais baixa a tributação dos lucros na Irlanda, as multinacionais tendem a concentrar a matéria colectável naquele país, empolando o valor acrescentado local. Por esse motivo, os números referidos acima devem ser interpretados com alguma cautela.

Quadro 13

QUALIDADE DAS INFRA-ESTRUTURA FÍSICAS, HUMANAS E INSTITUCIONAIS

Posição relativa em 46 países

	Irlanda	Espanha	Portugal
Infra-estruturas físicas			
Estradas (densidade)	15	22	19
Caminhos-de-ferro (densidade)	16	22	20
Custo das chamadas internacionais (USD)	9	10	19
Custo da electricidade na indústria (USD)	22	31	40
Recursos Humanos			
Iliteracia	7	28	39
Disponibilidade de trabalhadores especializados	6	11	35
Disponibilidade de engenheiros qualificados	9	6	28
Disponibilidade de gestores competentes	4	17	40
Motivação dos trabalhadores	17	36	43
Iniciativa empresarial	19	33	43
Experiência internacional dos gestores	6	34	41
Qualidade do sistema educativo	2	17	38
Inscrições no ensino secundário	7	4	33
Inscrições no ensino superior	23	13	31
Política e instituições			
Sistema político	16	6	18
Transparência do Governo	18	19	21
Sistema legal	12	16	17
Confiança na Justiça	13	31	28
Burocracia	11	21	39
Práticas impróprias (ex, corrupção)	10	21	23
Regulamentação prudencial	19	22	16
Aplicação da lei da concorrência	11	14	32
Flexibilidade das leis laborais	14	36	29
Protecção da propriedade intelectual	10	20	33

Fonte: The *World Competitiveness Yearbook* (1997). Os números indicam, para cada dimensão, a posição relativa de cada país num conjunto de 46 países, por ordem decrescente de qualidade.

rão sido menores do que o esperado. Mas mesmo que tal tenha sido o caso do lado da procura, efeitos dinâmicos significativos terão inevitavelmente ocorrido do lado da oferta:

- Por uma lado, a especialização em segmentos específicos gera benefícios de aglomeração e efeitos de aprendizagem à escala da indústria.
- Por outro lado, o investimento estrangeiro poderá ter contribuído para aumentar de forma permanente a produtividade dos trabalhadores locais, via acumulação de conhe-

cimento e efeitos de difusão tecnológica, contribuindo dessa forma para uma maior eficiência agregada⁽²²⁾.

De acordo com o FMI (1999), em 1991-96 o crescimento da produtividade total foi de 9.5 por cento ao ano nos cinco sectores-chave e 2.8 por cento no resto da indústria. Não obstante a diferença de ní-

(22) Alguma evidência nesse sentido foi apresentada recentemente por O'Malley (1998), mas o debate sobre a existência ou não de efeitos de difusão tecnológica associados ao investimento estrangeiro permanece em aberto.

veis, ambos os valores são muito significativos em termos internacionais.

4.2 A qualidade das infra-estruturas

Para além de condicionarem a qualidade do investimento estrangeiro, boas infra-estruturas físicas, humanas e institucionais traduzem-se em maior eficiência produtiva a nível agregado e daí em maior crescimento económico. O quadro 13 mostra a posição relativa da Irlanda, Espanha e Portugal relativamente a um conjunto de indicadores que reflectem a qualidade das infra-estruturas físicas, humanas e institucionais.

O quadro 13 revela de uma forma muito clara a maior qualidade dos recursos humanos na Irlanda. Os elevados investimentos em educação realizados naquele país⁽²³⁾ e o facto de a população ser muito jovem têm-se reflectido numa grande afluência ao mercado de trabalho de indivíduos bem formados (e demonstrando flexibilidade contratual), implicando um rápido aumento da qualidade média do capital humano empregue.

Em Portugal, tanto os trabalhadores como os empresários apresentam índices de competência extremamente baixos. A carência de recursos humanos de qualidade condiciona a implantação de indústrias utilizadoras de novas tecnologias e constitui um entrave importante ao processo de convergência. De facto, a uma menor qualidade média dos recursos humanos estará associado, não só um rendimento inferior em termos médios, mas também um rendimento inferior ao nível individual. Isto porque, por via dos efeitos externos, cada indivíduo tenderá a revelar uma produtividade menor do que aquela que obteria se inserido num conjunto populacional com maior nível de instrução.

Relativamente às instituições, é certo que não existem divergências significativas entre os regimes económicos dos três países, nem diferenças de atitude entre os maiores partidos relativamente a questões fundamentais como o regime de propriedade ou a opção europeia. No entanto, é sintomático o fosso que separa Portugal da Irlanda no que respeita à eficácia do sistema judicial, nível de burocracia, defesa da concorrência, flexibilidade do mercado de trabalho e protecção da propriedade intelectual⁽²⁴⁾.

5. CONCLUSÕES

As principais conclusões deste artigo são as seguintes:

- O rápido crescimento da economia irlandesa na década de 90 pode ser visto como a soma de uma componente transitória com uma componente permanente.
- A componente transitória resulta da transição de um estado de desemprego elevado para um estado de pleno emprego no mercado de trabalho. Essa transição parece estar relacionada com as alterações verificadas no regime de tributação directa.
- Nos últimos 40 anos, a Irlanda cresceu mais depressa do que Portugal e Espanha, sem que tenha empregue uma maior quantidade de capital ou de trabalho. Mais de metade do crescimento económico da Irlanda é atribuível ao aumento da qualidade dos factores e a uma maior eficiência produtiva.
- A concentração do investimento estrangeiro num pequeno número de sectores industriais com tecnologia de ponta tem sido apontada como uma das explicações para o aumento da produtividade total na Irlanda. Embora o nível absoluto dos investimentos realizados nesses sectores tenha sido insuficiente para elevar o *stock* agregado de capital por trabalhador ao mesmo ritmo que nos países ibéricos (devido aos baixos níveis de investimento dos sectores locais, trabalho-intensivos), os efeitos externos decorrentes terão contribuído para o aumento da eficiência ao nível agregado.
- A orientação sectorial do investimento estrangeiro foi influenciada pela política industrial. Portugal também atraiu investimento estrangeiro em quantidade, mas houve uma maior dispersão sectorial.
- Talvez a maior vantagem da Irlanda relativamente aos países ibéricos esteja nos recursos humanos e infra-estruturas institucio-

(23) De acordo com Mankiw, Romer and Weil (1992), a Irlanda terá sido o país da OCDE que mais investiu na educação secundária entre 1960 e 1985.

(24) De acordo com o *International Institute for Management Development* (1997), em 1995, as despesas com investigação e desenvolvimento representavam 1.55 por cento do PIB na Irlanda, contra 0.82 por cento na Espanha e 0.65 por cento em Portugal.

nais. Essa vantagem favorece a fixação de indústrias com tecnologia de ponta e contribui *per se* para uma maior eficiência agregada. Sendo assim, é natural que a Irlanda mantenha no futuro um rendimento *per capita* superior e um maior ritmo de crescimento económico.

REFERÊNCIAS

- Barro, R. J. and X. Sala-i-Martin, 1995, *Economic Growth*, McGraw-Hill, New York.
- Barry, F. , 1996, "Peripherality in Economic Geography and Modern Growth Theory", *The World Economy* 19 (3), May.
- Blanchard, O. and J. Jimeno, 1995, "Structural Unemployment: Spain versus Portugal", *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol 85 no 2, May.
- Bradley, J. and K. Whelan, 1997, "The Irish Expansionary Fiscal Contraction.: a Tale from one Small European Economy, *Economic Modelling*, 14 (2).
- Bover, O. Pilar García-Pera e Pedro Portugal, 1999, "A comparative Study of the Portuguese and Spanish Labour Markets", mimeo, update of a paper presented at the conference "The Portuguese Labour Market in International Perspective" held in July 1997.
- De Long, B. and L. Summers, 1991, "Equipment investment and growth", *Quarterly Journal of Economics*, 106 (2), pp. 445-502.
- Dornbusch, R., 1989, "Credibility, debt and unemployment: Ireland's failed stabilisation", *Economic Policy* 8, 173-209.
- European Commission, 1996, "The economic and financial situation in Ireland in the transition to EMU, *European Economy* no. 1.
- Giavazzi, F. and M. Pagano, 1990, "Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small european countries", in: O.J. Blanchard and S. Ficsher, eds. , *NBER Macroeconomics annual 1990*, The MIT Press. Cambridge, 75-111.
- Gylfason, T., 1999, *Principles of Economic Growth*, Oxford University Press, Oxford UK.
- Honohan, P., 1992, "The link between Irish and UK unemployment", *Quarterly Economic Commentary*, Spring, Dublin: The Economic and Social Research Institute.
- International Monetary Fund, *International Financial Statistics*, various issues, Washington DC.
- International Monetary Fund, 1999, "Staff report for the 1999 Article IV consultation: Ireland", July 14.
- International Institute for Management Development, 1997, *The World Competitiveness Yearbook 1997*, Lawsanne, Switzerland, June.
- Kenny, G., 1996, "Economic Growth in Ireland: Sources, potential and inflation", *Central Bank of Ireland Bulletin*, Autumn, pp. 43-54.
- Leddin and Walsh, 1997, "Economic Stabilisation, Recovery and Growth: Ireland 1979-96", *The Irish Banking Review*, Summer.
- Mankiw, G., D. Romer and D. Weil, 1992, " A contribution to the empirics of economic growth", *Quarterly Journal of Economics*, 107 (2), 407-37.
- McAleese, D. , 1990, "Ireland's economic recovery", *Irish Banking Review*, Summer, 18-32.
- OECD, 1999a, *Economic Surveys: Ireland: 1999*, Paris.
- OECD, 1999b, *Economic Outlook* 65, Paris.
- OECD, 1998a, *National Accounts: 1984-96*, Paris.
- OECD, 1998b, *The tax benefit position of employees: 1997*, Paris.
- OECD, 1998c, *International Direct Investment Statistics Yearbook: 1998*, Paris.
- Ó Gráda, C. and K. O'Rourke, 1995, "Irish Economic Growth, 1945-88", in N. Crafts and G. Toniolo, eds., *Economic Growth in Europe Since 1945*, Cambridge University Press, 388-426.
- O'Malley, E., 1998, "The Revival of Irish Indigenous Industry 1987-97", *Quarterly Economic Commentary*, April, pp. 35-62.
- Taylor, G., 1996, "Labour market rigidities, institutional impediments and managerial constraints: reflections on the recent experience of macro-political bargaining in Ireland", *Economic and Social Review*, 27 (3).
- Walsh, B., 1998, "Income tax cuts and inflation in Ireland", *The Economic and Social Review*, 28 (3), 223-231.
- Walsh, B., 1999, "What's in store with the Celtic Tiger?", *The Irish Banking Review*.

Janeiro*

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

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

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

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

Fevereiro

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

WORKING PAPERS

1990

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

1992

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

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

1993

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

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

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

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

1995

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

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

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

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

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

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

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

1996

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

— *Nuno Cassola, João Nicolau, João Sousa*

6/97 ESTIMATION OF THE NAIRU FOR THE PORTUGUESE ECONOMY

— *Carlos Robalo Marques, Susana Botas*

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

— *Bernardino Adão, Jorge Barros Luís*

1998

1/98 A COMPARATIVE STUDY OF THE PORTUGUESE AND SPANISH LABOUR MARKETS

— *Olympia Bover, Pilar Garcia-Perea, Pedro Portugal*

2/98 EARNING FUNCTIONS IN PORTUGAL 1982-1994: EVIDENCE FROM QUANTILE REGRESSIONS

— *José A. F. Machado, José Mata*

3/98 WHAT HIDES BEHIND AN UNEMPLOYMENT RATE: COMPARING PORTUGUESE AND US UNEMPLOYMENT

— *Olivier Blanchard, Pedro Portugal*

4/98 UNEMPLOYMENT INSURANCE AND JOBLESSNESS IN PORTUGAL

— *Pedro Portugal, John T. Addison*

5/98 EMU, EXCHANGE RATE VOLATILITY AND BID-ASK SPREADS

— *Nuno Cassola, Carlos Santos*

6/98 CONSUMER EXPENDITURE AND COINTEGRATION

— *Carlos Robalo Marques, Pedro Duarte Neves*

7/98 ON THE TIME-VARYING EFFECTS OF UNEMPLOYMENT INSURANCE ON JOBLESSNESS

— *John T. Addison, Pedro Portugal*

8/98 JOB SEARCH METHODS AND OUTCOMES

— *John T. Addison, Pedro Portugal*

1999

1/99 PRICE STABILITY AND INTERMEDIATE TARGETS FOR MONETARY POLICY

— *Vitor Gaspar, Ildeberta Abreu*

2/99 THE OPTIMAL MIX OF TAXES ON MONEY, CONSUMPTION AND INCOME

— *Fiorella De Fiore, Pedro Teles*

3/99 OPTIMAL EXECUTIVE COMPENSATION: BONUS, GOLDEN PARACHUTES, STOCK OWNERSHIP AND STOCK OPTIONS

— *Chongwoo Choe*

4/99 SIMULATED LIKELIHOOD ESTIMATION OF NON-LINEAR DIFFUSION PROCESSES THROUGH NON-PARAMETRIC PROCEDURE WITH AN APPLICATION TO THE PORTUGUESE INTEREST RATE

— *João Nicolau*

5/99 IBERIAN FINANCIAL INTEGRATION

— *Bernardino Adão*

6/99 CLOSURE AND DIVESTITURE BY FOREIGN ENTRANTS: THE IMPACT OF ENTRY AND POST-ENTRY STRATEGIES

— *José Mata, Pedro Portugal*

2000

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