AJUSTAMENTO ECONÓMICO E CONSOLIDAÇÃO ORÇAMENTAL

A publicação deste *Boletim Económico* constitui uma oportunidade para realizar uma primeira apreciação do comportamento da economia portuguesa no ano passado usando os dados por enquanto disponíveis. Um primeiro balanço da evolução da economia permite-me identificar três grupos de problemas que defrontamos neste momento:

1) uma desaceleração da actividade económica, que partilhamos com o resto da Europa, mas que tem factores internos próprios;
2) uma difícil situação orçamental que requer uma redução significativa do défice em pouco tempo;
3) um défice estrutural de competitividade a que temos que fazer face com novas soluções que alterem o lado da oferta da economia, por forma a vencer os desafios que nos coloca o alargamento da União Europeia.

O ano de 2001 fica marcado por uma significativa redução da taxa de crescimento do produto de 3,6% em 2000 para 1,8%, valor ainda assim superior ao da média europeia. Este desempenho acompanhou a evolução da economia mundial, caracterizada também por uma forte redução do crescimento e por um afundamento do comércio internacional que implicou, no nosso caso, uma desaceleração da procura nos nossos mercados externos de 11,8 % em 2000 para apenas 1,2% em 2001. Para além deste factor, no entanto, há que sublinhar que a quebra do crescimento em Portugal se ficou a dever ao andamento da procura interna que aumentou apenas 0,9% após um incremento de 3,0% em 2000. Esta quebra do crescimento do consumo e do investimento, iniciada já em 2000 em menor grau, representa o ajustamento da economia após um período de forte crescimento que implicou uma forte progressão do endividamento dos agentes económicos. Assim, desde a segunda metade de 2000 que as famílias têm vindo a aumentar a respectiva taxa de poupança e a conter o consumo que cresceu apenas 0,8% no ano passado contra 2,8% em 2000. Este comportamento, apesar da continuação do aumento do Rendimento Disponível (1,9%) e da manutenção da situação de pleno emprego, constitui uma reacção normal ao endividamento atingido e às expectativas entretanto geradas num sentido mais negativo sobre o futuro da economia. No mesmo sentido, as empresas reduziram também o investimento que apresentou uma taxa globalmente negativa de 0,8% apesar do aumento do investimento público.

A desaceleração da procura interna foi entretanto compensada por um aumento do contributo das exportações líquidas de importações para o crescimento da economia. Na verdade, as exportações cresceram mais do que a procura internacional e, desse modo, verificou-se um ganho de quota de mercado das nossas exportações. Em consequência, o défice da balança de bens e serviços reduziu-se significativamente em 2 pontos percentuais. Por sua vez, o saldo conjunto da balança corrente e da balança de capital (equivalente à antiga balança de transacções correntes) reduziu-se para 8,1%. A desaceleração da procura interna contribuiu para esta melhoria do equilíbrio externo que deve, aliás, prosseguir este ano. Com efeito, continuam presentes os factores que determinaram a evolução recente da procura interna, possivelmente acentuados pelas inevitáveis medidas de consolidação orçamental. É, assim, natural que a economia portuguesa venha a crescer este ano abaixo da média europeia.

Nos próximos anos vai ter que continuar a reduzir-se o défice da balança de bens e serviços. Os

limites ao défice e ao endividamento são introduzidos pelos próprios agentes privados ou pelos mercados que asseguram, assim, o funcionamento de mecanismos de auto-correcção dos défices, mecanismos que são naturalmente de natureza restritiva. Quanto mais tarde começasse este processo de desaceleração, mais abrupta poderia ser a paragem e maiores os riscos recessivos. Por essa razão se pode considerar como positiva a desaceleração que se começou a verificar na despesa interna, uma vez que isso significa o caminho de um ajustamento suave da economia portuguesa. Desde a segunda metade de 2000 a desaceleração da despesa interna deu-se no contexto de uma situação de pleno emprego, de uma subida dos salários reais e de um aumento do Rendimento Disponível dos particulares. O crescimento deste último, tendo sido superior ao do consumo, significa que houve uma subida na taxa de poupança, o que revela que as famílias começaram elas próprias a corrigir os excessos de crescimento da despesa.

Evidentemente que isso implicou uma quebra do crescimento da economia, mas a desaceleração da despesa interna não tem que se traduzir linearmente na redução do crescimento do produto, visto que há sempre a possibilidade das empresas desviarem mais produção para a exportação. Isso deve ter acontecido o ano passado, uma vez que, como referi antes, houve ganho de quota de mercado, incluindo nas exportações tradicionais. É necessário que esse processo continue nos próximos anos e este é um factor a ter em conta na gestão das expectativas dos agentes económicos por forma a evitar um pessimismo excessivo e injustificado sobre o futuro da economia.

Em suma, o que tudo isto significa é que necessitamos de um outro padrão de crescimento, menos assente na procura interna e mais baseado em aumentos de produtividade que dêem maior solidez à nossa competitividade externa. O que nos remete para o terceiro problema que enunciei acima. Precisamos de um profundo choque estrutural do lado da oferta, que depende de algumas políticas públicas mas que terá que resultar, sobretudo, de mais iniciativa empresarial. Infelizmente, nem a generalidade dos agentes privados nem o Estado parecem ter interiorizado suficientemente as novas regras de funcionamento da economia de um país membro de uma união monetária. São regras que requerem a alteração de comportamentos, algumas reformas estruturais e um novo regime de regulação macroeconómica.

A questão mais séria e imediata é a situação das finanças públicas. No ano passado recordei a necessidade de cumprir o Pacto de Estabilidade e afirmei então que : "Esta exigência significa que, mais do que com uma crise económica, o país está confrontado com uma crise orçamental." O que está em causa são os compromissos que assumimos sobre a evolução a médio prazo do défice orçamental. Não existe, como é conhecido, um problema técnico de sustentabilidade das finanças públicas portuguesas. Temos um rácio da dívida em relação ao PIB de 55%, inferior à media europeia e as regras do Pacto de Estabilidade quanto aos défices asseguram que terá que continuar a diminuir. O respeito pelas grandes orientações contidas no Programa de Estabilidade é essencial à credibilidade internacional da nossa política económica. O agravamento do défice orçamental em 2001 torna a tarefa mais difícil, sendo indispensável um elevado nível de consenso nacional quanto aos objectivos a atingir, sem dramatismos mas de acordo com um sentido de responsabilidade geralmente partilhada relativamente aos interesses do país. Nomeadamente, a referida credibilidade externa requer a manutenção do objectivo de um défice próximo do equilíbrio em 2004 dada a necessidade de darmos visibilidade a um esforço sério de consolidação orçamental. Para reduzir o défice terão que ser tomadas algumas decisões difíceis no sentido da contenção das despesas e evitar quaisquer medidas que possam reduzir as receitas do Sector Público Administrativo. A situação poderá mesmo justificar um aumento de alguns impostos indirectos com efeitos mais imediatos na recuperação das receitas do Estado.

Todas estas medidas têm, no curto prazo, consequências restritivas que se torna imperioso compensar com um maior dinamismo das exportações, impulsionado pela recuperação económica internacional e pelo redireccionamento da produção para mercados externos. Para possibilitar essa evolução torna-se necessário inverter a tendência dos últimos anos de aumentos salariais superiores ao crescimento da produtividade. Não se justifica propriamente um congelamento salarial, mas precisamos de uma maior moderação dos aumentos salariais. Todos devem ter consciência que, na situação actual, isso é uma condição para manter ní-

veis elevados de emprego e evitar, assim, o agravamento de factores de exclusão e maior desigualdade na sociedade portuguesa.

Uma última palavra sobre a criação recente da Comissão liderada pelo Banco de Portugal e em que participam o Ministério das Finanças e o Instituto Nacional de Estatística, com o objectivo de analisar e actualizar as contas utilizadas na notificação do Procedimento dos Défices Excessivos do final de Fevereiro passado. Importa esclarecer que parte dos problemas de apuramento do valor final do défice se relacionam com assuntos conhecidos desde há bastante tempo, mas que requerem um esclarecimento final com o Eurostat. Trata-se de questões relacionadas nomeadamente com o tratamento dos aumentos de capital de algumas empresas públicas, matéria conceptualmente controversa uma vez que podem ser vistas como operações sobre activos financeiros ou como transferências de capital com influência no défice, e em segundo lugar, do problema dos valores dos impostos e contribuições sociais considerados em Contabilidade Nacional por contraponto com os registados em Contabilidade Pública. Por outro lado, subsistem ainda algumas questões relativas à aplicação do princípio de especialização do exercício na passagem da óptica da Contabilidade Pública à óptica da Contabilidade Nacional (SEC-95), para além de muitos Fundos e Serviços Autónomos só terem que apresentar contas finais até 15 de Maio. Sublinhe-se, no entanto, que os trabalhos da Comissão não se confundem com a realização de uma auditoria às contas públicas, no sentido técnico desse termo, uma vez que não existe tempo nem meios para tal nem se pretende invadir a esfera de competências do Tribunal de Contas. A Comissão deverá apresentar as suas conclusões, no máximo, até ao próximo mês de Agosto, a tempo da preparação pelo INE da próxima notificação do Procedimento dos Défices Excessivos que ocorrerá apenas no princípio de Setembro.

O Governador
Vítor Constâncio

A ECONOMIA PORTUGUESA EM 2001

1. INTRODUÇÃO

Em 2001 verificou-se um claro abrandamento da actividade económica em Portugal. De acordo com estimativas do Banco de Portugal, divulgadas neste *Boletim Económico*, o Produto Interno Bruto (PIB) registou um crescimento de 1.8 por cento em 2001, que compara com 3.6 por cento no ano anterior (Quadro 1.1). A desaceleração da actividade económica reflectiu o enfraquecimento da procura externa relevante para a economia portuguesa e, sobretudo, um abrandamento acentuado das componentes privadas da despesa interna.

As componentes da despesa mais sensíveis à fase do ciclo económico – como a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), tanto das empresas como dos particulares, e as despesas das famílias em bens de consumo duradouro – registaram uma redução pronunciada, assegurando a continuação do processo de ajustamento da despesa privada iniciado em 2000. Dado o elevado conteúdo importado destas componentes da despesa, a acentuada desaceleração das importações – que verificaram um crescimento real praticamente nulo – tornou possível um aumento significativo do contributo das exportações líquidas de importações para o crescimento do produto, mesmo numa situação de pronunciado enfraquecimento da procura externa relevante para a economia portuguesa. Registe-se também que, ao contrário do verificado nos anos anteriores, se verificou um ganho de quota nos mercados de exportação.

Na sequência do que já tinha sido observado em 2000, a taxa de poupança dos particulares voltou a aumentar em 2001. De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, a taxa de poupança dos particulares subiu 2.2 p.p., em rácio do rendimento disponível, no conjunto dos últimos dois anos. Deste modo, verificou-se uma recuperação da taxa de poupança, que se situava, no final da década de 90, em níveis historicamente baixos. Esta recuperação estará, em parte, associada ao processo de ajustamento da situação financeira das famílias, que têm de fazer face à amortização da dívida contraída nos últimos anos. Adicional-

Quadro 1.1

PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICOS

Taxas de variação em percentagem

	1999	2000	2001
Consumo privado	5.3	2.8	0.8
Consumo público	5.7	3.8	2.9
FBCF	4.6	4.8	-0.8
Variação de existências[(a)]	0.1	-0.4	0.1
Procura interna	5.2	3.0	0.9
Exportações	3.4	8.5	3.3
Procura global	4.8	4.2	1.4
Importações	7.5	5.7	0.5
PIB	3.8	3.6	1.8
Balança corrente + balança de capital (% PIB)	-6.3	-8.8	-8.1

Nota:

(a) Contributo para o crescimento do produto em pontos percentuais.

Quadro 1.2

PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICOS

Taxas de variação em percentagem

	2001	2001
	BE Setembro 2001	BE Março 2002
Consumo privado	¾ ; 1¼	0.8
Consumo público	1.9	2.9
FBCF	-1 ; 1	-0.8
Procura interna	¾ ; 1¼	0.9
Exportações	4¼ ; 5¼	3.3
Procura global	1½ ; 2	1.4
Importações	1¼ ; 3¼	0.5
PIB	1½ ; 2	1.8
Balança corrente + balança de capital (% PIB)	-8¾ ; -7¾	-8.1
IHPC	4.2 ; 4.4	4.4

mente, a subida de taxa de poupança dos particulares estará também relacionada com o aumento da incerteza sobre a evolução futura da economia portuguesa, reflectida na redução do indicador de confiança dos consumidores ao longo de 2001.

A forte desaceleração da procura interna privada foi acompanhada por um abrandamento do crédito ao sector privado não financeiro, não obstante a prevalência de condições monetárias caracterizadas por taxas de juro relativamente baixas, tanto em termos nominais como em termos reais. Em resultado, teve lugar uma redução do ritmo de aumento do endividamento tanto dos particulares como das sociedades não financeiras, que atingiam no final de 2001, respectivamente, 95 por cento do rendimento disponível dos particulares e 88 por cento do PIB.

Ao contrário do que aconteceu com a despesa privada, o comportamento da despesa das Administrações Públicas não deu sinais de correcção. A despesa primária corrente continuou a apresentar um ritmo de crescimento muito elevado, tanto em termos reais como em termos nominais. O sector público continuou a contribuir para o estado de tensão no mercado de trabalho, através da criação de emprego e de aumentos salariais muito acentuados. Assim, num contexto de desaceleração da receita fiscal, deverá ter-se verificado um significativo agravamento do défice global das Administrações Públicas, contrariamente ao compromisso de redução assumido pelo Governo português no final de 2000, quer no Orçamento de Estado para 2001, quer na actualização do Programa de Estabilidade e Crescimento então apresentada.

No ano de 2001, verificou-se uma ligeira redução das necessidades de financiamento da economia portuguesa face ao exterior, traduzida num decréscimo do défice conjunto das balanças correntes e de capital em 0.7 p.p. do PIB, embora para um nível ainda muito elevado (8.1 por cento do PIB). Esta melhoria resultou de uma redução do défice da balança de bens e serviços – para o qual contribuíram o ganho de termos de troca observado e o efeito volume favorável atrás referido – que mais do que compensou o aumento do défice de rendimentos e as menores entradas líquidas de transferências públicas. O comportamento do saldo conjunto da balança corrente e da balança de capital reflectiu, no essencial, a redução das necessidades de financiamento do sector privado da economia (particulares e empresas), já que as necessidades de financiamento das administrações públicas aumentaram de forma significativa. Uma parcela importante do financiamento do défice conjunto da balança corrente e da balança de capital foi assegurada pela captação de recursos externos pelas instituições financeiras monetárias residentes, através das suas filiais no exterior, sob a forma de emissão de títulos de médio e longo prazo nos mercados financeiros internacionais, o que melhorou a estrutura de maturidades do passivo destas instituições.

A evolução do mercado de trabalho, em 2001, foi caracterizada pela manutenção de um crescimento forte do emprego (1.6 por cento, que compara com 1.7 por cento em 2000) e de um nível reduzido da taxa de desemprego (4.1 por cento, mais 0.1 pontos percentuais do que no ano anterior), claramente abaixo da taxa natural de desemprego (estimada pelo Banco de Portugal em cerca de 5 por cento)[(1)]. O abrandamento da actividade económica, a par com o crescimento observado do emprego, traduziu-se numa desaceleração acentuada da produtividade aparente por trabalhador (crescimento virtualmente nulo em 2001, que compara com 1.8 por cento em 2000), que deverá reflectir o desfasamento entre os ciclos do produto e do emprego. É de referir que se observou um comportamento similar, de forte abrandamento da produtividade, na generalidade dos países da área do euro.

A variação média anual do Índice de Preços no Consumidor (IPC) atingiu 4.4 por cento em 2001, 1.5 p.p. acima do verificado em 2000. No entanto, a taxa de variação homóloga do IPC apresentou uma trajectória descendente desde o segundo trimestre de 2001, situando-se em 3.7 por cento no mês de Dezembro. Esta redução foi confirmada no primeiro trimestre de 2002, verificando-se uma nova redução para 3.2 por cento em Fevereiro e em Março. O aumento da inflação portuguesa, para além de reflectir o impacto de variações anómalas de preços de alguns produtos alimentares, traduziu também o aumento da inflação externa, que determinou uma aceleração dos preços das importações de bens de consumo em Portugal. Adicio-

(1) O conceito de taxa natural que é objecto de estimativa, com elevado grau de incerteza, é o de uma taxa de desemprego de equilíbrio compatível com a não aceleração dos preços (NAIRU).

nalmente, deve ser salientado que as remunerações por trabalhador continuaram a apresentar crescimentos muito elevados em 2001, mantendo-se, em termos reais, acima do aumento da produtividade pelo quinto ano consecutivo (ver Caixa 1– *Factores explicativos da inflação em Portugal*).

Relativamente às previsões apresentadas no *Boletim Económico* (BE) de Setembro, é de salientar que a actual estimativa de crescimento do produto se situa no centro do intervalo então apresentado. Este resultado reflecte, no entanto, desvios nas previsões das componentes do produto: menor crescimento das exportações, em resultado de uma deterioração da envolvente externa da economia portuguesa mais acentuada do que estava contido nas hipóteses técnicas então adoptadas; maior ajustamento da despesa privada, reflectindo provavelmente a evolução relativamente desfavorável da confiança dos agentes económicos; e, finalmente, um maior crescimento da despesa pública do que o então assumido, tanto em termos reais como em termos nominais. Refira-se, finalmente, que a variação média anual do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor se situou no limite superior do intervalo de previsão então apresentado.

2. A POLÍTICA MONETÁRIA DO EUROSISTEMA E AS CONDIÇÕES MONETÁRIAS NA ECONOMIA PORTUGUESA

2.1. A política monetária do Eurosistema

O ano de 2001 foi marcado pela inversão, em Maio, do ciclo de subida das taxas de juro de referência do BCE, que tinha sido iniciado em Novembro de 1999. Ao longo de 2001, as taxas de juro oficiais foram reduzidas em quatro ocasiões, num valor acumulado de 1.5 pontos percentuais (p.p.). Deste modo, a taxa de juro mínima aplicável às operações principais de refinanciamento passou de 4.75 por cento para 3.25 por cento, no final do ano (Quadro 2.1). As decisões de política monetária do Conselho do BCE em 2001 tiveram lugar num quadro de redução gradual dos riscos para a estabilidade de preços no médio prazo, associada a uma deterioração progressiva das perspectivas de crescimento na área do euro. No conjunto do ano, o PIB da área do euro cresceu 1.5 por cento – um dos crescimentos mais fracos dos últimos anos e substancialmente inferior ao observado no ano anterior (3.4 por cento).

Quadro 2.1

TAXAS DE JURO DO BANCO CENTRAL EUROPEU

Em percentagem

Data da decisão	Facilidade permanente de depósito	Operações principais de refinanciamento	Facilidade permanente de cedência
1998			
5 Dez.	2.00 (a)	3.00	4.50 (a)
1999			
8 Abr.	1.50	2.50	3.50
4 Nov.	2.00	3.00	4.00
2000			
3 Fev.	2.25	3.25	4.25
16 Mar. . . .	2.50	3.50	4.50
27 Abr. . . .	2.75	3.75	4.75
8 Jun. (b) . . .	3.25	4.25	5.25
31 Ago.(b) . . .	3.50	4.50	5.50
5 Out. (b) . . .	3.75	4.75	5.75
2001			
10 Mai.(b) . . .	3.50	4.50	5.50
30 Ago.(b) . . .	3.25	4.25	5.25
17 Set.(b) . . .	2.75	3.75	4.75
8 Nov.(b) . . .	2.25	3.25	4.25

Fonte: BCE.

Notas:

(a) No período de 4 a 21 de Janeiro de 1999, as taxas das facilidades de cedência de liquidez e de depósito situaram-se, respectivamente em 3.25 por cento e 2.75 por cento.

(b) Taxa mínima das propostas nos leilões de taxa variável.

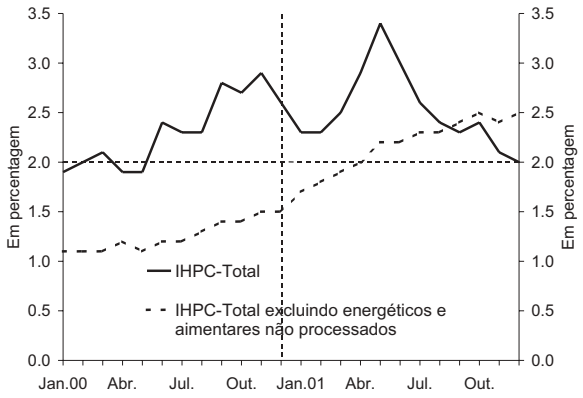
Nos primeiros meses de 2001, e na sequência de aumentos inesperados dos preços dos bens alimentares não processados, bem como do efeito desfasado do aumento do preço do petróleo e da depreciação do euro ocorridos em 2000, a inflação medida pela variação em termos homólogos do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) aumentou significativamente, atingindo em Maio um valor máximo de 3.4 por cento(2) (Gráfico 2.1). Esta

(2) Esta trajectória viria posteriormente a inverter-se, pelo que em Dezembro a variação homóloga do IHPC era de 2.0 por cento, o que compara com 2.6 por cento no mesmo mês do ano anterior (em relação a 2000, a variação média do IHPC na área do euro aumentou de 2.3 para 2.5 por cento em 2001). No entanto, em Janeiro de 2002, a variação homóloga do IHPC voltou a registar uma subida (2.7 por cento), tendo em Fevereiro diminuído para 2.4 por cento. Refira-se que, aquando da publicação do IHPC para Janeiro de 2002, o *Eurostat* reviu as séries dos índices de preços da Itália e da Espanha, que passaram a incluir saldos e promoções. Uma vez que esta alteração foi feita a partir de Janeiro de 2001, as taxas de variação homóloga em 2001 sofreram uma correcção (a variação média anual do IHPC para a área do euro neste ano foi revista em –0.1 p.p para 2.5 por cento).

Gráfico 2.1

IHPC NA ÁREA DO EURO

Taxa de variação homóloga



Fonte: *Eurostat*.

aceleração dos preços poderia implicar pressões inflacionistas no médio prazo, nomeadamente devido a potenciais efeitos de segunda ordem sobre o crescimento dos salários. Neste contexto, as taxas de juro oficiais mantiveram-se inalteradas nos primeiros quatro meses do ano.

Contudo, à medida que se acentuaram os sinais de desaceleração da economia mundial e de enfraquecimento da procura interna, os riscos para a estabilidade dos preços atenuaram-se. As previsões de crescimento de organismos oficiais e privados para a economia da área do euro em 2001 e 2002 foram sucessivamente revistas em baixa ao longo do ano (Quadro 2.2). Reflectindo a deterioração das perspectivas de crescimento, as previsões de inflação apresentaram uma tendência ligeiramente decrescente. Neste contexto, o BCE procedeu, em Maio e Agosto, a uma redução de 0.25 p.p. das ta-

Quadro 2.2

EVOLUÇÃO DAS PREVISÕES DE CRESCIMENTO DO PIB E DE INFLAÇÃO PARA A ÁREA DO EURO

	Crescimento				Inflação [a]			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
FMI								
2001								
Maio	3.4	2.4	2.8	-	2.4	2.3	1.7	-
Outubro	3.5	1.8	2.2	-	2.4	2.7	1.7	-
Dezembro	3.4	1.5	1.2	-	2.4	2.7	1.4	-
OCDE								
2000								
Dezembro	3.5	3.1	2.8	-	2.2	2.3	2.0	-
Junho	3.4	2.6	2.7	-	2.2	2.2	1.9	-
Novembro	3.5	1.6	1.4	3.0	2.1	2.5	1.6	1.7
Comissão Europeia								
2000								
Outubro	3.5	3.2	3.0	-	2.3	2.2	1.9	-
Abril	3.4	2.8	2.9	-	2.3	2.2	1.8	-
Outubro	3.4	1.6	1.3	2.9	2.4	2.8	1.8	1.8
Consensus Forecasts								
2000								
Dezembro [b]	3.3	3.0	-	-	2.2	2.0	-	-
2000								
Março	3.3	2.7	2.9	-	2.2	2.1	1.8	-
Junho	3.4	2.3	2.7	-	2.2	2.5	1.9	-
Setembro	3.4	1.9	2.4	-	2.2	2.7	1.9	-
Dezembro	3.4	1.5	1.2	-	2.2	2.6	1.6	-
Eurosistema								
2000								
Dezembro	3.2-3.6	2.6-3.6	2.5-3.5	-	2.3-2.5	1.8-2.8	1.3-2.5	-
Junho	3.4	2.2-2.8	2.1-3.1	-	2.4	2.3-2.7	1.2-2.4	-
Dezembro	3.4	1.3-1.7	0.7-1.7	2.0-3.0	2.4	2.6-2.8	1.1-2.1	0.9-2.1

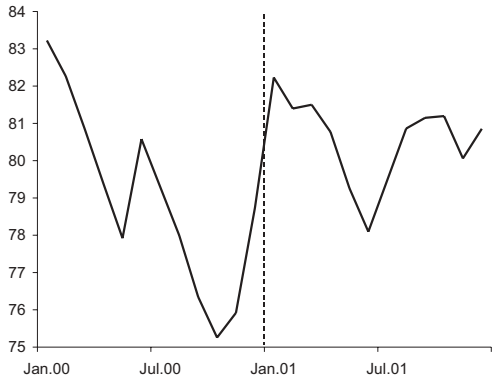
Fontes: *World Economic Outlook* do FMI, *Economic Outlook* da OCDE, Previsões Económicas da Comissão Europeia, Previsões do *Consensus Economics Forecasts* e BCE.

Notas:

(a) FMI e *Consensus Economics Forecasts:* preços no consumidor; OCDE: deflator do consumo privado; Comissão Europeia e Eurosistema: IHPC.

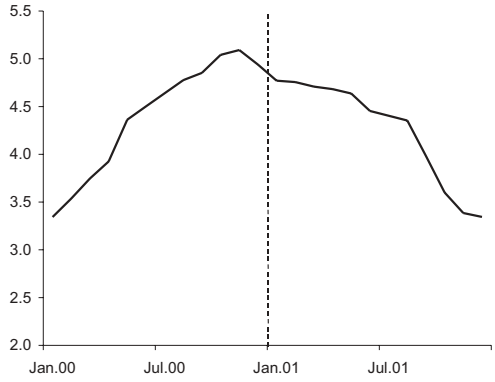
(b) Não inclui a Grécia.

Gráfico 2.2
CONDIÇÕES MONETÁRIAS NA ÁREA DO EURO
Índice de taxa de câmbio nominal efectiva
Janeiro de 1999=100



Fonte: BCE.

Taxa de juro de curto prazo
EURIBOR a 3 meses



Fonte: *Reuters.*

Taxa de rendibilidade a 10 anos

Fonte: *Bloomberg.*

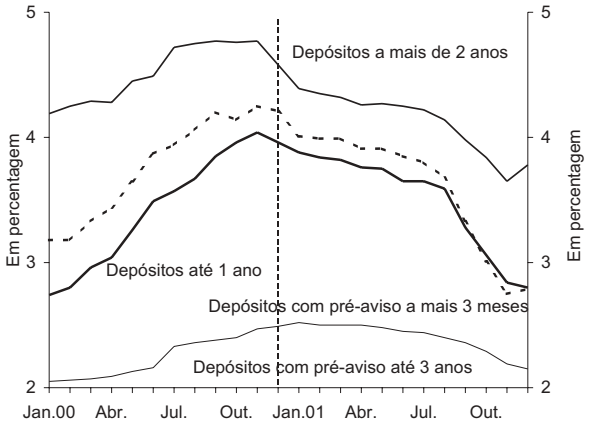
xas de juro oficiais. O cenário desfavorável para a evolução da actividade económica foi exacerbado pelo choque internacional relacionado com os ataques terroristas aos Estados Unidos ocorridos em 11 de Setembro, que contribuiu para um agravamento das perspectivas de crescimento para a economia mundial e para o aumento da incerteza em torno das mesmas, diminuindo ainda mais os riscos de pressões inflacionistas no médio prazo. Neste quadro, o BCE efectuou duas reduções adicionais das taxas de juro oficiais, ambas de 0.50 p.p., uma logo após os ataques terroristas, a 17 de Setembro, e outra a 8 de Novembro[3].

A descida das taxas de juro oficiais do verificada ao longo do ano transmitiu-se às taxas de juro do mercado monetário, que se reduziram significativamente em 2001, mantendo, assim, a tendência decrescente iniciada no final de 2000. Por seu turno, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a 10 anos na área do euro permaneceram relativamente estáveis ao longo de 2001, situando-se em Dezembro de 2001 cerca de 0.1 p.p. abaixo do seu nível em Dezembro de 2000. Deste modo, as condições monetárias na área do euro mantiveram-se pouco restritivas em 2001, reflectindo a relativa estabilidade das taxas de juro de longo prazo, bem como os efeitos em sentido contrário da apreciação do euro e da redução das taxas de juro curto prazo (Gráfico 2.2). No início de 2002, registou-se uma subida da generalidade das taxas de juro, tanto de curto prazo, como de longo prazo. Assim, e relativamente aos valores apresentados no final de 2001, a taxa Euribor a 3 meses aumentou cerca de 0.2 p.p para 3.4 por cento, no final de Março, enquanto a taxa Euribor a 1 ano aumentou 0.6 p.p para 4.0 por cento. No mesmo período, as taxas das obrigações de dívida pública a 10 anos na área do euro registaram uma subida de 0.2 p.p. para 5.4 por cento.

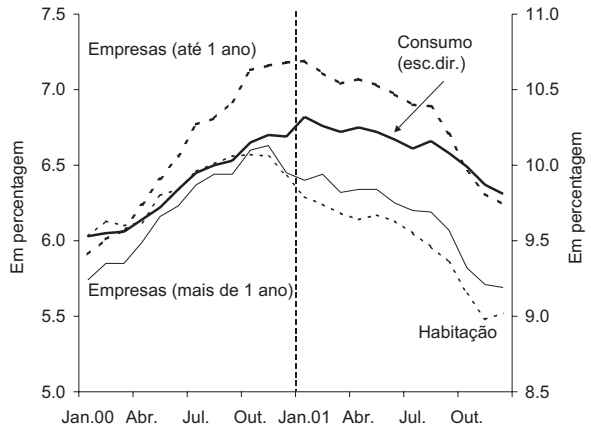
Acompanhando a evolução das taxas de juro do mercado monetário, as taxas de juro bancárias também apresentaram uma trajectória decrescente em 2001, que foi mais marcada a partir de Agosto (Gráfico 2.3). Ao nível dos depósitos, a redução

(3) Na reunião de 8 de Novembro, o Conselho do BCE decidiu ainda que, em regra, a avaliação da orientação da política monetária na área do euro passaria a ser efectuada apenas na primeira reunião de cada mês, passando as decisões de taxas de juro a ser normalmente tomadas nessas reuniões.

Gráfico 2.3
TAXAS DE JURO BANCÁRIAS NA ÁREA DO EURO
Taxas passivas



Taxas activas



das taxas de juro foi particularmente acentuada nos prazos entre três meses e um ano[4]. Ao nível dos empréstimos, é de destacar a manutenção da trajectória descendente das taxas de juro do crédito à habitação, que se reduziram 0.9 p.p., assim como das taxas de juro do crédito às empresas (que tiveram uma diminuição de 0.9 e 0.8 p.p., respectivamente, nos prazos até um ano e nos prazos superiores a um ano).

No início de 2001, a taxa de crescimento do agregado monetário M3 da área do euro manteve a trajectória descendente iniciada ainda em 2000 (Quadro 2.3). A média móvel de 3 meses das taxas de crescimento homólogas deste agregado encontrava-se abaixo do valor de referência de 4.5 por cento desde meados de 2000, tendo em conta os valores corrigidos da detenção por não residentes de instrumentos negociáveis incluídos no M3[5]. Esta desaceleração foi essencialmente motivada pelo comportamento das componentes mais líquidas do agregado, provavelmente reflectindo a subida das taxas de juro oficiais entre Novembro de 1999 e Outubro de 2000. Paralelamente, também o crescimento do crédito ao sector privado se tornou mais moderado a partir do início de 2001. No entanto, a desaceleração do M3 foi interrompida a partir do segundo trimestre de 2001, tendo-se assistido a um progressivo aumento das taxas de crescimento deste agregado. A taxa de variação homóloga do M3, que se situava em 3.8 por cento em Março de 2001, aumentou gradualmente até atingir um máximo de 8.1 por cento em Dezembro de 2001[6]. O comportamento do M3 deverá ter estado associado a uma maior preferência dos investidores por activos líquidos e de menor risco (em detrimento, por exemplo, de acções), num contexto de elevada incerteza como o que se verificou em 2001, em particular após os ataques terroristas de 11 de Setembro de 2001[7]. Refira-se ainda que, nos primeiros meses de 2002, se assistiu a uma desaceleração do M3, com a respectiva taxa de variação homóloga a diminuir para 7.9 por cento, em Janeiro, e 7.4 por cento, em Fevereiro (a média móvel

(4) Em 2001, as taxas de juro dos depósitos com pré-aviso até três meses diminuíram cerca de 0.3 p.p. (a Euribor a três meses diminui no mesmo período 1.6 p.p.), enquanto que as taxas de juro dos depósitos até um ano se reduziram em cerca de 1.2 p.p.

(5) Refira-se que a série totalmente corrigida apenas foi divulgada em Novembro de 2001. Em Maio, com base em dados preliminares, o BCE estimou que a distorção associada às detenções por não residentes de títulos do mercado monetário e de títulos de dívida emitidos com um prazo inicial até dois anos seria de cerca de ½ ponto percentual sobre a taxa de crescimento do M3 em Abril. Refira-se ainda que as taxas de crescimento homólogas do M3 totalmente corrigidas têm um padrão de comportamento próximo das não corrigidas, mas traduzem ritmos de crescimento do M3 mais moderados, em particular entre o primeiro trimestre de 2000 e o primeiro trimestre de 2001.

(6) O forte aumento da taxa de crescimento do M3 implicou que a respectiva média móvel de três meses das taxas homólogas se situasse acima do valor de referência de 4.5 por cento ao longo do segundo semestre de 2001.

(7) No primeiro semestre do ano, o declive pouco pronunciado da curva de rendimentos poderá igualmente ter contribuído para uma maior preferência por activos financeiros com maior liquidez.

Quadro 2.3

COMPONENTES DO M3 E DO CRÉDITO

Taxa de variação homóloga, salvo indicação em contrário (em percentagem)

	2000	2001	2000				2001			
			I	II	III	IV	I	II	III	IV
M1	8.0	3.6	10.3	9.3	6.9	5.7	2.5	2.5	3.8	5.4
Circulação monetária	4.2	-7.7	6.2	5.2	3.7	1.8	-1.3	-3.3	-7.4	-18.4
Depósitos à ordem	8.8	5.9	10.8	10.4	7.6	6.4	3.3	3.9	6.2	10.1
M2	4.5	4.1	5.1	4.8	4.1	3.8	3.0	3.5	4.4	5.7
Outros depósitos de curto prazo (M2-M1)[a]	1.4	4.7	0.6	1.1	1.6	2.2	3.4	4.3	5.0	5.9
M3	4.9	5.5	5.6	5.5	4.5	4.2	3.8	4.4	5.9	7.6
Instrumentos negociáveis (M3-M2)[a][b]	8.4	14.3	9.4	10.4	7.6	6.3	9.6	10.3	16.2	20.9
Crédito total	7.0	5.4	7.8	7.7	6.7	6.0	5.6	5.4	5.6	5.2
Crédito às Administrações Públicas	-2.7	-3.8	1.2	-1.6	-3.4	-7.0	-7.4	-5.3	-1.9	-0.5
Crédito a outros residentes na área do euro	10.4	8.3	10.1	11.0	10.1	10.4	9.8	8.8	7.8	6.9
Empréstimos a outros residentes na área do euro	9.6	7.8	9.3	10.1	9.4	9.6	9.1	8.2	7.4	6.5
Responsabilidades financeiras a mais longo prazo	6.6	3.5	6.8	6.5	7.0	6.0	4.5	3.8	2.6	3.2
Por memória: desagregação sectorial dos empréstimos [c]										
Sociedades não financeiras	-	-	9.4	9.3	11.1	10.9	10.0	9.0	7.4	6.3
Particulares	-	-	9.7	8.7	8.0	7.4	6.6	6.3	6.0	5.3
Crédito ao consumo	-	-	7.9	7.1	8.0	7.8	4.5	5.2	3.6	3.7
Crédito à habitação	-	-	11.4	10.2	9.0	8.6	8.3	7.7	7.8	6.6
Outros empréstimos	-	-	6.2	5.7	4.9	3.5	3.1	2.7	2.1	2.5

Fonte: BCE.

Notas:

(a) Não corrigido de efeitos sazonais e de calendário.

(b) Corrigido da detenção por não residentes.

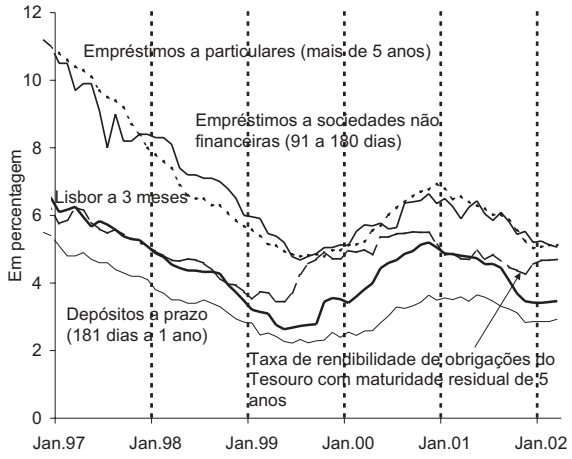
(c) Excluindo as Administrações Públicas (taxa de variação anualizada, em final de período). As definições de crédito ao consumo e de crédito à habitação poderão não ser totalmente consistentes para o conjunto da área do euro.

de três meses das taxas homólogas reduziu-se para 7.8 por cento em Fevereiro).

Em contraste com a situação verificada em 1999 e início de 2000, o aumento da taxa de crescimento do M3 em 2001 foi acompanhado por uma desaceleração continuada do crédito ao sector privado. De facto, e contrariamente à evolução do crédito ao sector público administrativo, que recuperou fortemente, em linha com o aumento das necessidades de financiamento das administrações públicas no conjunto da área do euro, o crédito a outros residentes na área do euro desacelerou de forma significativa em 2001, passando de uma taxa de crescimento de 10.5 por cento, no último trimestre de 2000, para 6.9 por cento, no quarto trimestre de 2001 (Quadro 2.3). Esta desaceleração reflecte o comportamento tanto do crédito às sociedades não financeiras, como do crédito a particulares, cujas taxas de variação homóloga apresentaram uma tendência decrescente ao longo do ano. O menor crescimento do crédito ao sector privado, apesar da redução das taxas de juro activas, poderá estar associado à deterioração da confiança na área do euro, quer das empresas quer dos consumidores, assim como ao abrandamento da actividade económica em 2001. Refira-se ainda que uma das razões que justificou a desaceleração do crédito às sociedades não financeiras ao longo do ano prendeu-se com o desaparecimento de alguns factores especiais que estiveram na origem do forte crescimento desta componente do crédito em 2000, como foi o caso do elevado número de fusões e aquisições de empresas na área do euro.

Na reunião de 6 de Dezembro de 2001, o Conselho do BCE realizou a avaliação regular do valor de referência para a taxa de crescimento do M3, tendo mantido o valor de 4.5 por cento. Esta decisão teve por base a definição de estabilidade de preços do BCE e a manutenção das hipóteses relativas ao crescimento do produto potencial na área do euro (2-2½ por cento ao ano) e à queda tendencial da velocidade de circulação do M3 (½-1 por cento ao ano).

Gráfico 2.4
TAXAS DE JURO BANCÁRIAS E DO MERCADO MONETÁRIO



Nota: Última observação: Março 2002.

2.2. Condições monetárias da economia portuguesa

Tal como no conjunto da área do euro, ao longo do ano 2001, as taxas de juro bancárias em Portugal acompanharam, com algum desfasamento, a diminuição das taxas de juro do mercado monetário, tendo-se revertido a tendência de subida registada no ano anterior (Gráfico 2.4). Em termos de valores médios anuais, as taxas de juro situaram-se, de uma forma geral, em níveis semelhantes aos registados no ano anterior. A redução das taxas de juro bancárias nominais ao longo do ano foi particularmente pronunciada no último trimestre de 2001, reflectindo a forte diminuição das taxas de juro do mercado monetário observada entre Setembro e Novembro de 2001. A partir de Dezembro, as taxas de juro interbancárias nos prazos mais curtos evidenciaram alguma estabilização, que veio a manifestar-se também nas taxas de juro bancárias nos primeiros meses de 2002. Na sequência da redução registada ao longo do ano, no final de 2001 e no início de 2002, as taxas de juro bancárias activas situavam-se próximo dos níveis mínimos observados em meados de 1999. A redução das taxas de juro ao longo do ano, sobretudo quando avaliada em termos reais, dever-se-á ter traduzido em condições monetárias progressivamente mais acomodatícias na economia portuguesa, apesar da ligeira apreciação registada pelo índice cambial efectivo para Portugal[8].

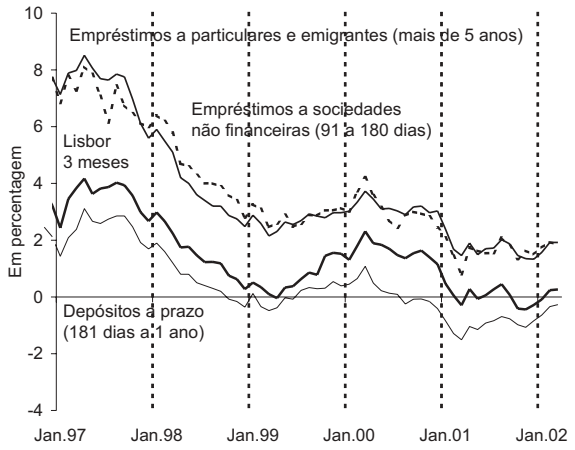
Em Dezembro de 2001, a taxa de juro dos empréstimos a sociedades não financeiras (91 a 180 dias) era 5.2 por cento (menos 1.2 p.p. do que em Dezembro do ano anterior), enquanto que a taxa de juro do crédito a particulares (mais de 5 anos) se fixou em 5.0 por cento (menos 1.9 p.p. que no final de 2000). No início de 2002, estas taxas de juro não sofreram alterações significativas, fixando-se ambas em 5.1 por cento em Março de 2002. A redução da taxa de juro dos depósitos a prazo (181 dias a 1 ano) não foi tão acentuada como a registada pelas taxas de juro de operações activas. Em Dezembro de 2001, esta taxa fixava-se em 2.9 por cento, o que representa uma redução de 0.6 p.p. em relação ao mês homólogo do ano anterior, tendo-se mantido inalterada nos primeiros meses de 2002. A relativa rigidez registada pelas taxas de juro dos depósitos traduziu-se num estreitamento do diferencial entre as taxas de juro de prazos comparáveis do mercado monetário e estas taxas. Com efeito, ao longo de 2001, este diferencial reduziu-se 1.1 p.p., para 0.5 p.p. no final do ano, antes de recuperar um pouco nos primeiros meses de 2002 (atingindo 0.6 p.p. em Março de 2002).

Em 2001, as taxas de juro bancárias activas reais[9], mantiveram-se relativamente estáveis, em níveis historicamente baixos, na sequência da forte redução registada nos últimos meses do ano 2000 e no primeiro trimestre de 2001 (Gráfico 2.5). Desde o final de 2001, as taxas de juro reais associadas a operações de concessão de crédito evidenciaram uma subida muito ligeira, que se associou à estabilização das taxas de juro nominais, em conjugação com a progressiva redução da inflação. Esta ten-

(8) Em termos de média anual, o índice cambial efectivo para Portugal registou uma apreciação de 0.6 por cento em relação a 2000, em temos nominais, e de 3.5 por cento, em termos reais. Note-se que, apesar de a apreciação do índice cambial efectivo real (calculado com base nos custos unitários de trabalho para o total da economia, excluindo os subsídios do Estado para a Caixa Geral de Aposentações) apontar para uma deterioração da competitividade das exportações portuguesas, observou-se em 2001 um aumento da quota de mercado das exportações de mercadorias portuguesas. Deste modo, a evidência sugere que o efeito do factor preço sobre a competitividade das exportações portuguesas terá sido dominado por outros factores.

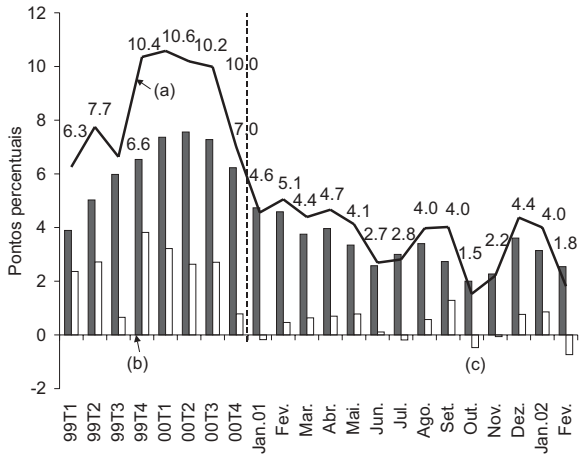
(9) Apesar das reconhecidas limitações do procedimento, as taxas de juro reais são calculadas como a diferença contemporânea entre as taxas de juro nominais e a taxa de variação homóloga do IPC, uma vez que é difícil determinar com rigor as expectativas dos agentes económicos em relação à taxa de inflação no período relevante.

Gráfico 2.5
TAXAS DE JURO BANCÁRIAS REAIS



Nota: Última observação: Março 2002.

Gráfico 2.6
CONTRIBUTOS PARA A TAXA DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA DOS DEPÓSITOS E EQUIPARADOS DO SECTOR PRIVADO NÃO FINANCEIRO



Notas:
(a) Taxa de variação homóloga dos depósitos do sector privado não financeiro (em percentagem).
(b) Particulares.
(c) Sociedades não financeiras.

dência de subida das taxas de juro reais foi observada nas taxas de juro dos depósitos bancários logo no segundo trimestre de 2001, tornando-se mais pronunciada a partir de Novembro. Contudo, esta ligeira subida não foi suficiente para compensar a forte redução observada no ano 2000, pelo que as taxas de juro reais dos depósitos bancários continuaram a situar-se em níveis negativos. Este facto deverá ter contribuído para o crescimento muito moderado dos depósitos a prazo observado em 2001. Com efeito, neste ano, os depósitos do sector privado não financeiro cresceram, em termos de média anual, a um ritmo consideravelmente inferior ao observado no ano anterior (Gráfico 2.6). Esta evolução resultou essencialmente da acentuada desaceleração dos depósitos registada no último trimestre de 2000 e no início de 2001. Em Dezembro de 2001, a taxa de variação homóloga dos depósitos situava-se em 4.4 por cento, o que compara com 6.4 por cento no mês homólogo do ano anterior e com 10.0 por cento no final de 1999. Nos primeiros meses de 2002, os depósitos do sector privado não financeiro voltaram a registar uma desaceleração significativa, crescendo a uma taxa de variação homóloga de 1.8 por cento em Fevereiro de 2002.

O crescimento muito moderado dos depósitos está em linha com a conjuntura de abrandamento da actividade económica e de taxas de juro nominais e reais em níveis historicamente reduzidos. Em face da subida da taxa de poupança dos particulares observada em 2001, o abrandamento dos depósitos deverá ter-se traduzido num crescimento mais significativo das restantes aplicações financeiras deste sector, designadamente acções e unidades de participação em fundos de investimento. Para além disso, esta recuperação da taxa de poupança (que se situava, no final da década de 90, em níveis historicamente baixos) deverá estar associada, em parte, a um processo de ajustamento da situação financeira das famílias, que têm de fazer face à amortização da dívida contraída ao longo dos últimos anos.

A desaceleração dos depósitos observada em 2001 resultou, sobretudo, da redução do ritmo de crescimento dos depósitos de particulares e emigrantes, cujo contributo para a taxa de variação homóloga dos depósitos do sector privado não financeiro diminuiu 1.9 p.p. entre Dezembro de 2000 e Dezembro de 2001. Por sua vez, o contributo dos depósitos das sociedades não financeiras registou uma redução mais ligeira (0.1 p.p.). Paralelamente à desaceleração dos depósitos, ocorreu, ao longo de 2001, alguma substituição de depósitos a prazo por depósitos à ordem, em linha com o baixo custo de oportunidade de detenção de aplicações financeiras com elevado grau de liquidez,

Gráfico 2.7
CONTRIBUTOS PARA A TAXA DE CRESCIMENTO DOS DEPÓSITOS E EQUIPARADOS DO SECTOR PRIVADO NÃO FINANCEIRO E TAXA DE JURO DOS DEPÓSITOS

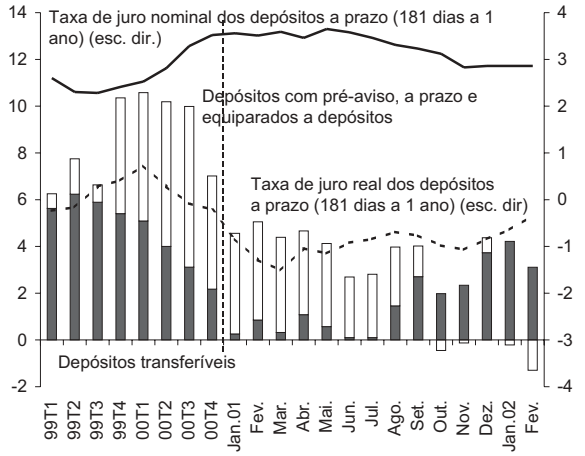
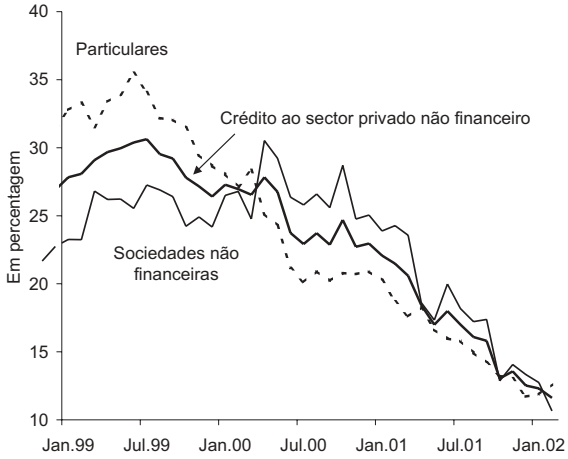


Gráfico 2.8
TAXAS DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA DO CRÉDITO AO SECTOR PRIVADO NÃO FINANCEIRO
Ajustado de operações de titularização



Nota: Última observação: Fevereiro 2002.

num contexto de taxas de juro em níveis historicamente reduzidos (Gráfico 2.7). Entre Dezembro de 2000 e o mês homólogo de 2001, o contributo dos depósitos transferíveis[10] aumentou 1.0 p.p., enquanto que o contributo dos depósitos a prazo registou, no mesmo período, uma redução de 3.0 p.p. (entre Dezembro de 2001 e Fevereiro de 2002, estes contributos reduziram-se, respectivamente, 0.6 e 1.9 p.p.).

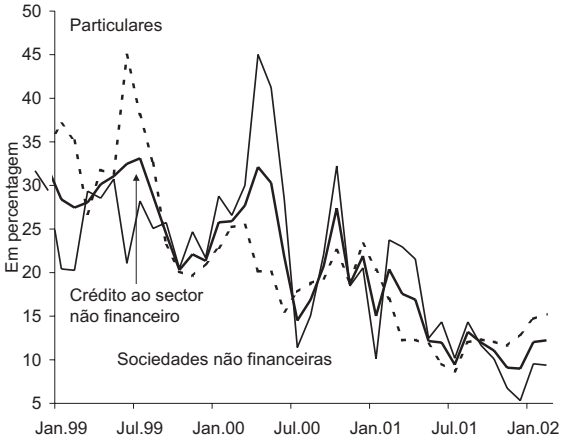
A tendência de desaceleração do crédito ao sector privado não financeiro, iniciada em meados de 1999, manteve-se no decurso de 2001, não obstante a redução generalizada das taxas de juro bancárias ao longo do ano. Como tal, a evolução do crédito ao sector privado não financeiro, que foi acompanhada pelo abrandamento do consumo (em particular de bens duradouros) e do investimento privados, deverá associar-se aos níveis elevados de endividamento entretanto atingidos, bem como à incerteza subjacente às perspectivas dos agentes económicos relativamente ao seu rendimento futuro. Assim, em Dezembro de 2001, o crédito ao sector privado não financeiro, ajustado de operações de titularização[11], registou uma taxa de variação homóloga de 12.5 por cento, o que se traduziu numa redução de 10.4 p.p. face a Dezembro de 2000 (Gráfico 2.8). Em Fevereiro de 2002, a taxa de variação homóloga deste agregado situou-se em 11.6 por cento, o que se reflectiu numa redução de 0.9 p.p. em relação a Dezembro de 2001.

O crédito a sociedades não financeiras registou, ao longo de 2001, uma forte desaceleração (em Dezembro de 2001, a taxa de variação homóloga foi de 13.3 por cento, o que compara com 25.0 por cento no final do ano anterior), que persistiu nos primeiros meses de 2002 (taxa de variação homóloga de 10.7 por cento em Fevereiro de 2002). Deste modo, alguns dos factores específicos que, em 2000, terão contribuído para que o crescimento do crédito a sociedades não financeiras se mantivesse em níveis persistentemente elevados, deverão ter perdido alguma relevância no decurso de 2001. Entre os factores específicos referidos, que não es-

(10) Neste agregado predominam os depósitos à ordem.

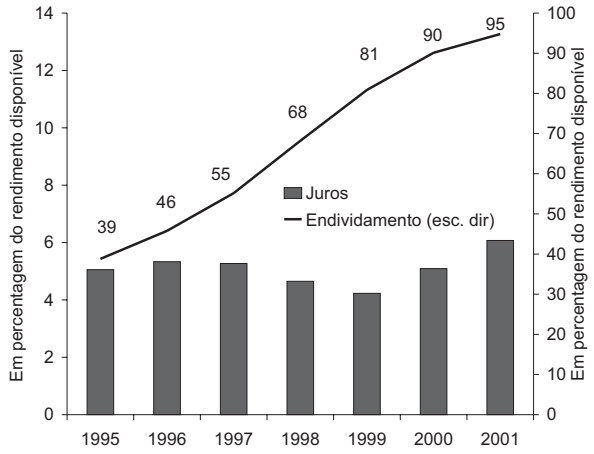
(11) Nos últimos anos foram realizadas algumas operações de titularização de crédito por instituições financeiras, que terão contribuído para o abrandamento do crédito bancário, uma vez que implicaram abatimentos de dimensão relevante no *stock* de crédito na carteira dos bancos, sobretudo no final de 2001. Note-se que estes abatimentos à carteira de crédito dos bancos não representam reduções no nível de endividamento global do sector privado não financeiro, tratando-se apenas de uma transferência de responsabilidades deste sector para a carteira de outras entidades. Como tal, todos os agregados de crédito analisados nesta secção foram ajustados, salvo referência em contrário, de forma a que os montantes associados a estas operações (bem como as respectivas amortizações) continuem a ser considerados no crédito concedido ao sector privado não financeiro.

Gráfico 2.9
CRÉDITO BANCÁRIO CONCEDIDO AO SECTOR PRIVADO NÃO FINANCEIRO RESIDENTE
Taxas de crescimento trimestrais anualizadas sobre valores corrigidos de sazonalidade e de operações de titularização de crédito



Nota: Última observação: Fevereiro 2002.

Gráfico 2.10
ENDIVIDAMENTO E JUROS PAGOS PELOS PARTICULARES



tariam directamente relacionados com a conjuntura económica, podem-se incluir operações de investimento directo de empresas portuguesas no exterior e as necessidades de financiamento associadas a operações de fusão e aquisição de grupos residentes. As necessidades de financiamento de obras públicas realizadas por entidades classificadas como sociedades não financeiras (de que são exemplo as infra-estruturas rodoviárias de "portagem virtual") também terão contribuído, nos últimos anos, para que o crédito a sociedades não financeiras continuasse a registar taxas de crescimento elevadas. Contudo, e em contraste com os outros dois factores referidos, a evidência disponível sugere que, em 2001, as necessidades de financiamento de entidades privadas dedicadas à construção e gestão de infra-estruturas rodoviárias deverão ter continuado a contribuir para o crescimento do crédito.

O crédito a particulares continuou a desacelerar ao longo de 2001, prosseguindo a trajectória de redução da sua taxa de crescimento iniciada em meados de 1999. Em Dezembro de 2001, a taxa de variação homóloga do crédito a particulares situou-se em 11.7 por cento, o que compara com 20.9 por cento no final do ano anterior. A evolução registada por este agregado deverá estar relacionada com o ajustamento gradual realizado pelas famílias em face do nível de endividamento entretanto atingido. No entanto, tendo em consideração taxas de crescimento trimestrais anualizadas sobre valores corrigidos de sazonalidade, observa-se que o ritmo de crescimento do crédito a particulares tem vindo a apresentar uma tendência ligeiramente crescente desde meados de 2001 (Gráfico 2.9). Este facto manifestou-se, nos primeiros meses de 2002, numa ligeira recuperação da taxa de variação homóloga do crédito a particulares, que se situou em 12.6 por cento em Fevereiro, um aumento de 0.9 p.p. face a Dezembro de 2001. Este recrudescer recente do crédito a particulares deverá estar relacionado com os níveis muito baixos registados pelas taxas de juro bancárias activas durante este período.

Apesar da desaceleração dos agregados de crédito em 2001, as suas taxas de crescimento continuaram a situar-se em níveis superiores aos das taxas de crescimento do rendimento disponível e do PIB nominal. Como tal, em 2001, o endividamento dos particulares e das sociedades não financeiras, medido, respectivamente, em percentagem do rendimento disponível e do PIB nominal, registou um aumento significativo em relação ao ano anterior. Estima-se que, em 2001, o endividamento dos particulares tenha representado cerca de 95 por cento do rendimento disponível, o que compara com 90 por cento no ano precedente (Gráfico 2.10). Simultaneamente, deverá ter-se verificado um aumento

Quadro 2.4

SÍNTESE MONETÁRIA

Milhões de euro

	1998	1999	2000	2001	2002	Variações absolutas Dez. 1998	Dez. 1999	Dez. 2000	Dez. 2001
	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Fev.	Dez. 1999	Dez. 2000	Dez. 2001	Fev. 2002
Activos líquidos sobre o exterior	14 960	8 985	-6 788	-19 368	-20 275	-5 974	-15 773	-12 580	-907
Banco de Portugal	16 770	18 623	14 985	16 050	15 367	1 852	-3 638	1 065	-684
Outras instituições financeiras monetárias[a]	-1 810	-9 637	-21 773	-35 418	-35 642	-7 827	-12 136	-13 645	-224
Dos quais:									
Denominados em euros	-2 364	-10 741	-19 559	-34 412	-33 488	-8 377	-8 818	-14 853	924
Crédito às Administrações Públicas	12 522	8 764	8 496	9 082	8 622	-3 758	-268	585	-460
Crédito interno (excepto às Administrações Públicas)	102 736	129 577	160 783	179 373	180 399	26 840	31 206	18 590	1 026
Particulares	44 591	56 859	68 921	76 022	76 904	12 268	12 062	7 101	881
Sociedades não financeiras	45 539	56 500	70 667	80 098	80 683	10 962	14 167	9 431	586
Instituições financeiras não monetárias	12 606	16 217	21 194	23 253	22 812	3 611	4 977	2 059	-441
Circulação monetária	4 562	5 620	5 392	4 450	4 700	1 059	-228	-942	250
Depósitos e equiparados - total	103 027	114 507	120 125	123 254	119 878	11 480	5 618	3 129	-3 377
Instituições financeiras não monetárias	7 623	9 661	9 843	10 360	10 117	2 038	182	517	-243
Administrações Públicas	8 177	8 872	8 181	6 329	6 744	695	-690	-1 852	415
Sociedades não financeiras e particulares	87 227	95 974	102 100	106 565	103 016	8 747	6 126	4 465	-3 549
Títulos excepto capital	10 769	13 319	17 476	22 491	23 217	2 550	4 157	5 015	726
Unidades de participação em Fundos do Mercado Monetário	0	0	115	166	187	0	115	51	21
Capital e reservas	15 905	20 827	25 920	28 392	30 250	4 921	5 093	2 472	1 858
Diversos (líquido)	-4 045	-6 947	-6 537	-9 666	-9 486	-2 903	410	-3 128	179
						Taxas de variação homóloga			
Por memória:									
Contributo para o agregado M1 da área do euro	38 164	45 537	47 723	51194	50 264	19.3	4.8	7.3	13.2
Contributo para o agregado M3 da área do euro	103 578	113 135	119 794	126 702	126 938	9.2	5.9	5.8	4.3

Nota:

(a) Os valores apresentados referem-se a activos líquidos de passivos face a outras instituições financeiras monetárias não residentes de acordo com o critério utilizado nas Estatísticas Monetárias. Desta forma, os valores reflectem, em parte, operações com instituições não residentes integradas em grupos financeiros sujeitos à supervisão em base consolidada pelo Banco de Portugal. A rubrica correspondente no agregado das contas consolidadas, que traduz melhor o endividamento das instituições de crédito, ascendia a -15185 milhões de euros, em Dezembro de 2001, (veja-se quadro A.3.15 do *Boletim Estatístico* de Abril de 2002).

do grau de esforço dos particulares[12], em resultado, essencialmente, do elevado nível de endividamento atingido nos últimos anos e, em parte, do efeito desfasado do aumento das taxas de juro observado em 2000. O endividamento das sociedades não financeiras, em percentagem do PIB, aumentou cerca de 6 p.p. em relação a 2000, situando-se em 86 por cento no final de 2001. É de salientar que, embora se tenha registado um aumento do nível de endividamento de ambos os sectores institucionais, o seu ritmo de crescimento é consideravelmente inferior ao observado em anos anteriores.

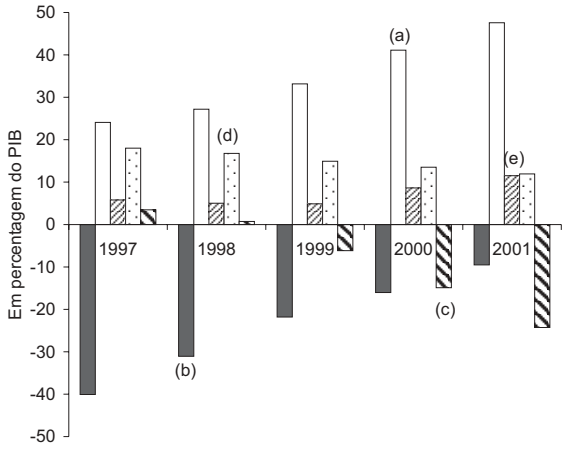
2.3. Evolução da Síntese Monetária[13]

A evolução registada pelo crédito e pelos depósitos ao longo dos últimos anos tem-se reflectido em alterações significativas na Síntese Monetária. Com efeito, desde o início de 1993, o crédito ao sector privado não financeiro tem vindo a registar

(12) O grau de esforço é definido como o serviço de dívida global, incluindo juros pagos e amortizações de capital, em percentagem do rendimento disponível.

(13) As rubricas de crédito consideradas nesta secção não foram ajustadas de operações de titularização.

Gráfico 2.11
POSIÇÃO LÍQUIDA DO SECTOR MONETÁRIO* DESAGREGAÇÃO INSTITUCIONAL
Em percentagem do PIB



Notas:
(a) Sociedades não financeiras.
(b) Particulares.
(c) DLX (Outras instituições financeiras monetárias).
(d) Disponibilidades líquidas sobre o exterior (DLX) (Banco de Portugal).
(e) Instituições financeiras não monetárias.
* A posição líquida do sector monetário face a cada sector é definida como a diferença entre os activos e os passivos do sector monetário face a esse sector.

taxas de variação consideravelmente superiores às dos depósitos deste sector institucional. Em 2001, apesar da forte desaceleração do crédito bancário, a posição líquida credora das outras instituições financeiras monetárias (OIFM) face ao sector privado não financeiro[14] voltou a aumentar significativamente, passando a representar 38.1 por cento do PIB, o que se traduz num aumento de 13.0 p.p. em relação ao ano anterior (Gráfico 2.11 e Quadro 2.4).

O aumento da posição credora líquida das OIFM face ao sector privado não financeiro tem sido espelhado num agravamento da posição devedora das OIFM portuguesas face ao exterior. É de referir que estes passivos são maioritariamente denominados em euros e que uma parte cada vez mais significativa deste financiamento no exterior reflecte a emissão internacional de obrigações por filiais com sede no estrangeiro de bancos portugueses, em detrimento do recurso ao financiamento de curto prazo nos mercados monetários internacionais (ver nota de pé-de-página (a) do Quadro 2.4).

3. POLÍTICA ORÇAMENTAL

A análise da evolução das contas públicas em 2001 está afectada pela circunstância das estimativas da execução orçamental em termos de Contabilidade Nacional serem ainda muito preliminares. Na verdade, na sequência das dúvidas levantadas publicamente sobre o défice das administrações públicas portuguesas, em particular em 2001, foi constituída uma Comissão liderada pelo Banco de Portugal, em que participam o Ministério das Finanças e o Instituto Nacional de Estatística, com o objectivo de analisar e actualizar as contas utilizadas na notificação do Procedimento dos Défices Excessivos do final de Fevereiro passado. Esta Comissão deverá apresentar as suas conclusões, no máximo, até ao próximo mês de Agosto. Boa parte dos problemas decorre de questões de especialização do exercício na passagem da óptica da Contabilidade Pública à óptica da Contabilidade Nacional (SEC-95) e do esclarecimento final de pontos em apreciação com o *Eurostat* desde há algum tempo. Estes últimos referem-se, nomeadamente, ao tratamento dos aumentos de capital de algumas empresas públicas e aos valores dos impostos e contribuições sociais considerados em Contabilidade Nacional por contraponto com os registados em Contabilidade Pública[15].

Nas recentes Previsões de Primavera, a Comissão Europeia, com base exclusivamente na informação de que dispunha neste momento, apresenta para Portugal uma estimativa de 2.7 por cento do PIB para o défice público em 2001, indicando que esse valor adiciona aos cerca de 2¼ por cento provenientes do reporte dos Défices Excessivos de Fevereiro, mais ¼ p.p. posteriormente indicados pelo Governo Português como acréscimo ao défice das Autarquias e Regiões e cerca de ¼ p.p. atribuíveis à reclassificação como transferências de capital de alguns aumentos de capital de várias empresas públicas.

(14) A posição líquida do sector monetário face a cada sector é definida como a diferença entre os activos e os passivos do sector monetário face a esse sector.

(15) Em Contabilidade Nacional contam-se os impostos apurados pelas guias de liquidação referidas aos anos em que são devidos e em Contabilidade Pública os impostos efectivamente cobrados em cada ano, numa óptica de caixa.

Este e outros pontos, conforme referido, têm vindo a ser examinados com o *Eurostat* e só serão definitivamente esclarecidos por altura da notificação do Procedimento dos Défices Excessivos do próximo Setembro. Por esta razão, têm que se considerar provisórios os dados que o Banco de Portugal utiliza neste *Boletim* sobre as Contas Públicas do ano passado e que apresentam, aliás, um défice idêntico ao publicado pela Comissão Europeia.

Deste modo, de acordo com as estimativas provisórias do Banco de Portugal, o défice das Administrações Públicas (AP) portuguesas, numa óptica de Contas Nacionais (SEC-95), teria ascendido a mais 0.8 p.p. do que em 2000 (excluindo a receita da venda de licenças de UMTS). Dado que as despesas em juros se mantiveram invariantes em percentagem do PIB, o excedente primário diminuiu 0.8 p.p., cifrando-se em 0.4 por cento do PIB. O défice das AP em 2001 excedeu, assim, largamente os objectivos assumidos na actualização do Programa de Estabilidade e Crescimento de Janeiro de 2001 (1.1 por cento do PIB). Este facto não pode ser imputado apenas a uma evolução macroeconómica menos favorável do que a então prevista pelo Governo, dado que o saldo primário ajustado do ciclo diminuiu em vez de aumentar significativamente como estava previsto.

Tal como nos anos anteriores, a despesa corrente primária registou um forte aumento, acima do crescimento do PIB nominal (mais 0.5 p.p. em rácio do PIB) e mostrando uma aceleração relativamente a 2000. Esta evolução resultou, em larga medida, do comportamento das despesas com pessoal, das transferências para as famílias e dos subsídios (que aumentaram 0.2, 0.4 e 0.1 p.p. em rácio do PIB, respectivamente).

As receitas correntes diminuíram 0.4 p.p. do PIB. As receitas fiscais (incluindo contribuições sociais) apresentaram, em 2001, um crescimento inferior ao verificado no ano anterior: 6.5 por cento, que compara com 8.1 por cento em 2000. As receitas dos impostos sobre o rendimento e património aumentaram 2.5 por cento, com o IRS a mostrar ainda um forte crescimento (9.0 por cento, em Contas Nacionais, de acordo com o Ministério das Finanças), apesar das medidas de desagravamento fiscal incluídas no Orçamento de Estado (OE) para 2001, e o IRC a diminuir significativamente (-6.4 por cento), devido, entre outros factores, à diminuição da taxa do imposto no OE-2000 de 34 para 32 por cento. Por sua vez, as contribuições sociais mantiveram a tendência de acentuado crescimento revelada nos anos anteriores (9.6 por cento). No que respeita aos impostos sobre a produção e a importação são de destacar o grande aumento da receita do ISP (21.7 por cento)[16], devido à descida do preço do petróleo não repercutida nos preços no consumidor, e a desaceleração da receita do IVA, em linha com a evolução da actividade económica.

O rácio da dívida das AP subiu, em 2001, de 53.4 para 55.2 por cento do PIB. Para este resultado contribuíram de forma decisiva os ajustamentos défice-dívida, em particular as regularizações de dívidas pelo Tesouro (€ 1837.9 milhões) e o elevado montante de despesa pago em Janeiro de 2001 mas relativo ainda à execução orçamental de 2000 (€ 1311.3 milhões).

4. A EVOLUÇÃO DO PRODUTO EM 2000: DESPESA E PRODUÇÃO

O PIB cresceu cerca de 1.8 por cento em 2001 de acordo com as estimativas do Banco de Portugal (3.6 por cento em 2000[17]) (Quadro 1.1). O abrandamento da actividade económica em 2001 resultou do enfraquecimento da procura externa relevante para a economia portuguesa e, sobretudo, da continuação do processo de ajustamento da procura interna, iniciado no ano anterior, em particular das suas componentes de consumo e investimento privados. Destaquem-se as variações negativas de algumas das componentes da procura interna com maior conteúdo importado, como o consumo de bens duradouros e o investimento em equipamento. Em resultado, no ano de 2001, o contributo da procura interna para o crescimento do produto diminuiu para 1.0 p.p. (3.4 p.p. em

(16) Numa óptica de Contas Nacionais. O valor registado em Contabilidade Pública é menor dado que reflecte a regularização das dívidas às empresas petrolíferas geradas em 1999 e 2000.

(17) Verificou-se uma revisão em alta das estimativas do Banco de Portugal para o crescimento económico em 1999 e 2000 face aos valores implícitos no *Boletim Económico* de Setembro de 2001 (de 3.7 para 3.8 por cento em 1999 e de 3.5 para 3.6 por cento em 2000). Estas revisões reflectem a adopção da nova base de contas nacionais anuais disponibilizada em Abril de 2002 pelo Instituto Nacional de Estatística para o período de 1995-98 e a incorporação de nova informação sobre finanças públicas e deflatores do comércio externo, bem como a melhoria de alguns dos procedimentos de estimação.

Quadro 4.1

EXPORTAÇÃO POR TIPO DE PRODUTOS

C. A. E. - Classificação das actividades económicas		Peso	1999			2000			2001		
	CAE	2000	Taxas de variação			Taxas de variação			Taxas de variação		
Exportações			Preço	Volume	Valor	Preço	Volume	Valor	Preço	Volume	Valor
Total		100.0	-0.2	3.6	3.5	5.8	8.3	14.6	1.2	4.5	5.8
Agric., prod. animal, caça, silvic., pesca e ind. aliment., das beb. e do tabaco	A+B+DA	7.3	-0.4	2.3	1.8	1.8	11.9	13.9	1.8	4.5	6.4
Indústrias extractivas	C	0.7	4.9	-9.1	-4.6	30.0	-15.7	9.6	-6.4	9.8	2.8
Industria têxtil e do couro e dos produtos do couro	DB+DC	24.8	-0.2	-0.4	-0.7	2.3	0.5	2.9	2.8	4.5	7.4
dos quais:											
Fabricação de têxteis	17	9.3	0.2	0.2	0.4	1.5	3.9	5.5	-0.5	12.8	12.2
Vestuário, artigos e preparação de peles com pêlo	18	9.2	0.4	-3.5	-3.0	1.3	-0.1	1.2	2.4	-2.5	-0.1
Indústria do couro e dos produtos do couro	DC	6.3	-1.8	3.3	1.5	5.0	-3.3	1.5	8.6	2.9	11.7
Ind. da madeira e da cortiça, pasta, papel e cartão e seus artigos, edição e impressão	DD+DE	10.1	3.5	-0.5	2.9	22.2	2.3	25.1	-6.5	3.6	-3.1
Coque, prod. petrolíferos refinados e combustível nuclear	DF	2.2	13.9	-2.6	10.9	58.7	2.2	62.2	-4.2	-19.7	-23.0
Prod. químicos, fibras sintéticas ou artificiais e artigos de borracha e de mat. plásticas	DG+DH	8.4	-1.2	10.7	9.3	12.7	17.5	32.5	-1.1	-2.1	-3.2
Outros prod. minerais não metálicos e ind. metalúrgicas de base e de prod. metálicos	DI+DJ	8.9	-2.3	7.4	4.9	3.2	14.7	18.3	0.7	2.2	3.0
Máquinas e equipamentos, n.e. e equipamento eléctrico e de óptica	DK+DL	19.9	-1.4	11.3	9.8	1.1	16.9	18.2	0.4	3.3	3.6
Material de transporte	DM	15.4	-0.9	1.3	0.4	2.7	7.7	10.6	7.1	11.8	19.8
do qual:											
Veículos automóveis, reboques e semi-reboques	34	13.8	-0.9	3.0	2.0	2.4	3.5	6.0	7.6	13.4	22.0
Outras indústrias transformadoras, n.e.	DN	2.2	4.6	-1.6	2.9	4.5	9.4	14.3	0.1	29.0	29.2

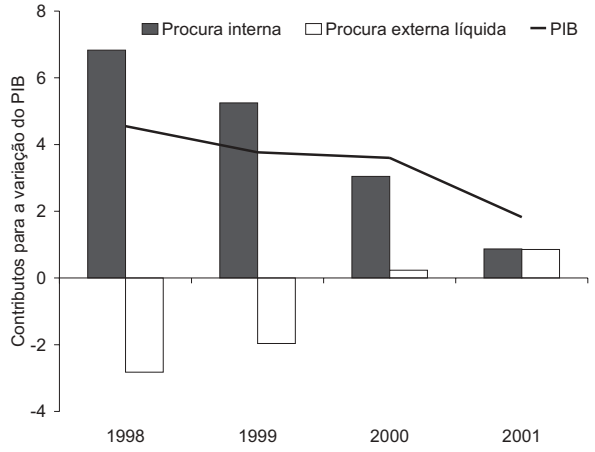
Fonte: INE.

2000). A evolução da procura global permitiu uma desaceleração das importações que mais do que compensou o abrandamento das exportações, determinando que o contributo positivo da procura externa líquida para o crescimento do PIB tenha aumentado em 2001 para 0.9 p.p. (0.2 p.p. em 2000) (Gráfico 4.1).

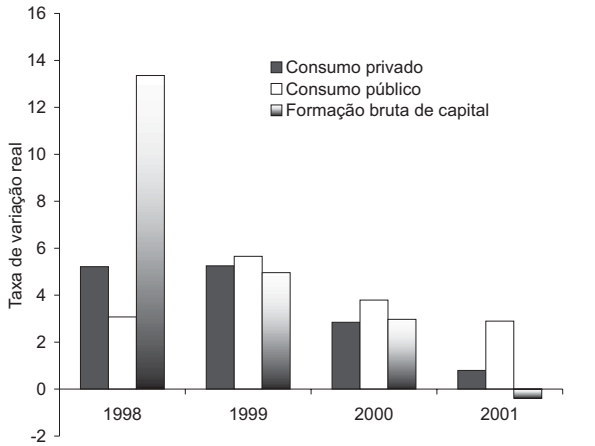
Relativamente às previsões apresentadas no BE de Setembro de 2001, embora a taxa estimada para o crescimento real do produto se situe dentro do intervalo de previsão então divulgado, registam-se algumas diferenças importantes em termos de composição. As revisões reflectem uma evolução mais moderada da procura global no segundo semestre do que o então projectado, acompanhada por uma desaceleração das importações mais acentuada do que o esperado (Quadro 1.2). Refira-se que o crescimento da procura interna se situou próximo do ponto médio do intervalo projectado. No entanto, as variações reais quer do consumo privado quer da FBCF ficaram mais próximas do limite inferior do intervalo de previsão. Pelo contrário, o crescimento real do consumo público foi significativamente superior ao previsto. As exportações de bens e serviços apresentaram um dinamismo bastante inferior ao considerado no BE de Setembro de 2001, reflectindo uma deterioração da envolvente externa da economia portuguesa no segundo semestre mais pronunciada do que estava implícito então nas projecções das instituições internacionais.

O crescimento económico em Portugal foi afectado negativamente pelo acentuado abrandamento da actividade mundial em 2001, que ocorreu de

Gráfico 4.1
PIB
Procura interna e procura externa líquida



Procura interna – Componentes



uma forma sincronizada. Em particular, o crescimento do PIB na área do euro – que concentra uma parte muito significativa dos parceiros comerciais de Portugal – reduziu-se de 3.4 para 1.5 por cento, um dos crescimentos mais fracos dos últimos anos. O crescimento da procura interna na área do euro situou-se em 0.9 por cento, o que compara com 2.8 por cento em 2000 e com crescimentos acima de 3 por cento nos dois anos anteriores. O contributo mais reduzido da procura interna para o crescimento do PIB reflectiu principalmente a acentuada desaceleração da FBCF – num contexto de deterioração da procura (quer externa quer interna) e de perspectivas mais incertas quanto à evolução futura da actividade – e a redução do contributo da variação de existências, que retirou 0.5 p.p. à variação do PIB, depois de ter apresentado um contributo nulo em 2000. O consumo privado apresentou igualmente um menor dinamismo no ano em análise. O abrandamento económico mundial reflectiu-se numa desaceleração acentuada das exportações dos países da área do euro ao longo de 2001, o que, a par de uma marcada perda de dinamismo da procura interna, se traduziu num crescimento bastante menor das importações. O contributo das exportações líquidas para o crescimento do PIB da área permaneceu praticamente inalterado em 2001.

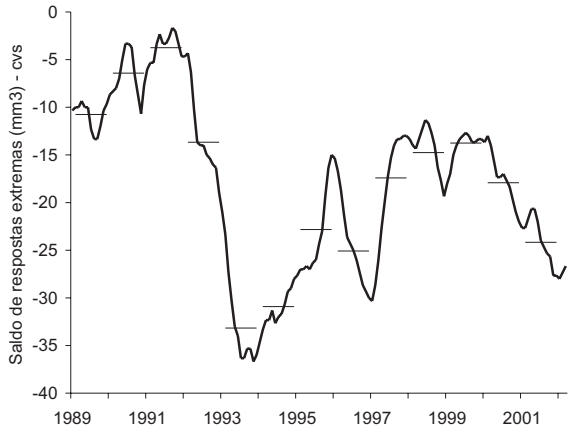
O consumo privado em Portugal registou um abrandamento significativo em 2001, apresentando um crescimento real de 0.8 por cento (2.8 por cento em 2000). Deste modo, e na sequência do que já tinha sido observado em 2000, esta componente da despesa voltou a apresentar um crescimento inferior ao do PIB. A desaceleração do consumo privado foi observada igualmente na área do euro (crescimento de 1.8 por cento, que compara com 2.5 e 3.2 por cento, respectivamente em 2000 e 1999). No entanto, em Portugal a desaceleração foi mais pronunciada e iniciou-se mais cedo, tal como é ilustrado pelo indicador de confiança da Comissão Europeia (Gráfico 4.2).

Vários factores explicam a evolução das despesas de consumo em Portugal em 2001. Por um lado, essa evolução foi condicionada pelo crescimento mais baixo do rendimento disponível real neste ano (1.9 por cento, que compara com 4.3 por cento em 2000), associado, em larga medida, ao aumento da inflação. Refira-se que o desagravamento de impostos sobre o rendimento das famílias verificado em 2001 não parece ter tido um impacto significativo sobre as despesas de consumo[18]. Por outro lado, verificou-se um aumento da incerteza quanto à evolução futura da economia, que conduziu a uma redução da confiança dos consumidores. Finalmente, o abrandamento das despesas dos consumidores continuou a reflectir, em larga medida, a necessidade de estabilizar o seu endividamento a um nível sustentável e concordante com as perspectivas de crescimento do rendimento no futuro. Deste modo, a taxa de pou-

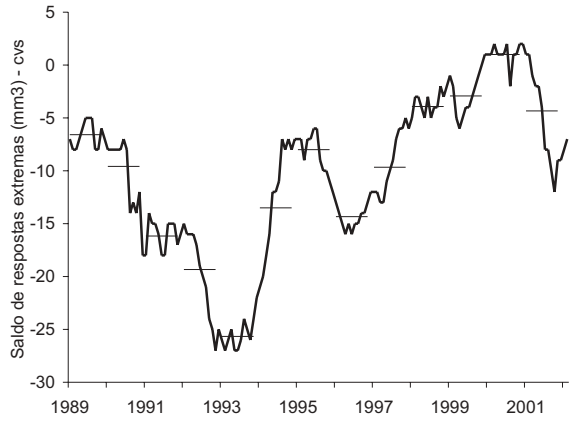
(18) Uma parte desse desagravamento de impostos só será perceptível em 2002, no apuramento da liquidação final de IRS relativa ao ano de 2001. De acordo com o reporte dos défices excessivos de Fevereiro de 2002, a receita do IRS terá crescido 9 por cento em 2001, uma taxa elevada semelhante à de 2000.

Gráfico 4.2

PORTUGAL – INDICADOR DE CONFIANÇA DOS CONSUMIDORES



ÁREA DO EURO – INDICADOR DE CONFIANÇA DOS CONSUMIDORES



Fonte: Comissão Europeia.

pança dos particulares aumentou pelo segundo ano consecutivo, não obstante a desaceleração do rendimento disponível.

Saliente-se, adicionalmente, que o abrandamento do consumo privado em 2001 e a subida da taxa de poupança foram ampliados pelo efeito da alteração no imposto automóvel. Esta alteração determinou um aumento do imposto automóvel dos veículos todo-o-terreno, tendo passado a ser-lhes aplicado o mesmo regime de imposto dos outros veículos automóveis ligeiros de passageiros. Assim, as vendas deste tipo de veículos aumentaram cerca de 30 por cento em 2000 – em parte devido a um efeito de antecipação de compras – e reduziram-se perto de 80 por cento em 2001. As vendas de veículos automóveis ligeiros de passageiros, excluindo todo-o-terreno, diminuíram 3.6 por cento em 2001 (-5.5 por cento em 2000). O agregado do consumo privado sem despesas de aquisição de automóveis terá desacelerado em 2001 cerca de um ponto percentual em termos reais, o que representa metade da magnitude do abrandamento estimado para o consumo privado total.

Um conjunto amplo de indicadores, tanto quantitativos como qualitativos, ilustra o abrandamento do consumo privado em 2001. O indicador coincidente do consumo privado, calculado pelo Banco de Portugal a partir de informação de natureza qualitativa proveniente dos inquéritos de conjuntura do INE, manteve em 2001 a tendência decrescente, registando um crescimento médio cerca de 2 p.p. abaixo do observado em 2000. O índice de volume de vendas do comércio a retalho[19], publicado pelo INE, registou um crescimento nominal inferior à inflação. Efectivamente, utilizando as categorias relevantes do IPC, estima-se que a variação real deste índice tenha sido de -0.4 por cento (aumento de 3.6 por cento em 2000). É de realçar que esta evolução negativa foi mais acentuada nos subíndices referentes a bens de consumo duradouros. Relativamente ao consumo de serviços, a informação disponível aponta para um crescimento superior ao do consumo de bens, embora também em abrandamento relativamente ao ano anterior. O consumo de serviços de telecomunicações e de serviços de reparações continuou a apresentar uma dinâmica apreciável. Pelo contrário, o consumo de serviços de turismo revelou-se menos dinâmico, registando-se uma redução das despesas de residentes com serviços de turismo fora e dentro do país. As dormidas de residentes em estabelecimentos de hotelaria nacionais cresceram apenas 0.3 por cento (2.6 por cento em 2000).

De acordo com estimativas muito preliminares do Banco de Portugal, o consumo público terá aumentado, em volume, 2.9 por cento em 2001 – 1 p.p. acima do valor assumido no BE de Setembro – tendo-se destacado como a componente da procura interna que apresentou o maior crescimento (Gráfico 4.1). Ainda assim, o seu crescimento foi menor do que o verificado em 2000, tanto em termos reais como em termos nominais. Em 2001, o

(19) Este indicador não abrange as vendas de veículos automóveis e de combustíveis.

consumo público terá aumentado 8.6 por cento, em termos nominais, após um crescimento de 10.3 por cento em 2000. As despesas com pessoal das administrações públicas continuaram a registar um crescimento muito alto (8.9 por cento, que compara com 10.2 por cento em 2000). Estes elevados ritmos de crescimento foram, em parte, resultado do crescimento do emprego nas administrações públicas. A evolução desta despesa em 2001 reflecte ainda, além da variação da tabela salarial (aumento de 3.71 por cento, contra 2.5 por cento em 2000), o efeito de promoções e de alterações de carreiras profissionais, embora já em menor grau do que no ano anterior. Nas outras componentes do consumo público, o abrandamento observado em 2001 terá sido um pouco mais acentuado, mantendo, contudo, crescimentos nominais muito elevados (7.9 e 10.7 por cento, respectivamente, em 2001 e 2000).

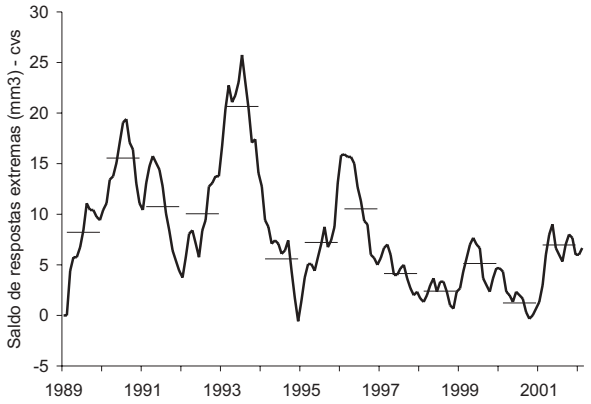
A variação de existências terá contribuído positivamente para o crescimento do produto em 2001, ao contrário do verificado no ano anterior. Com efeito, os resultados dos inquéritos de conjuntura do INE sugerem que se assistiu a um aumento do nível de existências, na parte final do ano, em particular na indústria transformadora (Gráfico 4.3).

A FBCF registou uma variação negativa em 2001 (-0.8 por cento, que compara com um crescimento de 4.8 por cento em 2000). Esta evolução reflectiu a forte redução do investimento em material de transporte (de cerca de -15 por cento) e, em menor grau, do investimento em máquinas e produtos metálicos (-2.8 por cento). Refira-se que a FBCF em material de transporte em 2001 foi afectada – à semelhança do ocorrido com as despesas de aquisição de veículos automóveis todo-o-terreno – pelo aumento do imposto automóvel sobre os automóveis ligeiros comerciais. A FBCF em construção continuou a registar uma variação positiva, embora menor do que a verificada em 2000 (2.5 e 5.0 por cento, respectivamente). Numa análise por sector institucional, verifica-se que o investimento das empresas se reduziu em 2001, tal como o investimento das famílias em habitação. Pelo contrário, a FBCF das administrações públicas deverá ter registado um forte crescimento, muito localizado em construção de obras públicas.

A redução da FBCF em equipamento reflectiu, por um lado, a deterioração da procura externa e interna – que implicou um abrandamento da produção e uma menor utilização de capacidade produtiva – aliada a perspectivas mais incertas sobre a evolução futura da actividade económica. Em particular, a incerteza relativamente às perspectivas das principais economias deverá ter afectado negativamente as expectativas dos empresários e, consequentemente, os seus planos de investimento. Efectivamente, para além dos canais directos de influência sobre a economia portuguesa – que se traduzem na variação da procura dirigida às exportações portuguesas – a evolução do enquadramento externo afecta a formação das expectativas dos agentes económicos e, em resultado, as suas decisões de consumo e de investimento. Por outro lado, o comportamento deste tipo de investimento poderá ter sido condicionado pelo elevado nível de endividamento das empresas, decorrente da

Gráfico 4.3

APRECIAÇÃO DE EXISTÊNCIAS NA INDÚSTRIA



APRECIAÇÃO DE EXISTÊNCIAS NO COMÉRCIO A RETALHO E POR GROSSO

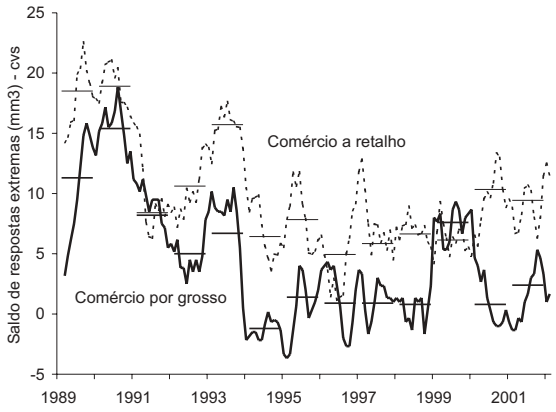
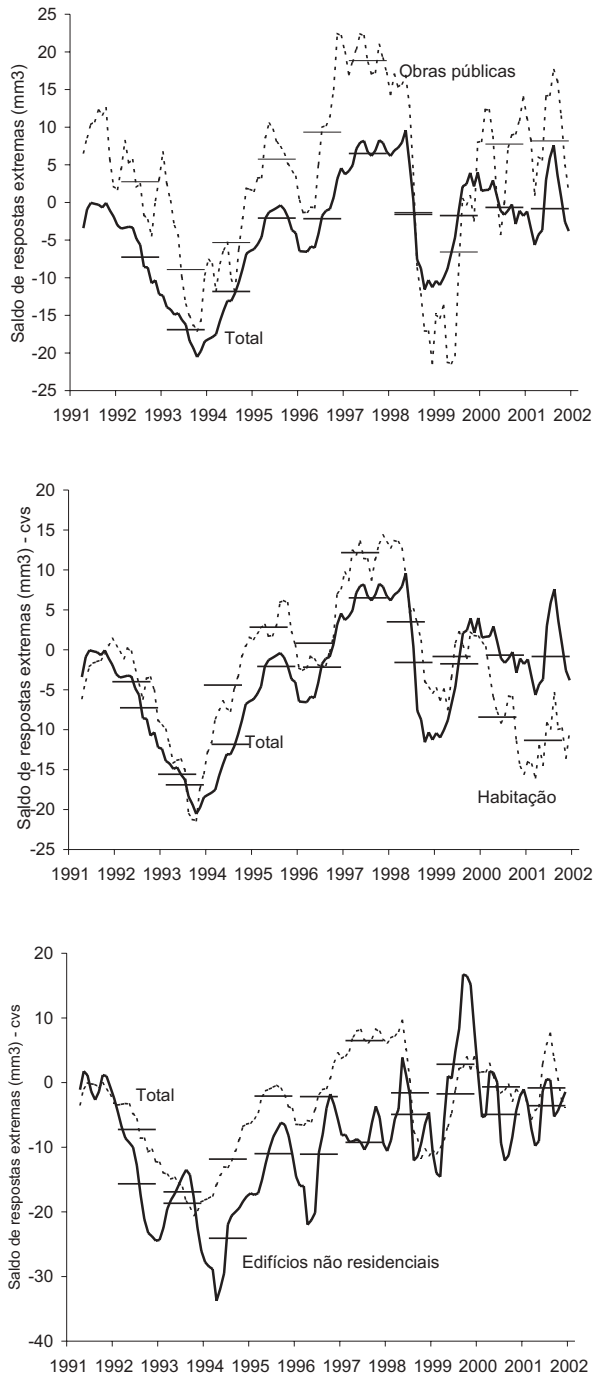


Gráfico 4.4
APRECIAÇÃO DA ACTIVIDADE NO SECTOR DE CONSTRUÇÃO E OBRAS PÚBLICAS
Principais subsectores



necessidade de financiamento dos fortes crescimentos do investimento no passado recente.

O abrandamento da FBCF em construção em 2001 reflecte, por um lado, a redução do investimento em habitação e, por outro, uma ligeira aceleração do investimento em obras públicas e edifícios não residenciais. Esta diferente dinâmica é ilustrada pelas evoluções dos saldos de respostas extremas sobre a actividade nos subsectores da construção apurados pelo inquérito de conjuntura do INE (Gráfico 4.4).

A evolução negativa da FBCF em habitação é sugerida por vários indicadores. As licenças para construção de novos fogos residenciais reduziram-se 4 por cento em 2000 e 10 por cento em 2001. Os fluxos líquidos do crédito à habitação voltaram a apresentar uma variação negativa no final de 2001 (-11.2 por cento, que compara com -12.2 por cento no final de 2000). A evolução negativa da FBCF em habitação constitui uma correcção dos fortes ritmos de crescimento nos anos recentes, determinada por um conjunto de razões. Em primeiro lugar, seria insustentável manter o ritmo passado de aumento do endividamento dos particulares, que resultou da redução, em grande medida considerada irreversível, dos níveis das taxas de juro. Em segundo lugar, a evolução da conjuntura económica, condicionada negativamente pela envolvente externa e pela evolução desfavorável da situação orçamental, deverá ter conduzido a uma atitude mais cautelosa nas decisões de investimento por parte das famílias. Finalmente, com as fortes taxas de investimento registadas nos anos recentes, o *stock* de habitações disponíveis terá já atingido níveis suficientemente elevados que limitam, pelo menos temporariamente, a margem de crescimento do investimento.

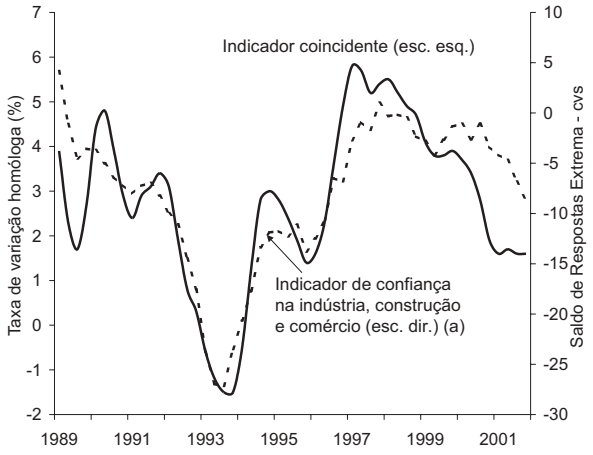
As exportações de bens e serviços abrandaram em 2001, registando um crescimento real de 3.3 por cento (8.5 por cento em 2000). A desaceleração das exportações de serviços foi particularmente acentuada, sendo de referir o caso dos serviços de turismo que cresceram, em termos reais, perto de 3 por cento em 2001 (12 por cento em 2000).

As exportações de mercadorias também desaceleraram em 2001, quer em termos nominais quer em termos reais. Em termos nominais, esse comportamento resultou, em parte, da desaceleração dos preços de venda ao exterior. A perda de dinamismo foi visível nas exportações de mercadorias quer para mercados extra-comunitários quer para países da União Europeia (EU), tendo sido mais acentuada no primeiro caso[20]. Em termos reais, a redução no crescimento foi de cerca de 4 p.p. (de 7.9 por cento em 2000 para 4.0 por cento em 2001), tendo resultado basicamente da redução do cresci-

mento da procura externa relevante para a economia portuguesa[21] (de 11.8 por cento em 2000 para 1.2 por cento em 2001). O ganho de quota de mercado de exportação implícita nestes resultados (2.7 por cento) interrompeu a tendência de perda de quota observada nos últimos anos (perda acumulada de cerca de 13 p.p. nos anos de 1997 a 2000), tendo contribuído para minorar o impacto negativo da deterioração do enquadramento internacional sobre a economia portuguesa em 2001. Para este ganho contribuiu, em parte, a forte aceleração das exportações de veículos automóveis em 2001, na sequência do encerramento de uma grande unidade de produção do sector automóvel durante alguns meses de 2000 (Quadro 4.1). No entanto, mesmo excluindo este efeito, obtém-se um diferencial positivo entre o crescimento das exportações de mercadorias e o crescimento do mercado externo relevante. Esta evolução poderá estar relacionada, em parte, com o comportamento, mais positivo do que num passado recente, das vendas ao exterior das indústrias exportadoras mais tradicionais – "têxteis, vestuário e calçado" – que cresceram em volume a uma taxa próxima da do total de exportações. Recorde-se que as exportações destas indústrias tinham registado reduções ou crescimentos diminutos nos anos anteriores, contribuindo desse modo para a perda de quota de mercado observada nesses anos. Explicações possíveis para o ganho de quotas em 2001 podem ser, por exemplo, quer a interrupção do processo de deslocalização de empresas exportadoras dos sectores tradicionais para outros países de mão-de-obra mais barata, quer o redireccionamento das vendas para o mercado exterior num contexto de enfraquecimento da procura interna.

Em 2001, as importações de bens e serviços terão crescido apenas 0.5 por cento em volume (5.7 por cento em 2000). Este abrandamento foi acentuado pela variação muito negativa das importações de serviços (-8.3 por cento, após um crescimento de 7.6 por cento em 2000). As importações de mercadorias também registaram uma desaceleração forte em relação ao ano anterior (de 5.5 para 1.6 por cento, em termos reais), já que a redução das despesas de consumo em bens duradouros e do investimento em material de transporte e outro equipamento – componentes da procura interna com elevado conteúdo importado – e a desaceleração das exportações se traduziram num menor recurso a oferta externa.

Gráfico 4.5
INDICADOR COINCIDENTE DA ACTIVIDADE E CONFIANÇA NA INDÚSTRIA, CONSTRUÇÃO E COMÉRCIO



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

Nota:

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

Saliente-se que os preços de exportação e importação registaram um abrandamento pronunciado em 2001, em particular no caso das importações, que esteve associado, em parte, ao comportamento do preço do petróleo nos mercados internacionais. As estimativas do Banco de Portugal apontam para um aumento dos preços das exportações de 2.2 por cento, superior ao crescimento estimado de 0.8 por cento para os preços das importações. Desta forma, a evolução dos termos de troca no comércio de bens e serviços foi favorável à economia portuguesa em 2001, por oposição ao ocorrido no ano anterior (variações de 1.4 e -3.1 por cento, respectivamente). O ganho resultante desta variação positiva dos termos de troca equi-

(20) As exportações nominais para países extra-comunitários desaceleraram de 34.7 por cento em 2000 para 4.4 por cento em 2001, enquanto que o crescimento do mesmo fluxo para países da UE se reduziu de 10.5 para 6.2 por cento no mesmo período.

(21) Este indicador é obtido a partir das importações de produtos manufacturados de um conjunto significativo de economias, compiladas pela OCDE, tendo em conta a repartição relativa das exportações portuguesas por países de destino.

Quadro 5.1

SÍNTESE DE INDICADORES DO MERCADO DE TRABALHO

	Remunerações por trabalhador [a]				Emprego total	Emprego por conta de outrem	Taxa de desemprego	Taxa de actividade
	Total da economia[b]		Sector privado[c]					
	Nominais	Reais [d]	Nominais	Reais [d]				15-64 anos
	(t.v.)	(t.v.)	(t.v.)	(t.v.)	(t.v.)	(t.v.)	(%)	(%)
1998	6.4	3.6	6.4	3.6	2.3	2.1	5.0	70.1
1999	5.3	2.9	4.8	2.4	1.8	3.3	4.4	70.6
2000	5.7	2.6	5.3	2.2	1.7	2.5	4.0	71.1
2001	5.7	1.1	5.4	0.8	1.6	1.7	4.1	71.8

Fonte: INE, "Contas Nacionais" e "Inquérito ao Emprego" e Banco de Portugal.

Notas:

(a) Remunerações por trabalhador por conta de outrem; incluem os valores das tabelas salariais, benefícios complementares e contribuições patronais para a Segurança Social.

(b) Excluindo o subsídio do Estado para a Caixa Geral de Aposentações.

(c) Excluindo as remunerações pagas aos trabalhadores do Sector Público Administrativo.

(d) Deflacionadas utilizando o deflator do Consumo Privado.

t.v.: Taxa de variação em percentagem.

valeu, em termos reais, a 0.5 por cento do PIB (-1.1 por cento em 2000).

Por sectores de actividade, a evolução em 2001 foi caracterizada por uma desaceleração na construção e nos serviços – em particular, no comércio – e pela manutenção do ritmo de crescimento na indústria. Reflectindo o comportamento conjunto destes sectores, o indicador coincidente da actividade calculado pelo Banco de Portugal apresentou uma variação média anual em 2001 claramente inferior à observada em 2000 (Gráfico 4.5). Nos serviços, a desaceleração resultou, em larga medida, do comportamento da actividade nos subsectores do comércio e de restaurantes e hotéis. A desaceleração da procura interna, em particular, do consumo privado de bens e da FBCF em equipamento, teve como consequência um abrandamento da actividade no comércio a retalho e por grosso. No sector de restaurantes e hotéis, verificou-se igualmente uma forte desaceleração da actividade, em termos reais, associada ao comportamento das despesas de residentes e não residentes no território nacional. Dados preliminares sobre as dormidas totais na hotelaria apontam para um decréscimo de 1.7 por cento no ano (aumento de 3.3 por cento em 2000). A indústria terá mantido um crescimento próximo do observado em 2000, para o que terá contribuído a evolução verificada na indústria automóvel (forte crescimento após queda no ano anterior)[22]. A produção das restantes indústrias experimentou uma desaceleração, em linha com a evolução das procuras interna e externa. Como já apontado, o abrandamento na construção é explicado pela evolução do segmento de construção residencial. Por último, refira-se que a actividade no sector da agricultura, silvicultura e pesca registou uma ligeira recuperação, após a queda acentuada em 2000.

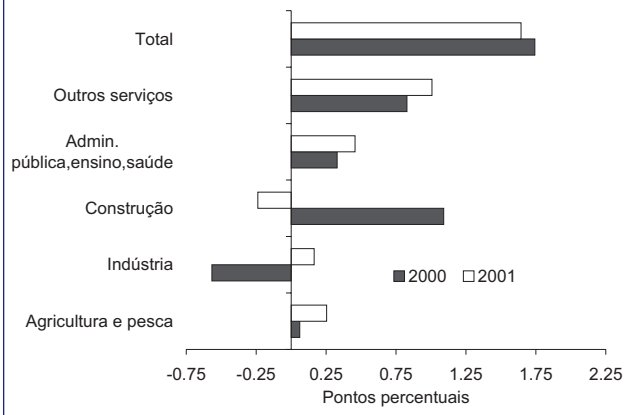
5. EMPREGO E SALÁRIOS

Em 2001, de acordo com o Inquérito ao Emprego do Instituto Nacional de Estatística, a evolução do mercado de trabalho em Portugal foi caracterizada pela manutenção de um crescimento forte do emprego total (1.6 por cento, que compara com 1.7 por cento em 2000) (Quadro 5.1). O emprego por conta de outrem desacelerou de uma forma relativamente acentuada, de 2.5 por cento em 2000 para 1.7 por cento em 2001. Contrariamente ao verificado em anos anteriores, as restantes formas de emprego – por conta própria, trabalhadores familiares não remunerados e outros – conheceram igualmente um aumento em 2001 (1.6 por cento).

O maior contributo positivo para o crescimento do emprego, em 2001, continuou a ter origem nos serviços (1.5 p.p.) (Gráfico 5.1). Em particular, e de acordo com o Inquérito ao Emprego, destaque-se o

(22) Este comportamento resulta de um efeito de base, associado à paragem da produção de uma grande unidade fabril do sector durante alguns meses de 2000.

Gráfico 5.1
CONTRIBUIÇÕES SECTORIAIS PARA A VARIAÇÃO DO EMPREGO TOTAL



Fonte: INE, "Inquérito ao Emprego".

novo e significativo aumento do emprego na administração pública, ensino e saúde em 2001 (2.7 por cento, que compara com 2.0 por cento em 2000). Também no sector do comércio se continuou a registar um crescimento elevado do emprego (4 por cento). Verificou-se ainda um aumento do emprego na agricultura e pesca, com uma contribuição para a variação do emprego total de 0.3 p.p. (0.1 p.p. em 2000). O sector da construção, que tinha dado um significativo contributo para o crescimento do emprego total nos anos anteriores, teve um contributo negativo para a variação líquida do emprego em 2001 (cerca de -0.2 p.p.).

O abrandamento da actividade económica, a par do crescimento observado do emprego, traduziu-se numa desaceleração acentuada da produtividade aparente por trabalhador (crescimento 0.2 por cento em 2001, que compara com 1.8 por cento em 2000). Esta evolução da produtividade reflecte o desfasamento entre os ciclos do produto e do emprego e foi observada igualmente na generalidade dos países da área do euro.

Interrompendo a tendência decrescente registada nos últimos anos, a taxa de desemprego subiu 0.1 p.p. em 2001, fixando-se em 4.1 por cento da população activa, um nível ainda bastante inferior ao estimado para a taxa natural de desemprego (cerca de 5 por cento). Verificou-se um aumento do número de desempregados, em 3.3 por cento, após as reduções observadas nos anos anteriores. Esta variação deveu-se a um aumento significativo do número de indivíduos à procura de primeiro emprego (23.5 por cento). O número de desempregados à procura de novo emprego – mais de 85 por cento do total – aumentou muito ligeiramente (0.1 por cento).

A taxa de actividade voltou a aumentar de forma acentuada em 2001. Para indivíduos de idade compreendida entre os 15 e os 64 anos, o aumento foi de 0.7 p.p. em 2001, fixando-se em 71.8 por cento. Esta variação é explicada, em larga medida, por uma redução da proporção de jovens dos 15 aos 24 anos na população[23] e pelo aumento tendencial da taxa de participação feminina. Em 2000 e 2001, o fenómeno de imigração terá contribuído igualmente para os aumentos verificados na taxa de actividade apurada pelo Inquérito ao Emprego do INE.

Os salários nominais mantiveram o ritmo de crescimento observado no ano anterior, continuando assim a exceder largamente o aumento observado na área do euro (que foi de cerca de 2.5 por cento). De acordo com estimativas do Banco de Portugal, a taxa de variação das remunerações nominais por trabalhador no sector privado situou-se em 5.4 por cento em 2001 (5.3 por cento em 2000) (Quadro 5.1). Este valor fixa o desvio estimado relativamente aos salários acordados em processo de negociação colectiva em cerca de 1.5 p.p., menos 0.3 p.p. do que em 2000. Note-se que o crescimento das remunerações por trabalhador dos funcionários públicos continuou acima do estimado para o sector privado.

6. INFLAÇÃO

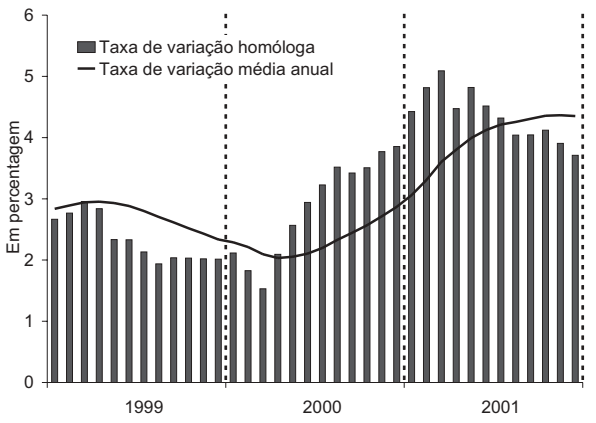
Em 2001, a taxa de inflação em Portugal, medida pela variação média anual do Índice de Preços no Consumidor (IPC), aumentou para 4.4 por cento (2.9 por cento em 2000). No entanto, a taxa de variação homóloga do IPC apresentou uma trajectória descendente desde o segundo trimestre de 2001, passando, a partir do mês de Agosto, a ser inferior à taxa de variação média, o que já não acontecia desde Março de 2000 (Gráfico 6.1, Quadro 6.1). Em Dezembro de 2001, a taxa de variação

(23) Se se mantivesse constante a taxa de participação de cada nível etário da população observada em 2000, apenas a evolução da estrutura etária dessa população em 2001 implicaria um aumento de cerca de 0.3 p.p. da taxa de participação.

Gráfico 6.1

ÍNDICE DE PREÇOS NO CONSUMIDOR

Taxas de variação homóloga e média



Fonte: INE.

homóloga do IPC situava-se em 3.7 por cento, menos 0.2 p.p. do que em Dezembro de 2000 e menos 1.4 p.p. do que em Março de 2001, mês em que atingiu o valor mais elevado. Esta trajectória de redução foi confirmada no primeiro trimestre de 2002, verificando-se uma redução da taxa de variação homóloga do IPC para 3.2 por cento, em Fevereiro e em Março.

A evolução da inflação portuguesa em 2001 reflectiu essencialmente três factores principais (ver Caixa 1 – *Factores explicativos da inflação em Portugal*). Por um lado, verificaram-se variações anómalas dos preços de alguns bens alimentares, com impacto sobre a variação do IPC. Por outro lado, registou-se um aumento da inflação externa, que se traduziu numa aceleração dos preços das importações de bens de consumo em Portugal. Por outro lado ainda, e como salientado na secção anterior, continuou a verificar-se um elevadíssimo cresci-

Quadro 6.1

IPC – PRINCIPAIS CLASSES E AGREGADOS

Taxas de variação média e homóloga, em percentagem

	Pesos no total	Taxas de variação média			
		1998	1999	2000	2001
Total	100	2.8	2.3	2.9	4.4
Total excluindo alimentares não transformados e energéticos	78.1	2.5	2.7	2.5	3.6
Agregados					
Bens	68.9	1.9	1.7	2.2	4.2
Alimentares	25.8	3.8	2.7	1.9	6.1
Não transformados	13.0	6.0	2.7	2.5	8.8
Transformados	12.8	1.5	2.8	1.4	3.1
Industriais	43.1	0.8	1.1	2.4	3.1
Não energéticos	34.3	0.8	1.8	1.4	2.5
Energéticos	8.8	0.6	-1.9	6.1	5.2
Serviços	31.1	4.9	3.7	4.2	4.8
Classes					
Produtos alimentares e bebidas não alcoólicas	22.7	3.5	2.2	2.1	6.5
Bebidas alcoólicas e tabaco	3.2	4.9	7.2	0.8	3.2
Vestuário e calçado	7.2	-1.0	0.4	0.8	1.5
Habitação, água, electricidade, gás e outros combustíveis	10.1	2.7	0.8	3.7	3.9
Acessórios, equipamentos domésticos, manutenção corrente da habitação.	8.1	2.1	2.2	2.0	3.2
Saúde	6.0	4.6	4.2	3.1	3.6
Transportes	21.2	2.4	2.9	4.8	4.8
Comunicações	2.5	-3.9	-3.7	-4.8	-2.2
Lazer, recreação e cultura	4.2	-0.3	0.7	0.8	2.2
Educação	1.6	18.7	4.8	5.0	5.2
Hotéis, cafés e restaurantes	9.2	3.3	2.9	3.6	4.2
Bens e serviços diversos	4.0	3.5	3.8	4.3	5.5
Por memória:					
Medidas de tendência					
Média aparada a 10 por cento		2.3	2.1	2.8	3.9
Componente principal		3.0	2.6	2.7	3.4

Fontes: INE e Banco de Portugal .

mento das remunerações por trabalhador, nominais e reais, com estas últimas a aumentarem bastante acima da produtividade, o que aconteceu pelo quinto ano consecutivo.

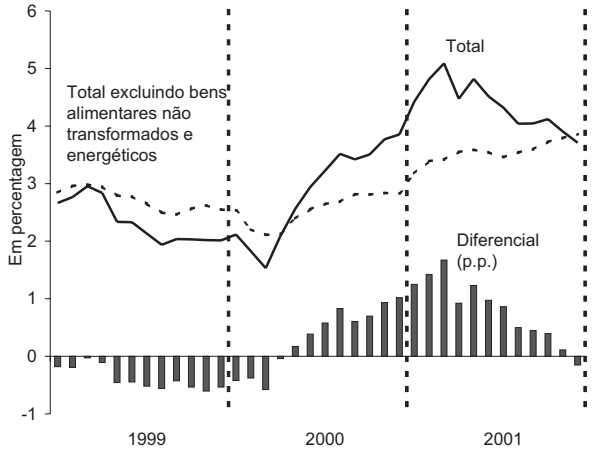
A taxa de variação homóloga dos preços dos bens alimentares não transformados registou, desde meados de 2000, uma forte subida, situando-se acima de 10 por cento até ao final do primeiro semestre de 2001, para depois se reduzir gradualmente ao longo do segundo semestre, atingindo 4.6 por cento em Dezembro. O comportamento dos preços desta componente resultou do ressurgimento de notícias relativas a surtos de BSE e de febre aftosa e da existência de condições meteorológicas particularmente adversas durante o inverno de 2000 / 2001.

É de salientar que os preços no consumidor dos bens energéticos desaceleraram, em média anual – de 6.1 por cento em 2000 para 5.2 por cento em 2001 – mas contribuíram também, de uma forma significativa, para o comportamento intra-anual irregular da taxa de variação homóloga do IPC. O crescimento dos preços destes produtos foi superior a 10 por cento no primeiro trimestre de 2001, reflectindo os efeitos dos aumentos dos preços dos combustíveis ocorridos no final de Março de 2000 (cerca de 11 por cento) e em Janeiro de 2001 (cerca de 3 por cento), tendo-se posteriormente observado uma desaceleração progressiva dos preços destes produtos a partir do mês de Abril.

Excluindo bens alimentares não transformados e produtos energéticos, a variação média anual do IPC aumentou de 2.5 por cento em 2000 para 3.6 por cento em 2001 (Gráfico 6.2), o que sugere que a subida da taxa de inflação portuguesa em 2001 não resultou apenas de factores de natureza especial. Os indicadores de tendência da inflação homóloga habitualmente utilizados pelo Banco de Portugal, média aparada a 10 por cento e componente principal, corroboram esta avaliação, dado que apresentaram uma clara subida em média anual, embora inferior à do IPC (Gráfico 6.3). A evolução dos indicadores de tendência reflecte, no essencial, uma evolução desfavorável dos principais factores explicativos da inflação: aceleração dos preços de importação e manutenção de um crescimento muito forte dos custos salariais.

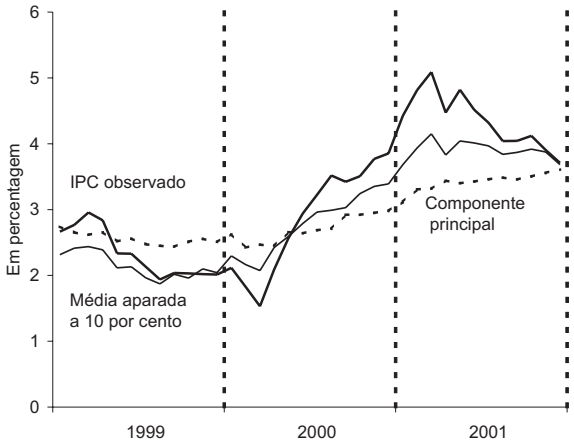
O aumento da inflação em Portugal em 2001, tal como no conjunto da área do euro, reflectiu, em grande parte, a transmissão gradual aos preços no consumidor dos significativos aumentos dos preços internacionais de matérias-primas que se registaram em 2000, acentuados pela depreciação do euro. De facto, os preços de importação de mercadorias, em particular de bens intermédios, registaram um elevado aumento no ano de 2000, com efeitos desfasados na evolução da inflação portuguesa em 2001. Adicionalmente, e reflectindo o aumento da inflação nos nossos principais parceiros comerciais, os preços de importação de bens de consumo aceleraram em 2001. De acordo com esti-

Gráfico 6.2
IPC – TOTAL EXCLUINDO BENS ALIMENTARES NÃO TRANSFORMADOS E ENERGÉTICOS
Taxas de variação homóloga



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 6.3
IPC – MEDIDAS DE TENDÊNCIA
Taxas de variação homóloga



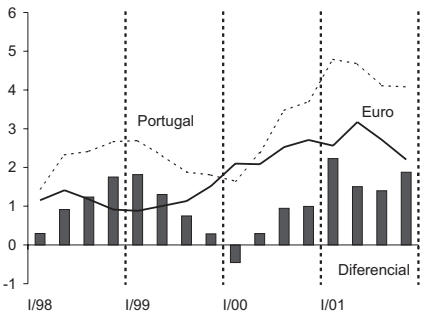
Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 6.4

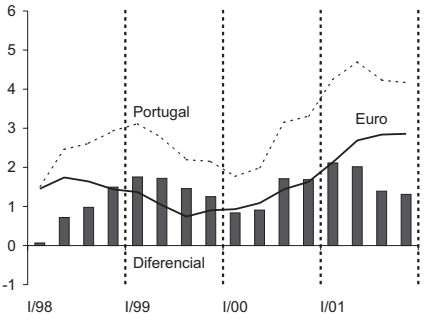
ÍNDICE HARMONIZADO DE PREÇOS NO CONSUMIDOR – TOTAL E AGREGADOS

Taxas de variação homóloga e diferenciais

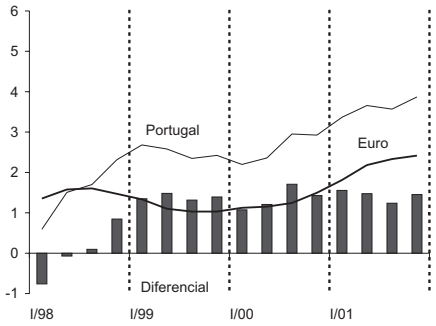
Total



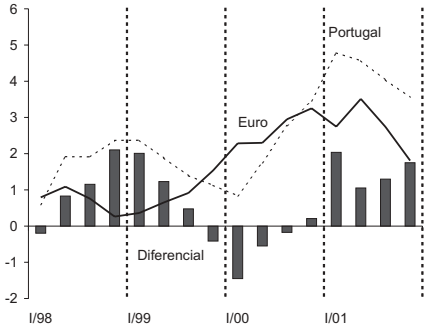
Total sem energéticos



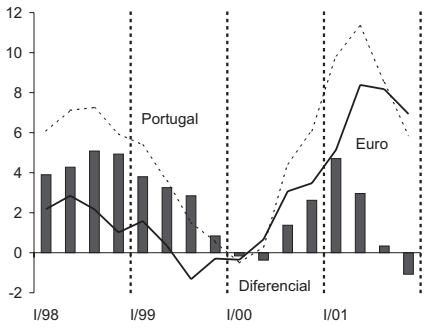
Total sem energéticos e sem alimentares não transformados



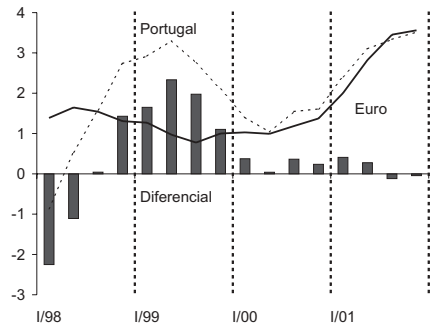
Bens



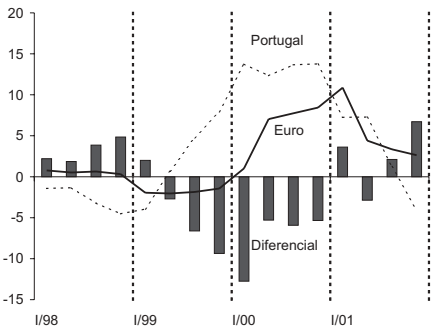
Alimentares não transformados



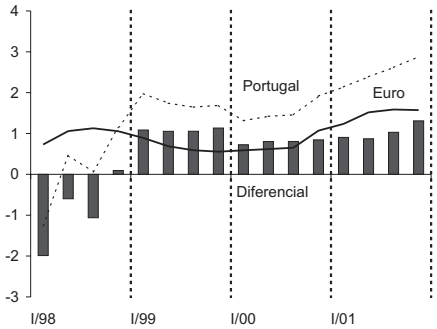
Alimentares transformados



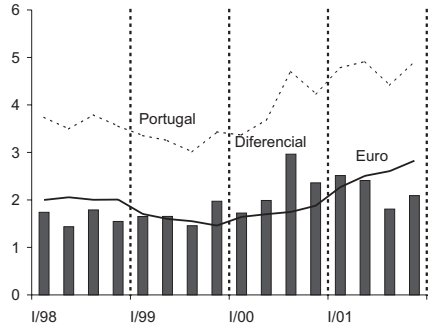
Industriais energéticos



Industriais não energéticos



Serviços



Fonte: *Eurostat*.

mativas do Banco de Portugal baseadas em informação disponibilizada pelo INE, os deflatores de importação de bens de consumo aumentaram 4.0 por cento em 2001, o que compara com um crescimento de 2.6 por cento no conjunto do ano de 2000.

Finalmente, como referido na secção anterior, as pressões salariais sobre a evolução dos preços mantiveram-se elevadas em 2001. A manutenção de uma situação de tensão no mercado de trabalho e o acentuar das pressões inflacionistas em 2001 são particularmente notórios na evolução dos preços de alguns serviços (por exemplo, de restaurantes e cafés, de serviços médicos e de odontologia, de serviços domésticos). Os preços da componente serviços do IPC apresentaram um aumento de 4.8 por cento no ano de 2001, em média anual, o que constituiu uma aceleração de 0.6 p.p. face ao ano anterior.

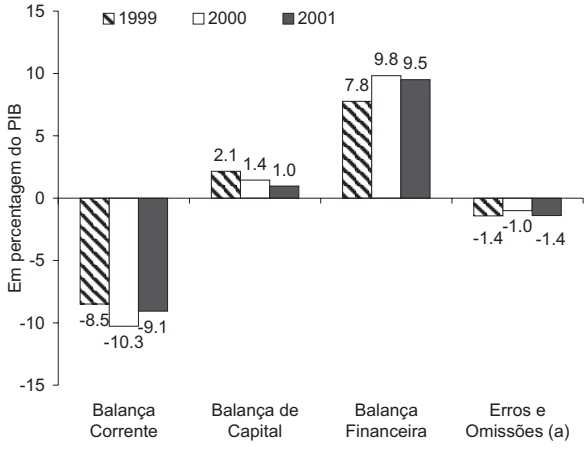
De acordo com o Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC)[24], a taxa de inflação média anual aumentou de 2.8 por cento para 4.4 por cento em 2001, o que constituiu uma aceleração dos preços superior à verificada na generalidade dos países da área do euro. Em termos de média anual do IHPC, o diferencial de inflação entre Portugal e a área do euro aumentou de 0.4 p.p. em 2000 para 1.7 p.p. em 2001 (Gráfico 6.4). O aumento do diferencial de inflação foi muito influenciado pelo comportamento diferenciado dos preços dos bens alimentares não transformados e dos produtos energéticos entre Portugal e os restantes países da área do euro. De facto, o diferencial entre as taxas de crescimento do IHPC excluindo os preços destes dois agregados manteve-se relativamente estável ao longo de 2001, em cerca de 1.5 p.p., o que significa que, abstraindo da evolução dos preços destes dois tipos de produtos, a aceleração dos preços no consumidor em Portugal terá sido semelhante à verificada no conjunto da área do euro, embora num nível mais elevado de inflação. A existência de um maior nível de inflação em Portugal do que no conjunto da área do euro deverá estar muito relacionado com o facto dos custos de trabalho em Portugal continuarem a apresentar um crescimento superior. No caso dos preços dos serviços, particularmente sensíveis à evolução dos salários, o diferencial, em termos de variação média anual do IHPC, continuou a apresentar valores muito elevados, embora razoavelmente estáveis (2.2 p.p. em 2001, face a 2.3 p.p. no ano anterior, em média anual).

(24) A fim de melhorar a cobertura e harmonização da medição dos preços no consumidor na área do euro, foram efectuadas algumas alterações metodológicas no IHPC. De entre as alterações introduzidas, a taxa de inflação global para a área do euro e, em particular, do agregado bens industriais não energéticos, estão especialmente afectadas pela inclusão de saldos e promoções em Itália e Espanha a partir de Janeiro de 2001. A série utilizada na análise que se segue não inclui preços referentes a saldos e promoções nestes dois países, de modo a evitar a distorção das taxas de variação homóloga do IHPC para a área do euro em 2001. Adicionalmente, com a adopção da moeda única pela Grécia em 1 de Janeiro de 2001, este país passou a estar incluído a partir desse mês no IHPC publicado para a área do euro. Por razões analíticas, o *Eurostat* passou a fornecer igualmente uma série que inclui a Grécia desde 1995. Desta forma, a análise da evolução do diferencial de inflação neste texto utiliza uma série do IHPC para a área do euro que inclui a Grécia desde 1995, mas que exclui os preços relativos a saldos e promoções em Espanha e Itália em 2001.

7. BALANÇA DE PAGAMENTOS

No ano de 2001, verificou-se uma ligeira redução das necessidades de financiamento da economia portuguesa face ao exterior, traduzida num decréscimo do défice conjunto das balanças corrente e capital, de 0.7 p.p. do PIB. A moderação do consumo privado – reflectindo-se no aumento da poupança dos particulares – e a redução do inves-

Gráfico 7.1
COMPOSIÇÃO DA BALANÇA DE PAGAMENTOS
Saldos



Nota:
(a) Um sinal positivo (negativo) representa um crédito (débito) não contabilizado em outra rubrica de Balança de Pagamentos

Quadro 7.1

BALANÇA DE PAGAMENTOS

	1999	2000		2001			Saldo em % do PIB		
	Saldo	Débito	Crédito	Saldo	Débito	Crédito	Saldo	1999	2000	2001
Balança Corrente	**-9 177.3**	**59 474.7**	**47 637.2**	**-11 837.6**	**61 785.7**	**50 575.3**	**-11 210.4**	**-8.5**	**-10.3**	**-9.1**
Mercadorias	-12 943.5	42 456.5	27 349.5	-15 107.0	43 320.8	28 813.7	-14 507.1	-12.0	-13.1	-11.7
Serviços	1 765.0	7 151.7	9 230.8	2 079.1	6 917.2	9 835.4	2 918.2	1.6	1.8	2.4
Transportes	-409.1	2 103.1	1 584.7	-518.5	2 216.7	1 764.9	-451.8	-0.4	-0.4	-0.4
Viagens e turismo	2 833.8	2 422.4	5 720.3	3 297.9	2 350.2	6 118.8	3 768.6	2.6	2.9	3.0
Seguros	-30.8	108.3	64.0	-44.2	103.2	63.4	-39.8	0.0	0.0	0.0
Direitos de utilização	-260.1	298.1	31.5	-266.7	261.0	28.3	-232.6	-0.2	-0.2	-0.2
Outros serviços	-213.4	1 955.7	1 718.3	-237.3	1 782.9	1 734.4	-48.5	-0.2	-0.2	0.0
Operações governamentais	-155.2	264.2	112.0	-152.2	203.2	125.6	-77.6	-0.1	-0.1	-0.1
Rendimentos	-1 668.4	7 718.2	5 215.5	-2 502.7	9 149.5	5 645.6	-3 503.9	-1.5	-2.2	-2.8
Rendimentos de trabalho	27.9	138.5	165.7	27.2	162.6	167.3	4.7	0.0	0.0	0.0
Rendimentos de investimento	-1 696.3	7 579.6	5 049.8	-2 529.9	8 986.9	5 478.3	-3 508.6	-1.6	-2.2	-2.8
Transferências correntes	3 669.5	2 148.3	5 841.3	3 693.0	2 398.2	6 280.7	3 882.5	3.4	3.2	3.1
Transferências públicas	531.0	1 459.8	1 632.4	172.5	1 420.2	1 608.5	188.3	0.5	0.1	0.2
Transferências privadas	3 138.5	688.5	4 208.9	3 520.5	978.0	4 672.2	3 694.2	2.9	3.1	3.0
Balança de Capital	**2 323.8**	**184.4**	**1 854.2**	**1 669.8**	**234.8**	**1 430.3**	**1 195.6**	**2.1**	**1.4**	**1.0**
Transferências de capital	2 332.5	142.0	1 794.1	1 652.1	184.4	1 398.9	1 214.5	2.2	1.4	1.0
Transferências públicas	2 317.2	24.0	1 673.2	1 649.2	53.3	1 260.2	1 206.9	2.1	1.4	1.0
Transferências privadas	15.2	118.0	120.9	2.9	131.1	138.7	7.7	0.0	0.0	0.0
Aquisição/cedência de activos não prod. não financeiros	-8.7	42.4	60.0	17.6	50.4	31.4	-19.0	0.0	0.0	0.0
Balança Financeira	**8 389.2**	**832 148.9**	**843 472.3**	**11 323.3**	**609 450.3**	**621 192.6**	**11 742.2**	**7.8**	**9.8**	**9.5**
Investimento directo	-1 816.1	33 291.8	31 981.0	-1 310.9	26 400.6	24 380.5	-2 020.2	-1.7	-1.1	-1.6
Investimento de Portugal no exterior	-2 973.9	14 000.3	5 691.1	-8 309.2	9 471.6	3 811.7	-5 659.9	-2.8	-7.2	-4.6
Investimento do exterior em Portugal	1 157.8	19 291.6	26 289.9	6 998.3	16 929.0	20 568.8	3 639.8	1.1	6.1	2.9
Investimento de carteira	3 408.2	133 859.9	131 781.8	-2 078.0	123 814.9	124 775.1	960.3	3.2	-1.8	0.8
Activos	-6 081.7	54 927.0	49 886.7	-5 040.3	60 064.9	52 890.3	-7 174.6	-5.6	-4.4	-5.8
Passivos	9 489.9	78 932.9	81 895.2	2 962.3	63 749.9	71 884.8	8 134.9	8.8	2.6	6.6
Derivados financeiros	189.1	3 613.1	3 951.5	338.4	3 161.7	3 446.0	284.3	0.2	0.3	0.2
Outro investimento	6 899.9	604 941.4	619 720.4	14 779.0	409 836.2	423 323.8	13 487.6	6.4	12.8	10.9
Activos	361.8	199 470.8	188 357.5	-11 113.3	210 830.2	207 800.4	-3 029.9	0.3	-9.6	-2.5
Passivos	6 538.1	405 470.6	431 362.9	25 892.3	199 006.0	215 523.5	16 517.5	6.0	22.5	13.4
Activos de reserva	-291.9	56 442.7	56 037.6	-405.1	46 236.9	45 267.1	-969.8	-0.3	-0.4	-0.8
Erros e omissões	**-1 535.7**			-1 155.5			**-1 727.4**	**-1.4**	**-1.0**	**-1.4**
Por memória::										
Balança Corrente + Balança de Capital	**-6 853.5**	**59 659.1**	**49 491.3**	**-10 167.8**	**62 020.5**	**52 005.7**	**-10 014.8**	**-6.3**	**-8.8**	**-8.1**

Gráfico 7.2
COMPOSIÇÃO DA BALANÇA CORRENTE
Saldos

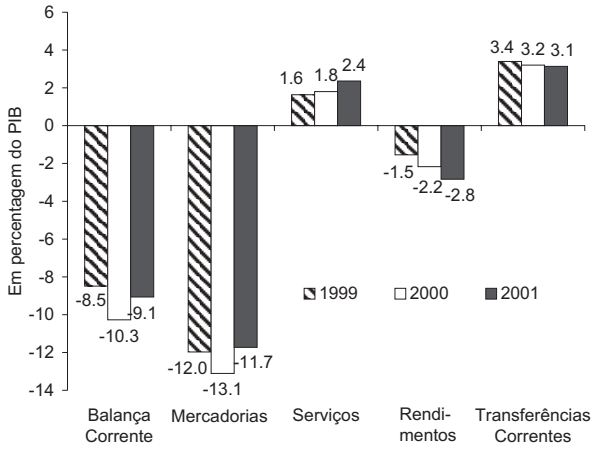
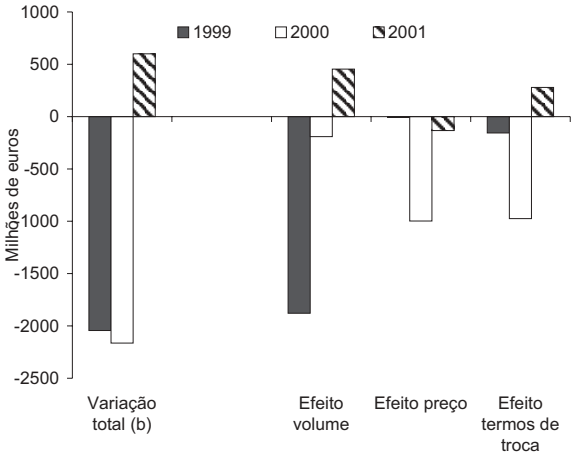


Gráfico 7.3
DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO DO SALDO DA BALANÇA DE MERCADORIAS [a]



Notas:
(a) A variação do saldo da balança de mercadorias pode ser decomposta em:
- efeito volume – efeito da variação das quantidades exportadas e importadas
$[X_{t-1}.Vx_t.(1+Px_t)]-[M_{t-1}.Vm_t.(1+Pm_t)]$
- efeito preço – efeito do crescimento médio dos preços do comércio externo
$(X_{t-1}.P_t)-(M_{t-1}.P_t)$
- efeito termos de troca – efeito da variação relativa dos preços de exportação e importação
$[X_{t-1}.(Px_t-P_t)]-[M_{t-1}.(Pm_t-P_t)]$
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 positiva significa uma redução do défice da balança de mercadorias.

timento privado permitiram que, em 2001, se tivesse invertido a tendência de aumento das necessidades de financiamento do sector privado da economia (particulares e empresas). Esta melhoria foi, no entanto, parcialmente compensada pelo aumento das necessidades de financiamento das administrações públicas em 2001. A balança financeira registou uma entrada líquida de fundos equivalente a 9.5 por cento do PIB em 2001 (9.8 por cento do PIB em 2000)[25] (Gráfico 7.1, Quadro 7.1). O financiamento do défice conjunto da balança corrente e de capital continuou a ser assegurado, na sua maior parte, pelas instituições financeiras monetárias residentes, através de operações de depósitos e empréstimos com bancos não residentes. Uma parcela significativa deste financiamento externo das instituições financeiras monetárias correspondeu à transferência de fundos obtidos através de emissões de títulos de médio e longo prazo em mercados internacionais por filiais no exterior de bancos portugueses.

A redução do défice conjunto da balança corrente e da balança de capital, de 8.8 para 8.1 por cento do PIB em 2001, resultou de uma redução do défice da balança de bens e serviços, apenas parcialmente compensada pelo comportamento das restantes rubricas – verificou-se um aumento relativamente acentuado do défice de rendimentos, menores entradas líquidas de transferências correntes e um menor excedente associado à balança de capital (Gráfico 7.2).

Em 2001, a balança de bens e serviços registou um défice equivalente a 9.4 por cento do PIB, que compara com 11.3 por cento em 2000. Por um lado, o défice de mercadorias reduziu-se em 1.4 p.p., para o que contribuíram o efeito volume e o efeito termos de troca (Gráfico 7.3). O efeito volume foi positivo este ano, tendo o impacto do menor cres-

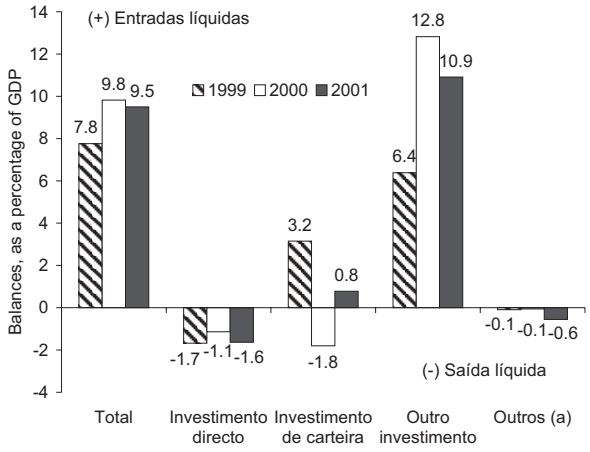
(25) A diferença entre o saldo da Balança Financeira e o simétrico do saldo conjunto das Balanças Corrente e de Capital corresponde a discrepâncias estatísticas incluídas na rubrica "Erros e Omissões".

cimento real das importações sido superior ao da desaceleração das exportações. A variação positiva dos termos de troca no comércio de mercadorias observada em 2001 – contrariamente ao verificado no ano anterior – explica cerca de metade da melhoria observada do saldo da balança comercial. Por outro lado, ao nível da balança de serviços, verificou-se um aumento do excedente em cerca de 0.6 p.p. do PIB. Destaque-se a melhoria do saldo de rubrica de Viagens e Turismo: as receitas nominais de turismo cresceram 7.0 por cento (cerca de 15 por cento em 2000), enquanto que as despesas em viagens e turismo de residentes no exterior registaram uma queda. Esta queda estará associada à deterioração da confiança das famílias e à evolução geral do consumo privado, tendo em conta que as despesas de turismo no exterior são certamente uma das suas componentes com maior elasticidade rendimento.

O défice da balança de rendimentos voltou a aumentar – de 2.2 por cento do PIB em 2000 para 2.8 por cento do PIB em 2001 – representando a contrapartida do crescimento da posição devedora da economia portuguesa face ao exterior dos últimos anos, em resultado da acumulação de défices no conjunto das balanças corrente e de capital. Este défice continuou a reflectir o comportamento do défice de rendimentos de Outro Investimento, em consonância com a evolução do tipo de financiamento – empréstimos e depósitos – obtido do exterior nos últimos anos.

O excedente de transferências correntes reduziu-se ligeiramente, de 3.2 para 3.1 por cento do PIB. Na componente de transferências públicas correntes, o excedente estabilizou em cerca de 0.2 por cento do PIB, enquanto que ao nível das transferências privadas, constituídas essencialmente por remessas de emigrantes / imigrantes, se verificou uma pequena redução. As remessas de emigrantes mantiveram um dinamismo apreciável, crescendo cerca de 8.0 por cento em 2001. Contudo, as remessas de imigrantes – cujo montante é ainda bastante diminuto em comparação com as remessas de emigrantes (cerca de 0.3 e 3.0 por cento do PIB, respectivamente, em 2001) – mais do que duplicaram este ano, uma evolução que está associada aos fluxos imigratórios recentes. Relativamente à balança de capital – constituída essencialmente por transferências da UE – verificou-se uma nova diminuição do excedente, de 1.4 para

Gráfico 7.4
BALANÇA FINANCEIRA
Saldos



Nota:
(a) Inclui activos de reserva e derivados financeiros

1.0 por cento do PIB, reflectindo uma redução das transferências públicas recebidas por Portugal.

A balança financeira registou uma entrada de fundos equivalente a 9.5 por cento do PIB em 2001 (9.8 por cento do PIB em 2000) (Gráfico 7.4, Quadro 7.1). As operações incluídas na rubrica outro investimento continuaram a ser a principal forma de entrada de fundos, atingindo 10.9 por cento do PIB (12.8 por cento do PIB em 2000). A maioria das operações de empréstimos e depósitos, pela sua própria natureza, continuou a ser efectuada por bancos residentes (12.0 por cento do PIB, face a 10.3 por cento do PIB em 2000). Como atrás referido, grande parte destas entradas líquidas correspondeu a transferência de fundos decorrentes da emissão de títulos de dívida de médio e longo prazo, em mercados internacionais, por filiais desses bancos localizadas no exterior.

As operações de investimento de carteira resultaram igualmente numa entrada líquida de fundos (0.8 por cento do PIB), o que contrasta com a saída líquida registada no ano anterior (-1.8 por cento do PIB). Verificou-se, por um lado, um aumento significativo das aplicações líquidas de não residentes (de 2.6 para 6.6 por cento do PIB), em particular, em títulos de dívida de longo prazo emitidos pelas instituições financeiras monetárias e em instrumentos do mercado monetário emitidos pelas administrações públicas. Por outro lado, as aplicações líquidas de residentes em títulos estrangeiros

também aumentaram, de 4.4 para 5.8 por cento do PIB. Estas aplicações continuaram a ser direccionadas principalmente para títulos de dívida de longo prazo e a ser efectuadas maioritariamente por companhias de seguros, fundos de pensões e fundos de investimento, o que deverá estar relacionado com estratégias de diversificação de carteira destas instituições.

Finalmente, as operações de investimento directo apresentaram um défice superior ao do ano anterior (–1.6 e –1.1 por cento do PIB, respectivamente), acentuando-se a tendência de saídas líquidas de investimento directo verificada em anos recentes. Em termos líquidos, registaram-se menores fluxos líquidos, face ao ano anterior, de Investimento Directo do Estrangeiro em Portugal (IDE) (de 6.1 para 2.9 por cento do PIB) e do investimento directo de Portugal no exterior (IPE) (de 7.2 para 4.6 por cento do PIB). No que diz respeito ao IDE, uma parcela significativa do total continuou a ser dirigida para sociedades gestoras de participações sociais de grupos económicos nacionais. Destaque-se, em 2001, o aumento do IDE recebido pela indústria transformadora, em particular, pelo sector automóvel. Relativamente ao IPE, mais de 40 por cento do investimento líquido total foi efectuado por empresas do sector financeiro, ao contrário do verificado em anos anteriores. No entanto, as sociedades gestoras de participações sociais continuaram a ser as principais responsáveis por estes fluxos, com cerca de 45 por cento do investimento total.

8. CONCLUSÃO

O processo de ajustamento da procura interna privada, que se encetara em 2000, prosseguiu em 2001. Este ajustamento tem-se traduzido, nomeadamente, num aumento da taxa de poupança das famílias, que estará a reflectir quer um fenómeno de maior poupança por motivo de precaução, num contexto de expectativas desfavoráveis sobre a evolução da economia no futuro, quer a necessidade de fazer face às amortizações da dívida contraída nos últimos anos. Assim, em 2001, o consumo privado registou uma acentuada desaceleração, crescendo claramente abaixo do produto, enquanto que o investimento em habitação registou uma queda. Convirá realçar que o ajustamento do comportamento das famílias teve lugar numa situação de descida das taxas de juro bancárias ao longo do ano para níveis historicamente baixos e de taxa de desemprego abaixo do que se considera ser a taxa natural de desemprego para a economia portuguesa. A par com as famílias, e não obstante tenderem a defrontar menores restrições de liquidez do que estas, também as empresas corrigiram em baixa as suas despesas de investimento em resultado de perspectivas negativas de evolução da procura, quer a nível interno quer externo, bem como da necessidade de estabilizar o seu nível de endividamento.

Este ajustamento das componentes privadas da procura interna, que se traduziu numa redução das necessidades de financiamento do sector privado e numa desaceleração do crédito que lhe foi concedido, ocorreu em paralelo com um forte crescimento da despesa pública, verificando-se uma acentuada revisão para cima do crescimento do consumo público relativamente aos valores disponíveis aquando da elaboração do Boletim Económico de Setembro de 2001. A manutenção de um crescimento muito forte da despesa pública, conjugada com uma subida da receita abaixo do esperado, traduziram-se num défice das administrações públicas muito superior ao objectivo estabelecido para 2001 na actualização do Programa de Estabilidade apresentada pelo Governo português em final de 2000, sendo que só uma parte do desvio pode ser atribuída a um cenário macroeconómico mais desfavorável do que o considerado nesse Programa.

A situação das finanças públicas portuguesas encontra-se longe de cumprir os requisitos do Pacto de Estabilidade e Crescimento, pelo que, no futuro próximo e contrariamente ao que seria desejável, a política orçamental não poderá actuar como factor de estabilização da economia portuguesa (ver Caixa 2 *–A economia portuguesa na área do euro: Implicações para os mecanismos de ajustamento e para a condução da política económica*). Após ter sido erradamente pró-cíclica, a política orçamental vai ter que continuar a sê-lo por necessidade imperiosa de corrigir o desequilíbrio das contas públicas. Neste enquadramento, os efeitos sobre a economia decorrentes do ajustamento endógeno das componentes privadas da procura, tenderão a ser ampliados pela correcção orçamental. Um maior dinamismo das exportações, impulsionado pela recuperação económica internacional e pelo redirecciona-

mento da produção interna para mercados externos, bem como a eventual verificação de choques favoráveis de oferta, poderão compensar aqueles efeitos menos positivos sobre o crescimento a curto prazo. Para isso ser possível, é necessário que se verifique uma maior moderação salarial, após cinco anos em que os aumentos de salários excederam o crescimento da produtividade. Apenas dessa forma será possível minimizar os custos da consolidação orçamental em termos de produto e emprego.

Redigido com informação disponível até 18 de Abril de 2002.

Caixa 1 – FACTORES EXPLICATIVOS DA INFLAÇÃO EM PORTUGAL

Esta caixa apresenta os resultados de um exercício de decomposição da evolução da taxa de inflação pelos seus vários factores explicativos, de acordo com o modelo habitualmente utilizado no Banco de Portugal para prever a inflação portuguesa. Neste modelo, a evolução dos preços condicionados por procedimentos de natureza administrativa – que incluem os preços dos combustíveis no consumidor – é considerada como exógeno, enquanto que a evolução dos restantes preços no consumidor pode ser basicamente expressa como uma função (i) dos custos salariais[(1)] e (ii) dos preços de importação de bens de consumo e de bens intermédios (excluindo petróleo). Dado que o modelo é dinâmico, existem efeitos defasados, pelo que o impacto estimado de cada um destes dois factores explicativos (custos salariais e preços de importação) resulta da comparação entre a taxa de inflação prevista pelo modelo com a que se obteria na hipótese dessa variável ter registado um crescimento nulo, não só no próprio ano como também nos dois anos anteriores.

Saliente-se que o modelo inclui outros factores explicativos de inflação, para além dos custos salariais e dos preços de importação, como por exemplo o hiato do produto. Contudo, estes outros factores, conjuntamente, têm menor relevância na decomposição das variações da taxa de inflação, pelo que são apresentados de uma forma agregada. Refira-se ainda que, na decomposição da taxa de inflação, se considera uma componente residual que engloba todos os efeitos de natureza irregular não considerados no modelo (incluindo, por exemplo, variações anómalas de preços de alguns bens alimentares não processados).

Gráfico 1
SALÁRIOS E PREÇOS DE IMPORTAÇÃO

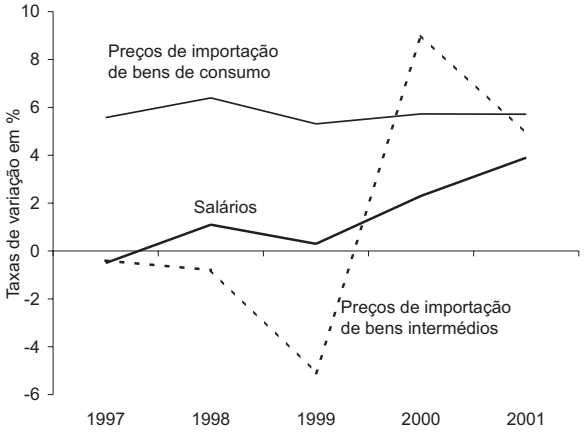
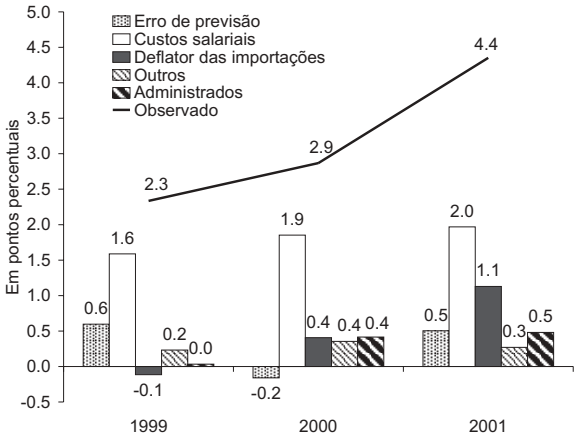


Gráfico 2
DECOMPOSIÇÃO DE CONTRIBUTOS PARA A INFLAÇÃO MÉDIA ANUAL
1999-2001



Os resultados obtidos permitem compreender melhor a evolução recente dos preços em Portugal (ver Gráficos 1 e 2). Conclui-se que:

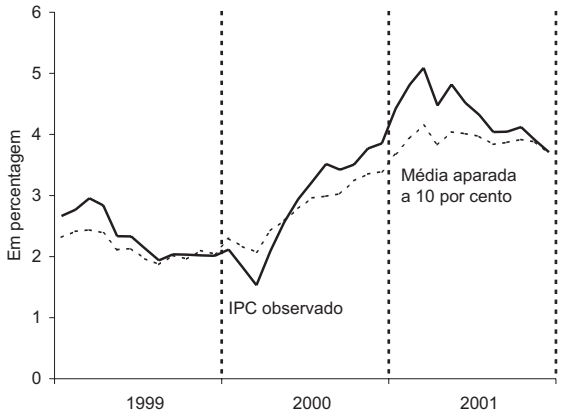
(i) Nos últimos anos, os custos salariais são o factor que mais tem contribuído para o crescimento dos preços no consumidor, embora a sua evolução não tenha tido um papel decisivo para o aumento da taxa de inflação observado em 2001. Com efeito, neste ano, o contributo do crescimento dos custos salariais foi próximo do ano anterior, situando-se em torno dos 2.0 pontos percentuais.

(1) Neste modelo, os custos unitários de trabalho são calculados considerando uma medida de tendência para a produtividade. Este procedimento permite melhorar o ajustamento econométrico do modelo, em comparação com a utilização da evolução da produtividade estimada em cada período (definida como o quociente entre o PIB e o número de empregados observados) porque esta apresenta uma elevada irregularidade. De facto, constata-se estatisticamente uma baixa correlação entre alterações da taxa de crescimento da produtividade e variações da taxa de inflação. Do ponto de vista económico é razoável que assim seja, dado que as margens de lucro tenderão a absorver, período a período, as flutuações dos custos unitários de trabalho que sejam entendidas como muito temporárias e relativamente às quais haja a expectativa de rápida reversão, ou mesmo de inversão.

(ii) O aumento da taxa de inflação em 2001 esteve associado a um aumento da inflação externa, traduzida na aceleração dos preços de importação de bens de consumo e de bens intermédios ao longo dos últimos dois anos. O contributo estimado dos preços de importação para a taxa de inflação média passou de 0.4 pontos percentuais em 2000 para 1.1 pontos percentuais em 2001.

(iii) Adicionalmente, obteve-se em 2001 um valor positivo para a componente não explicada pelo modelo (0.5 pontos percentuais), contra um valor negativo no ano anterior (-0.2 pontos percentuais), o que evidencia a importância de factores de natureza irregular para o aumento da taxa de inflação em 2001. Neste contexto, refira-se o excessivo crescimento dos preços de alguns produtos alimentares, cujo comportamento muito irregular, como foi atrás referido, não é susceptível de ser antecipado pelo modelo de previsão utilizado. A importância destes factores de natureza irregular na evolução da inflação em 2001 é corroborada pelo facto de a taxa de inflação observada se ter situado persistentemente acima do indicador de tendência de inflação ao longo de 2001, ao contrário do verificado nos dois anos anteriores (ver gráfico 3)[(2)].

Gráfico 3
IPC
Taxas de variação homóloga



Fontes: INE e Banco de Portugal.

(2) Os valores da componente residual para os dois anos anteriores (em especial para 1999) poderão estar associados à evolução dos preços de importação de bens intermédios, cujo impacto na taxa de inflação poderá ter sido sobreavaliado dada a política de controle administrativo dos preços dos combustíveis no consumidor. Note-se que os preços de importação dos bens intermédios (excluindo petróleo) têm apresentado uma significativa correlação positiva com a evolução do preço do petróleo. Os resultados obtidos no processo de estimação basearam-se num período amostral em que se observou, à excepção dos últimos anos, uma transmissão dos preços do petróleo para os preços dos combustíveis no consumidor. Desta forma, os coeficientes estimados deverão estar a contabilizar, pelo menos em parte, os efeitos indirectos nos preços de outros produtos associados às flutuações do preço internacional do petróleo

Caixa 2 – A ECONOMIA PORTUGUESA NA ÁREA DO EURO: IMPLICAÇÕES PARA OS MECANISMOS DE AJUSTAMENTO E PARA A CONDUÇÃO DA POLÍTICA ECONÓMICA

Portugal foi um dos países fundadores da área do euro. É de esperar que o regime de estabilidade macroeconómica subjacente ao projecto de unificação monetária europeia, ao assegurar a manutenção de taxas de juro baixas e pouco voláteis no conjunto da área do euro, tenha um impacto positivo sobre o produto tendencial da economia portuguesa, contribuindo, deste modo, para o aumento do rendimento "per capita" e para o reforço do processo de convergência real. A integração na área do euro poderá igualmente contribuir para reduzir as flutuações macroeconómicas em Portugal, já que o ambiente de estabilidade económica e o aprofundamento da integração financeira tenderão a atenuar os efeitos de perturbações assimétricas, isto é de perturbações que afectem especialmente a economia portuguesa. A concretização destes benefícios implica, no entanto, que os agentes económicos, e em particular os decisores de política económica, interiorizem as condições de funcionamento do novo regime e adaptem os seus comportamentos em conformidade, de modo a não exacerbar situações de desequilíbrio. Neste sentido, é importante perceber quais as implicações da participação na União Monetária para a dinâmica de eventuais desequilíbrios macroeconómicos em Portugal, para os mecanismos de ajustamento e para a condução das políticas económicas que, no actual contexto, permanecem uma competência das autoridades nacionais.

Um dos principais riscos que a economia portuguesa enfrenta em matéria de desequilíbrios macroeconómicos é porventura o de um crescimento excessivo da procura interna, alimentado por expectativas demasiado optimistas quanto à evolução futura da capacidade produtiva, ou seja, uma situação em que o comportamento da procura interna não é sustentável em face das perspectivas de evolução do produto potencial da economia. Um crescimento excessivo da procura interna reflecte-se num alargamento do défice da balança corrente e no surgimento de um diferencial de inflação positivo face ao conjunto da área do euro. Por sua vez, aumentos excessivos de preços traduzem-se em perdas de competitividade, reforçando o desequilíbrio externo inicial. Se este desequilíbrio for persistente, poderá observar-se um crescimento insustentável do endividamento dos agentes económicos residentes face ao exterior. Refira-se, contudo, que um aumento do endividamento externo e/ou a persistência de um diferencial de inflação positivo face aos restantes países da área do euro não significam necessariamente que a despesa interna esteja a seguir uma trajectória insustentável, podendo antes ser o reflexo do processo de convergência real e do desejável ajustamento estrutural da economia a um regime de inflação com taxas de juro nominais mais baixas. Neste caso, o nível de endividamento não será "excessivo" e a situação não pode ser classificada como de "desequilíbrio".

No período anterior à adopção do euro, um alargamento excessivo do défice externo conduzia a pressões crescentes sobre a taxa de câmbio do escudo, tornando inevitável um ajustamento relativamente rápido. Actualmente, no quadro da união monetária, o desequilíbrio externo de uma pequena economia como a portuguesa é financiado na moeda comum, pelo que não está limitado pelo risco de ocorrência de uma crise cambial. A eliminação do prémio de risco cambial permitiu uma redução substancial das taxas de juro, pelo que se atenuaram, ou eliminaram, as restrições de liquidez activas enfrentadas por muitos agentes económicos residentes. Continuam, contudo, a ser relevantes as condições de solvabilidade que decorrem das restrições orçamentais intertemporais desses agentes. A maior facilidade de recurso a financiamento externo associada à participação na área do euro implica, assim, uma menor pressão dos mercados financeiros internacionais para a correcção de eventuais desequilíbrios macroeconómicos em Portugal, pelo que existe o risco de que estes se acumulem durante um período de tempo mais longo e, consequentemente, de que os custos de ajustamento sejam mais significativos.

A correcção de uma situação de desequilíbrio externo exige uma alteração dos preços relativos face aos restantes países da área do euro, ou seja, uma depreciação da taxa de câmbio real face àqueles países. No passado, a correcção da taxa de câmbio real era em grande parte assegurada pela variação da taxa de câmbio nominal. A depreciação cambial era o instrumento que repunha os salários reais em níveis compatíveis com um crescimento sustentável da procura interna e com a competitividade da economia. A flexibilidade evidenciada pelos salários reais, num contexto de inflação elevada, permitia o ajustamento da economia sem um aumento muito significativo da taxa de desemprego. No contexto actual, a depreciação da taxa de câmbio real só poderá ocorrer através de um aumento

dos preços domésticos inferior à média da área durante o período de correcção do desequilíbrio. Tal implica um crescimento muito moderado dos salários nominais durante um período de tempo relativamente longo. O aumento do desemprego que será gerado no decurso deste processo de ajustamento dependerá do comportamento dos parceiros sociais. Se estes compreenderem rapidamente a necessidade de moderação salarial, será menor a magnitude e a duração da subida da taxa de desemprego, do que numa situação em que a percepção da inevitabilidade do ajustamento seja mais tardia(1).

O desaparecimento da taxa de câmbio enquanto instrumento de ajustamento coloca, assim, desafios importantes às autoridades responsáveis pela condução das políticas económicas. Na ausência de uma política monetária e cambial autónoma, a prossecução de políticas adequadas nos domínios orçamental e estrutural afigura-se crucial para evitar a acumulação de desequilíbrios.

A política orçamental deve actuar como factor de estabilização da economia portuguesa, limitando as divergências cíclicas face ao conjunto da área do euro e contribuindo, deste modo, para conter a acumulação de eventuais desequilíbrios. A função estabilizadora da política orçamental deve assentar essencialmente no funcionamento dos estabilizadores automáticos, já que estes têm a vantagem de não exigir informação precisa sobre o ciclo económico e de actuar de forma independente do processo político, evitando, assim, os desfasamentos temporais associados à concretização de medidas activas de estabilização. Refira-se que o funcionamento dos estabilizadores automáticos implica, como condição prévia, que seja assegurada a sustentabilidade das contas públicas. Neste sentido, o estrito cumprimento dos requisitos do Pacto de Estabilidade e Crescimento, que impõe, nomeadamente, um saldo orçamental equilibrado em média ao longo do ciclo económico, é uma condição necessária para que a política orçamental possa desempenhar plenamente o seu papel de estabilização.

As políticas estruturais, de índole microeconómica, devem ser claramente orientadas no sentido de aumentar a eficiência e flexibilidade no funcionamento dos mercados de bens, serviços e factores. O aprofundamento da liberalização dos mercados assegurará uma resposta adequada da oferta a variações na procura, impedindo, nomeadamente, que aumentos da procura se traduzam, através da subida dos preços, num aumento das rendas monopolistas auferidas pelas empresas dos sectores menos expostos à concorrência. Por sua vez, a flexibilidade microeconómica do mercado de trabalho facilitará o ajustamento do factor trabalho às alterações estruturais que ocorrem na economia, nomeadamente ao nível da composição sectorial do produto.

Em resumo, Portugal poderá retirar benefícios substanciais da participação na área do euro, tanto no que respeita ao reforço do processo de convergência real, como no que se refere à atenuação das flutuações macroeconómicas da economia portuguesa. Contudo, a participação na área do euro comporta igualmente riscos importantes, já que a maior facilidade de obtenção de financiamento poderá incentivar um endividamento excessivo por parte dos agentes económicos, obrigando a um processo de ajustamento com custos elevados. Neste quadro e como atrás referido, a concretização dos benefícios de participação na área do euro depende crucialmente da prossecução de políticas adequadas nos domínios orçamental e estrutural.

---

(1) A mobilidade do factor trabalho para outras economias da área do euro poderia funcionar como um mecanismo complementar de ajustamento a perturbações idiossincráticas, atenuando a magnitude da correcção dos salários reais. A existência de barreiras linguísticas, culturais e institucionais sugere, no entanto, que este mecanismo terá uma importância diminuta no quadro da união monetária. O ajustamento dos salários reais poderia ainda ser evitado ou atenuado se existisse um orçamento comunitário com funções de estabilização, que assegurasse a transferência de recursos financeiros para as regiões afectadas por choques desfavoráveis. Contudo, este tipo de mecanismo tem frequentemente associados efeitos perversos, na medida em que contribui para adiar os ajustamentos necessários, perpetuando situações de desemprego e fomentando a dependência de transferências orçamentais.

FINANÇAS LOCAIS E CONSOLIDAÇÃO ORÇAMENTAL EM PORTUGAL*

*Jorge Correia da Cunha***
*Patrícia Silva***

1. INTRODUÇÃO

De acordo com a teoria da descentralização financeira(1), as Administrações Públicas Locais deverão centrar a sua actividade no objectivo de assegurar uma afectação eficiente de recursos, através da provisão de bens e serviços de âmbito local. As funções de prossecução da equidade e da estabilização económica deverão ser reservadas à Administração Central. Por outro lado, a eficiência da despesa pública realizada localmente requer que a restrição orçamental das autarquias permita igualar o benefício social marginal das despesas ao custo social marginal da obtenção de receitas para as financiar.

A legislação actualmente em vigor em Portugal relativa às atribuições e competências das autarquias locais(2) consagra uma distribuição de poderes que respeita no essencial os resultados da proposição da teoria da descentralização financeira, concentrando a actividade da Administração Local na função de afectação. A nova Lei das Finanças Locais de 1998(3), tal como a anterior de 1987(4), ao definir as formas de obtenção de recursos da Administração Local, prevê a possibilidade do recurso ao endividamento de acordo com regras que possibilitam, no quadro económico actual, uma acumulação significativa de dívida pública. Adicionalmente, as regras sobre as receitas das autarquias locais previstas em ambas as Leis não permitem a estas entidades influenciar significativamente o seu montante. Em consequência, o custo social marginal de obtenção destas receitas não é tido em conta pelas Administrações Locais nas decisões de afectação dos recursos.

A Lei das Finanças Locais de 1998 introduziu essencialmente modificações na forma de cálculo das transferências do Estado para as autarquias. Tendo em conta esta alteração, o primeiro objectivo deste artigo é avaliar em que medida é que a aprovação da Lei das Finanças Locais de 1998 teve um impacto positivo ou negativo sobre o défice total das Administrações Públicas.

No contexto da União Económica e Monetária, o Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) requer que todos os Estados-membros da União Europeia atinjam, no médio prazo, uma posição orçamental próxima do equilíbrio ou em excedente, para o conjunto das Administrações Públicas. O Quadro 1 apresenta os objectivos orçamentais assumidos nas actualizações dos Programas de Estabilidade e de Convergência submetidos à Comissão Europeia entre Setembro e Dezembro de 2001. Como se pode verificar, Portugal faz parte, conjuntamente com a Alemanha, a França e a Itália, do grupo de países que em 2001 ainda apresentava défices orçamentais significativos e que, consequentemente, terão de realizar um maior esforço de consolidação para atingirem saldos orçamentais

* As opiniões expressas no artigo são da inteira responsabilidade dos autores e não coincidem necessariamente com a posição do Banco de Portugal. Os autores agradecem os comentários de Carlos Coimbra, Cláudia Braz, Luís Morais Sarmento, Maximiano Pinheiro e Orlando Caliço.

** Departamento de Estudos Económicos do Banco de Portugal.

(1) Ver por exemplo Musgrave, R. e Musgrave, P., *Public finance in theory and practice*, Capítulo 27, 5ª edição, McGraw-Hill International Editions, 1989.

(2) Lei n.º 159/99, de 14 de Setembro.

(3) Lei n.º 42/98, de 6 de Agosto.

(4) Lei n.º 1/87, de 6 Janeiro.

Quadro 1

SALDO ORÇAMENTAL NAS ACTUALIZAÇÕES DOS PROGRAMAS DE ESTABILIDADE E CONVERGÊNCIA DO FINAL DE 2001

Em percentagem do PIB

	2001[a]	2002	2003	2004	2005
Programas de Estabilidade					
Bélgica	0.0	0.0	0.5	0.6	0.7
Alemanha	-2.5	-2.0	-1.0	0.0	0.0
Grécia	0.1	0.8	1.0	1.2	-
Espanha	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2
França	-1.4	-1.4	-1.3 / -1.0	-0.5 / 0.0	0.0 / 0.3
Irlanda	1.4	0.7	-0.5	-0.6	-
Itália	-1.1	-0.5	0.0	0.0	-
Luxemburgo	4.1	2.8	3.1	3.4	-
Países Baixos	0.7	0.4	0.2	0.5	1.0
Áustria	0.0	0.0	0.0	0.2	0.5
Portugal	-2.2	-1.8	-1.0	0.0	0.4
Finlândia	4.7	2.6	2.1	2.6	-
Programas de Convergência					
Dinamarca	1.9	1.9	2.1	2.1	2.1
Suécia	4.6	2.1	2.2	2.3	-
Reino Unido	-0.2	-1.1	-1.3	-1.1	-1.0

Nota:
(a) Excluindo as receitas da venda das licenças de UMTS.

próximos do equilíbrio ou em excedente no horizonte dos Programas. Dado que os objectivos orçamentais se referem ao conjunto das Administrações Públicas, a sua concretização depende dos valores consolidados dos saldos orçamentais dos vários subsectores que constituem as Administrações Públicas, incluindo a Administração Local. No entanto, em Portugal não foi ainda definido um conjunto de regras de solidariedade orçamental entre os subsectores das Administrações Públicas que garanta a prossecução dos objectivos assumidos no Programa de Estabilidade em termos consolidados para o sector na sua totalidade. Adicionalmente, é frequente existir um atraso na disponibilização de informação sobre a execução orçamental de alguns subsectores das Administrações Públicas, em particular da Administração Local, dificultando o acompanhamento e a avaliação da posição orçamental do conjunto do sector. Esta situação coloca, naturalmente, um problema de credibilidade e de exequibilidade quanto aos objectivos assumidos nas actualizações do Programa de Estabilidade. Assim, o segundo propósito deste artigo é apresentar um conjunto de regras que garantam a solidariedade entre os vários subsectores no processo de consolidação orçamental.

O artigo encontra-se organizado da seguinte forma. A secção 2 descreve sumariamente a restrição orçamental do subsector da Administração Local, em Portugal. A secção 3 procura avaliar em que medida é que a Lei das Finanças Locais de 1998 contribuiu para o aumento da despesa pública. A secção 4 aborda as alterações aos arranjos institucionais que serão necessárias para garantir que o esforço de consolidação orçamental será partilhado por todos os subsectores das Administrações Públicas. A secção 5 sintetiza as conclusões do estudo. De referir que não se incluem na análise os problemas decorrentes da expansão recente das empresas municipais.

2. RESTRIÇÃO ORÇAMENTAL DA ADMINISTRAÇÃO LOCAL

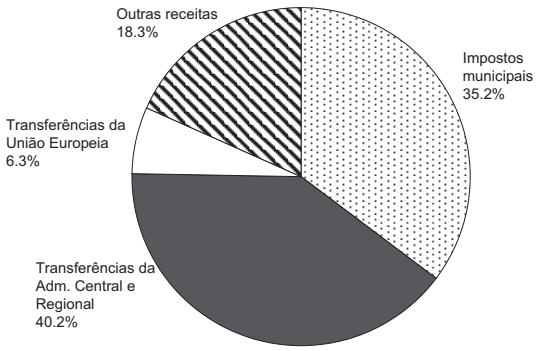
2.1. Receitas

As receitas das autarquias encontram-se enunciadas na Lei das Finanças Locais. Entre as várias fontes de receita previstas na Lei, são de destacar os impostos municipais, as transferências da Administração Central e Regional[5] e as transferências da União Europeia para co-financiar projectos de

(5) É de salientar que as transferências da Administração Central e Regional são na sua quase totalidade constituídas por transferências do Estado.

Gráfico 1

COMPOSIÇÃO DAS RECEITAS DA ADMINISTRAÇÃO LOCAL EM 2000



Fonte: Direcção-Geral da Administração Local.

Quadro 2

COMPOSIÇÃO DAS RECEITAS DA ADMINISTRAÇÃO LOCAL EM 2000[a]

	Milhões de euros	Percentagem do total
Receita total	**4 896.7**	**100.0**
Receitas correntes	**3 513.0**	**71.7**
Impostos directos	1 548.8	31.6
Contribuição autárquica	507.8	10.4
Sisa	673.9	13.8
Derrama	287.3	5.9
Outros	79.8	1.6
Impostos indirectos	177.1	3.6
Transferências correntes das quais:	1 091.9	22.3
Administração Central e Regional	1 065.9	21.8
União Europeia	4.0	0.1
Venda de bens e serviços	379.1	7.7
Outras receitas correntes	316.2	6.5
Receitas de capital	**1 383.7**	**28.3**
Venda de bens de investimento	118.2	2.4
Transferências de capital das quais:	1 250.5	25.5
Administração Central e Regional	901.8	18.4
União Europeia	303.8	6.2
Outras receitas de capital	15.0	0.3

Fonte: Direcção-Geral da Administração Local.
Nota:
(a) A composição das receitas diverge de forma muito significativa entre municípios, sendo o peso das receitas fiscais mais elevado nos grandes concelhos do litoral, enquanto nos municípios do interior são as transferências da Administração Central e Regional que têm um papel predominante.

Quadro 3

PESO DA RECEITA DA ADMINISTRAÇÃO LOCAL[a] NA RECEITA DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS[b] POR RUBRICAS EM 2000

Em percentagem

Receita total	**5.7**
Receitas correntes	**5.1**
Impostos directos	11.8
Impostos indirectos	1.1
Outras receitas correntes	7.2
Receitas de capital	**15.0**

Fontes: Direcção-Geral da Administração Local e Direcção-Geral do Orçamento.
Notas:
(a) Excluindo as transferências recebidas das outras Administrações Públicas.
(b) Receita consolidada.

investimento. Em 2000, estas três fontes de receita foram responsáveis, no seu conjunto, por 81.7 por cento da receita total das autarquias locais (Gráfico 1 e Quadro 2). Entre os impostos municipais assumem particular importância as receitas geradas pela sisa (13.8 por cento), pela contribuição autárquica (10.4 por cento) e pela derrama (5.9 por cento). As transferências provenientes da Administração Central e Regional e da União Europeia representaram 40.2 e 6.3 por cento da receita total, respectivamente.

O Quadro 3 apresenta o peso da receita da Administração Local, líquida das transferências recebidas de outros subsectores, na receita consolidada das Administrações Públicas em 2000. De destacar a reduzida participação das autarquias locais na receita total das Administrações Públicas (5.7 por cento) e a maior importância relativa da Administração Local nas receitas de capital (15.0 por cento).

Um ponto que deve ser salientado é que as autarquias têm uma capacidade muito limitada para influenciar o valor destas receitas. Assim, relativamente aos impostos, é a Assembleia da República que estabelece as regras essenciais para a sua aplicação. No caso da sisa, a Assembleia define inteiramente os escalões e as taxas a aplicar, enquanto para a contribuição autárquica estabelece um intervalo para a taxa a ser praticada pelos munící-

pios[6]. No que respeita à derrama, o município pode definir o imposto a cobrar desde que o seu valor anual não exceda o limite máximo de 10 por cento sobre a colecta de gerada na sua área geográfica.

As transferências provenientes do Estado, por seu turno, são calculadas a partir de regras que se baseiam em parâmetros que estão para além da esfera de decisão das autarquias. O montante total de recursos que é transferido do Orçamento de Estado (OE) para as autarquias locais é definido em função da receita de alguns impostos que constituem receita do Estado. A distribuição dos fundos pelas autarquias é, depois, efectuada em função de diversos factores que não podem ser influenciados pelas suas decisões. A forma de cálculo destas receitas é apresentada em detalhe na secção seguinte. Da transferência total recebida pelos municípios, 60 por cento é inscrita nos orçamentos municipais como receitas correntes e 40 por cento como receitas de capital.

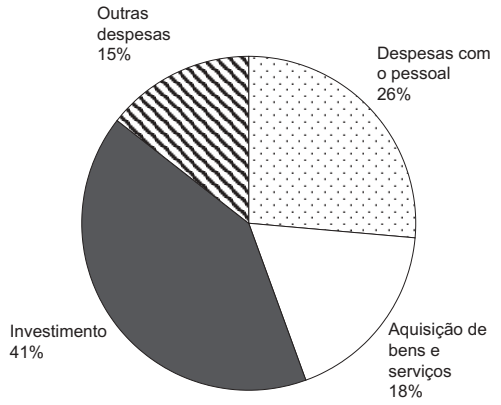
Finalmente, no que respeita às transferências da União Europeia, a capacidade de que as autarquias dispõem para influenciar o montante recebido é um pouco maior. Com efeito, o valor total das transferências da União Europeia é definido ao nível do Quadro Comunitário de Apoio e a sua repartição pelas diversas instituições, incluindo os municípios, depende da qualidade e da elegibilidade dos projectos de investimento apresentados para comparticipação.

2.2. Despesas

As despesas efectuadas pelas autarquias locais têm como propósito a execução de projectos nos domínios em que possuem atribuições e competências, bem como o financiamento das despesas decorrentes do funcionamento dos serviços e órgãos autárquicos. A composição das despesas das autarquias encontra-se condicionada quer pela repartição das transferências do Estado entre receitas correntes e de capital, quer pelas restrições relativas aos fins a que podem ser destinados os empréstimos de curto prazo e de médio e longo prazos. Adicionalmente, de acordo com as regras e princípios orçamentais definidos no Decreto-Lei n.º 341/83, as autarquias têm ainda que garantir a não negatividade do seu saldo corrente. Para além da observância destas regras, as autarquias têm completa autonomia para decidir sobre o montante e a finalidade dos recursos que despendem. O Gráfico 2 e o Quadro 4 mostram a composição das despesas do subsector da Administração Local em 2000. Como se pode observar, assumem especial relevância as despesas com investimento (41.0 por cento), seguidas das despesas com o pessoal (26.3

(6) A taxa de contribuição autárquica a aplicar aos prédios urbanos deverá situar-se entre 0.7 e 1.3 por cento, enquanto a taxa referente aos prédios rústicos é de 0.8 por cento.

Gráfico 2
COMPOSIÇÃO DAS DESPESAS DA ADMINISTRAÇÃO LOCAL EM 2000



Fonte: Direcção-Geral da Administração Local.

Quadro 4
COMPOSIÇÃO DAS DESPESAS DAS ADMINISTRAÇÃO LOCAL EM 2000

	Milhões de euros	Percentagem do total
Despesa total	**5 273.3**	**100.0**
Despesas correntes	**2 781.8**	**52.8**
Despesas com o pessoal	1 388.7	26.3
Aquisição de bens e serviços	954.7	18.1
Encargos financeiros	60.4	1.1
Transferências correntes	310.3	5.9
das quais:		
Freguesias	54.9	1.0
Outras despesas correntes	67.8	1.3
Despesas de capital	**2 492.0**	**47.3**
Investimento	2 161.3	41.0
Transferências de capital	324.2	6.1
Outras despesas de capital	6.5	0.1

Fonte: Direcção-Geral da Administração Local.

Quadro 5

PESO DA DESPESA DA ADMINISTRAÇÃO LOCAL[a] NA DESPESA DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS[b] POR RUBRICAS EM 2000

Em percentagem

Despesa total	**10.0**
Despesas correntes	**6.1**
Despesas com o pessoal	8.3
Aquisição de bens e serviços e outras despesas correntes	15.2
Encargos financeiros	1.7
Subsídios	0.0
Transferências correntes	1.8
Despesas de capital	**37.9**
Investimento	45.5
Transferências de capital	19.5
Outras despesas de capital	3.9

Fontes: Direcção-Geral da Administração Local e Direcção-Geral do Orçamento.
Notas:
(a) Excluindo as transferências para outras Administrações Públicas.
(b) Despesa consolidada.

por cento) e com a aquisição de bens e serviços (18.1 por cento).

O Quadro 5 apresenta o peso da despesa da Administração Local, líquida das transferências para outros subsectores, na despesa consolidada das Administrações Públicas em 2000. A proporção da despesa das autarquias locais na despesa total das Administrações Públicas (10.0 por cento) evidencia que a descentralização da despesa pública em Portugal é ainda reduzida, em contraste com a importante participação da Administração Local no investimento total das Administrações Públicas (45.5 por cento). Em termos de despesas correntes, é de destacar o peso associado às despesas relacionadas com a provisão de bens e serviços locais (despesas com o pessoal e aquisição de bens e serviços).

2.3. Endividamento

A Lei das Finanças Locais consagra ainda o recurso a empréstimos de curto ou de médio e longo prazos para financiar a diferença entre as despesas e as receitas das autarquias. Os empréstimos de curto prazo podem ser utilizados para fazer face a dificuldades de tesouraria, enquanto o uso de empréstimos de médio e longo prazos, incluindo empréstimos obrigacionistas, fica reservado ao financiamento de despesas de investimento e ao saneamento de situações de desequilíbrio financeiro estrutural ou de ruptura financeira. Os montantes dos empréstimos de curto prazo e os encargos anuais com as amortizações e os juros dos empréstimos de médio e longo prazos encontram-se limitados pela Lei, em função do montante total de recursos transferidos pelo Estado para a autarquia e das despesas de investimento realizadas no passado. Excluem-se destes limites os empréstimos de médio e longo prazos contraídos para a execução de projectos comparticipados pelos fundos estruturais comunitários, no âmbito do Quadro Comunitário de Apoio, os empréstimos destinados à amortização de outros empréstimos, os empréstimos para acorrer a despesas extraordinárias resultantes de situações de calamidade pública e os empréstimos destinados à compra, construção ou reparação de imóveis destinados à habitação social.

De notar que a imposição de limites ao serviço da dívida dos empréstimos de médio e longo prazos, num contexto caracterizado por baixas taxas de juro, constitui uma restrição muito pouco activa aos défices e ao crescimento da dívida da Administração Local.

3. A LEI DAS FINANÇAS LOCAIS DE 1998 E O CRESCIMENTO DA DESPESA PÚBLICA

A principal alteração da Lei das Finanças Locais de 1998 relativamente à Lei anteriormente em vigor, datada de 1987, refere-se ao cálculo das transferências do Estado para as autarquias locais. As regras respeitantes ao endividamento também sofreram algumas alterações, mas relativamente menores.

A Lei das Finanças Locais de 1987 consagrava uma transferência do OE para os municípios, designada por Fundo de Equilíbrio Financeiro (FEF). O montante total desta transferência aumentava à taxa de crescimento prevista para a receita do imposto sobre o valor acrescentado (IVA), de acordo com a seguinte fórmula:

$$FEF_n = FEF_{n-1} \times \frac{IVA_n}{IVA_{n-1}}$$

onde n é o ano a que se refere o OE.

A repartição do montante total do FEF pelos municípios era efectuada em função de critérios

relacionados com as características dos municípios, que foram sendo alterados ao longo do tempo, mas em que teve sempre particular destaque o número de habitantes. Em cada ano, a Lei do OE fixava as percentagens do FEF que correspondiam a transferências correntes e de capital, não podendo a percentagem destas últimas ser inferior a 40 por cento. As freguesias não recebiam transferências directamente do Estado, mas tinham direito a uma parte das receitas dos municípios.

Com a nova Lei das Finanças Locais, o FEF foi extinto e a transferência realizada a partir do OE para as autarquias locais passou corresponder a 33 por cento da média aritmética simples da receita dos impostos sobre o rendimento de pessoas singulares (IRS), sobre o rendimento das pessoas colectivas (IRC)[7] e sobre o valor acrescentado, no ano anterior àquele em que é elaborado o Orçamento. Consequentemente, a transferência do Estado para as autarquias no ano *n* passou a ser calculada de acordo com a seguinte fórmula:

$$Transferência_n = 0.33 \text{ x } \frac{IRS_{n-2} + IRC_{n-2} + IVA_{n-2}}{3}$$

A transferência total a efectuar era distribuída, na versão inicial da Lei, por três fundos distintos: o Fundo Geral Municipal (FGM), o Fundo de Coesão Municipal (FCM) e o Fundo de Financiamento das Freguesias (FFF). Os dois primeiros constituíam receita dos municípios e correspondiam, respectivamente, a 24.0 e 6.5 pontos percentuais (p.p.) daquela média aritmética simples. Os restantes 2.5 p.p. dos 33 por cento eram directamente transferidos do OE para as freguesias, constituindo o FFF. A estrutura da transferência do Estado para os municípios foi posteriormente alterada[8] com a criação do Fundo de Base Municipal (FBM), que corresponde a 4.5 p.p. da média aritmética das receitas do IRS, IRC e IVA, passando o FGM e o FCM a representar 20.5 e 5.5 p.p., respectivamente. O FGM é, num primeiro passo, distribuído entre a Região Autónoma da Madeira, a Região Autónoma dos Açores e o Continente de acordo com a população residente, o número de municípios e a área. Dentro de cada unidade territorial, a distribuição pelos municípios obedece, depois, essencialmente a dois factores: população residente e média diária de dormidas em estabelecimentos hoteleiros e parques de campismo, e área, ponderada por um factor relativo à amplitude altimétrica do município. O FCM é distribuído pelos municípios com base numa comparação entre os índices de carência fiscal (ICF)[9] e de desigualdade de oportunidades (IDO)[10] dos municípios e a média nacional. A distribuição do FGM e do FCM pelos municípios deve garantir um acréscimo da participação de cada município, face ao ano anterior, equivalente ou superior à taxa de inflação prevista. O FBM visa dotar os municípios da capacidade financeira mínima para o seu funcionamento, sendo repartido igualmente por todos eles. Da transferência total recebida pelos municípios, 60 por cento é inscrita nos orçamentos municipais como receitas correntes e 40 por cento como receitas de capital. O FFF é também, numa primeira fase, repartido pelas três unidades territoriais de forma semelhante à repartição do FGM e, depois, pelas freguesias em função do número de habitantes, da área e do número de freguesias.

O Quadro 6 compara as transferências do Estado para as autarquias locais de acordo com a Lei das Finanças Locais de 1998 com o que seriam essas mesmas transferências no quadro da antiga Lei, no período 1999-2002. Como se pode verificar, as novas regras sobre as transferências do Estado para a Administração Local implicaram um alargamento da restrição orçamental deste subsector, sem que tenha ocorrido um aumento significativo das suas competências e atribuições[11]. Assim, em 1999 as transferências dos novos fundos (FGM, FCM e FFF) representaram um acréscimo de 19.7 por cento relativamente à transferência do FEF de 1998. Se a legislação anterior se tivesse mantido em vigor, a transferência do Estado para a

(7) Note-se que o valor considerado para o IRC exclui a parte relativa à derrama.

(8) Lei nº. 94/2001, de 20 de Agosto.

(9) De acordo com o n.º 2 do artigo 13º da Lei n.º 42/98, de 6 de Agosto, "O ICF de cada município corresponde à diferença entre a capitação média nacional das colectas dos impostos municipais (...) e a respectiva capitação municipal daqueles impostos.".

(10) Segundo o n.º 3 do artigo 13º da Lei n.º 42/98, de 6 de Agosto, "O IDO representa a diferença de oportunidades positiva para os cidadãos de cada município, decorrente da desigualdade de acesso a condições necessárias para poderem ter uma vida mais longa, com melhores níveis de saúde, de conforto, de saneamento básico e de aquisição de conhecimentos.". O anexo da Lei n.º 42/98, de 6 de Agosto, esclarece a fórmula utilizada para o cálculo do IDO.

Quadro 6

TRANSFERÊNCIAS DO ESTADO PARA A ADMINISTRAÇÃO LOCAL

		Milhões de euros					Taxas de variação			
		1998	1999	2000	2001	2002	1999	2000	2001	2002
FGM+FCM+FBM[a]+FFF ..	(A)		1 620.3	1 775.4	2 012.2	2 243.0	19.7[c]	9.6	13.3	11.5
FEF[b]	(B)	1 354.1	1 438.8	1 594.3	1 757.8	1 888.8	6.3	10.8	10.3	7.4
Diferença.....	(C)=(A)-(B)		181.5	181.2	254.4	354.3				
(em percentagem do PIB)			0.2	0.2	0.2	0.3				

Fontes: Orçamentos Gerais do Estado de 1998 a 2002 e estimativas do Banco de Portugal.

Notas:

(a) O FBM foi criado pela Lei n.º 94/2001, de 20 de Agosto.

(b) Valores estimados com base no valor do FEF em 1998 e nas previsões e estimativas do IVA incluídas nos Orçamentos do Estado.

(c) Taxa de crescimento relativamente ao valor do FEF em 1998.

Administração Local teria crescido apenas 6.3 por cento. Nos anos seguintes, as taxas de crescimento das transferências para as autarquias já se aproximam das que resultariam do FEF, embora sejam superiores em 2001 e 2002 devido ao abrandamento da actividade económica. Com efeito, em períodos de desaceleração da actividade económica, a nova regra de cálculo das transferências tende a conduzir a um montante mais elevado de transferências do Estado, dado que se baseia em valores passados da receita fiscal, por oposição ao FEF cujo crescimento dependia da taxa de variação prevista para o IVA. Pelo contrário, em períodos de aceleração do crescimento económico, a transferência prevista na antiga Lei das Finanças Locais tenderia a ser superior ao montante total da transferência da actual Lei em vigor. Em 2002, o conjunto das transferências do Estado para as autarquias situar-se-á cerca de 0.3 p.p. do PIB acima do que resultaria da legislação que vigorou até 1998, enquanto que nos anos anteriores essa diferença é de cerca de 0.2 p.p. do PIB.

Os limites ao endividamento das autarquias locais previstos na nova e na antiga Leis das Finanças Locais são idênticos no que respeita aos municípios. De acordo com a antiga Lei de 1987, o montante dos empréstimos de curto prazo aos municípios não podia exceder 10 por cento do valor da transferência do FEF. Adicionalmente, os encargos anuais com as amortizações e juros de empréstimos de médio e longo prazos não podiam exceder o maior de dois limites: três duodécimos do FEF que cabia ao município ou 20 por cento das despesas de investimento realizadas pelo município no ano anterior. A nova Lei das Finanças Locais manteve os limites ao endividamento dos municípios, utilizando agora o FGM e o FCM em vez do FEF para os calcular, e estende às freguesias o recurso a empréstimos de curto prazo, desde que não ultrapassem 10 por cento do FFF.

Coloca-se naturalmente a questão de saber se o aumento dos recursos postos à disposição das autarquias locais reduziu o endividamento adicional líquido da Administração Local ou se, pelo contrário, se reflectiu num aumento da despesa. O Quadro 7 apresenta a evolução recente do endividamento líquido das autarquias locais junto das instituições financeiras monetárias residentes. Embora o período de vigência da nova Lei seja ainda muito breve, parece haver uma tendência no sentido de um maior endividamento da Administração

(11) A Lei n.º 159/99, de 14 de Setembro, estabelece no n.º 2 do artigo 3º que "A transferência de atribuições e competências é acompanhada dos meios humanos, dos recursos financeiros e do património adequados ao desempenho da função transferida." e acrescenta ainda no n.º 3 do artigo 4º que "O Orçamento do Estado fixa anualmente, no montante e nas condições que tiverem sido acordados entre a administração central e as autarquias locais, os recursos a transferir para o exercício das novas atribuições.". Assim, estes montantes estão para além da transferência geral do Estado para a Administração Local, definida na Lei das Finanças Locais.

Quadro 7

VARIAÇÃO DA DÍVIDA BANCÁRIA BRUTA E LÍQUIDA DE DEPÓSITOS DA ADMINISTRAÇÃO LOCAL

Milhões de euros

		1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Dívida bancária bruta[a] [b]	(A)	724.8	790.4	987.8	1 237.6	1 427.9	1 744.8	2 381.7
Variação da dívida bancária bruta			65.6	197.4	249.8	190.3	317.0	636.8
Depósitos[a] [c]	(B)	382.6	489.2	471.4	667.4	688.4	663.5	731.9
Dívida bancária líquida[a]	(C)=(A)-(B)	342.2	301.2	516.4	570.2	739.5	1 081.3	1 649.8
(em percentagem do PIB)		0.4	0.3	0.6	0.6	0.7	0.9	1.3
Variação da dívida bancária líquida			-41.0	215.2	53.8	169.3	341.9	568.4
(em percentagem do PIB)			0.0	0.2	0.1	0.2	0.3	0.5

Fonte: Estimativas do Banco de Portugal.

(a) Valores em 31 de Dezembro.

(b) Empréstimos contraídos junto de instituições financeiras monetárias residentes.

(c) Depósitos junto de instituições financeiras monetárias residentes.

Local a partir de 1999, permitido não só pelo acréscimo das transferências do Estado, resultante da própria Lei, como também pela descida das taxas de juro, observadas nos últimos anos. Assim, o acréscimo de recursos transferidos pelo Estado para as autarquias terá resultado num aumento das despesas realizadas pelo conjunto das Administrações Públicas, contribuindo desta forma para o agravamento do défice.

4. OBJECTIVOS ORÇAMENTAIS DOS PROGRAMAS DE ESTABILIDADE E DE CONVERGÊNCIA E REGRAS ORÇAMENTAIS PARA A ADMINISTRAÇÃO LOCAL

Tal como já foi mencionado na introdução, os objectivos orçamentais definidos no quadro do PEC dizem respeito ao conjunto das Administrações Públicas e não apenas à Administração Central e à Segurança Social. Este facto torna necessária alguma forma de articulação entre os vários níveis das Administrações Públicas no sentido de garantir que os objectivos assumidos nos Programas de Estabilidade e de Convergência sejam atingidos. A maior parte dos Estados-membros da União Europeia tem em vigor regras orçamentais que servem este propósito, quer tenham sido ou não definidas tendo em vista a implementação do PEC. Tais regras têm um carácter mais ou menos abrangente, constituindo nalguns países autênticos pactos de estabilidade internos enquanto noutros se limitam à imposição de limites ao endividamento da Administração Regional e Local pela Administração Central.

Em Portugal, a Lei do OE inclui anualmente limites ao endividamento adicional líquido das Regiões Autónomas dos Açores e da Madeira. No que respeita à Administração Local, os limites ao endividamento de médio e longo prazos referem-se ao serviço da dívida (juros e amortizações) e não ao endividamento adicional em cada ano, nem ao stock da dívida. Neste contexto é possível que a Administração Local atinja défices relativamente significativos, o que tem acontecido, em particular, nos anos de eleições, sem que o Governo disponha de qualquer instrumento de controlo. Acresce ainda que a informação sobre a execução orçamental dos municípios é apurada tardiamente, inviabilizando qualquer acomodação pela Administração Central de eventuais desvios no défice da Administração Local, relativamente às previsões iniciais[12].

O actual sistema de financiamento das autarquias locais não permite estabelecer uma boa ligação entre as decisões de aumento da despesa e a

(12) A informação sobre o financiamento da administração local apurada pelo Banco de Portugal, embora tenha um desfasamento temporal reduzido, constitui apenas uma aproximação ao saldo que resulta das Contas Nacionais financeiras e não financeiras.

responsabilidade pela obtenção de receitas adicionais (em particular através do aumento de impostos), com o consequente ónus político. Esta situação decorre da reduzida capacidade de que os municípios dispõem para influenciar as suas receitas, incluindo as receitas de impostos. Com efeito, receitas que são "automáticas" têm um custo marginal nulo para os municípios e são utilizadas para financiar despesa, independentemente da utilidade social desta. No quadro institucional actual, só será possível garantir que o comportamento por parte das autarquias locais não ponha em causa o cumprimento dos compromissos assumidos pelo país no âmbito do Pacto de Estabilidade, através da imposição de limites anuais ao endividamento adicional e da fixação de regras muito estritas em relação ao apuramento atempado da informação sobre a execução orçamental. Tanto num caso como no outro, faz sentido que sejam definidas sanções às instituições incumpridoras na forma de suspensão ou corte parcial de transferências do Estado e / ou do acesso aos fundos estruturais.

O Programa de Reforma da Despesa Pública, aprovado em Junho passado, aponta neste sentido, incluindo na síntese de medidas, divulgada publicamente, o controlo do endividamento da Administração Local e a aprovação de uma Lei de Estabilidade Orçamental. A primeira medida consistiria em estabelecer anualmente na Lei do OE limites à capacidade de endividamento adicional das autarquias. A Lei de Estabilidade Orçamental visaria garantir, por imposição legal, a solidariedade entre os vários subsectores das Administrações Públicas no cumprimento dos objectivos orçamentais definidos para o conjunto do sector. Essa solidariedade traduzir-se-ia na fixação de saldos orçamentais para os vários níveis das Administrações Públicas compatíveis com o valor do défice orçamental assumido no Programa de Estabilidade. Adicionalmente, a Lei exigiria o apuramento atempado de informação sobre a execução orçamental. Em qualquer um dos casos, seriam impostas sanções em caso de incumprimento.

A limitação do endividamento adicional da Administração Local já está contemplada no OE – 2002, embora apenas sob a forma de autorização legislativa. Por seu turno, a Lei da Estabilidade Orçamental foi apresentada na actualização do Programa de Estabilidade enviada pelo Governo português à Comissão Europeia, em Dezembro passado, como uma medida essencial para a consolidação das finanças públicas.

5. CONCLUSÕES

No quadro institucional actual, um aumento dos recursos colocados à disposição da Administração Local, nomeadamente por via de transferências do Estado, sem uma simultânea transferência de competências, traduz-se necessariamente num acréscimo da despesa total das Administrações Públicas, com impacto directo no défice. A implementação da Lei das Finanças Locais de 1998, que implicou um acréscimo da transferência do Estado para as autarquias locais, sem um aumento significativo das suas competências, determinou, *ceteris paribus*, um aumento do défice total das Administrações Públicas da ordem de 0.2–0.3 por cento do PIB.

As alterações na fórmula de cálculo da transferência do Estado para as autarquias locais introduzidas na Lei de 1998 tendem a aumentar a despesa e o défice das Administrações Públicas nos períodos de abrandamento da actividade económica, relativamente ao que se verificaria com a aplicação da Lei de 1987. Nos períodos de aceleração da economia, verifica-se a situação inversa. Este efeito deve-se ao facto de a transferência do Estado se basear agora em valores passados da receita fiscal, por oposição ao FEF, cujo montante dependia da taxa de crescimento prevista do IVA.

Nas Leis das Finanças Locais de 1987 e de 1998, as restrições ao endividamento de médio e longo prazos dos municípios são idênticas, fixando limites aos encargos anuais com as amortizações e os juros e não ao stock da dívida ou à sua variação. Porém, a descida das taxas de juro e a diversificação das modalidades de financiamento observadas nos últimos anos vieram tornar muito menos restritivos os limites ao endividamento baseados no serviço da dívida, o que pode permitir um aumento do défice e da dívida da Administração Local. Tal evolução começou já a esboçar-se nos três últimos anos.

A concretização dos objectivos orçamentais definidos no âmbito do PEC, que se referem ao conjunto das Administrações Públicas, requer um conjunto de regras que assegurem a solidariedade entre os vários subsectores no processo de consolidação orçamental. Tais regras deverão passar pela definição de limites ao endividamento adicional da Administração Local em cada ano e pela imposição de prazos ao apuramento da informação sobre a sua execução orçamental. O efectivo cumprimento destas regras exige que se definam, adicionalmente, sanções a aplicar às instituições incumpridoras, eventualmente sob a forma de suspensão ou corte parcial das transferências do Estado ou do acesso aos fundos estruturais.

Relativamente à situação actual, seria também desejável do ponto de vista da eficiência económica que houvesse uma flexibilização da restrição orçamental da Administração Local em duas vertentes. Uma primeira vertente corresponderia ao aumento da capacidade da Administração Local para influenciar as receitas de impostos, por exemplo, através da ampliação do intervalo em que se podem situar as taxas da contribuição autárquica. A segunda vertente de flexibilização passaria pela reformulação da transferência do Estado para as autarquias. Por um lado, dever-se-ia reduzir o peso relativo da transferência "automática" do Estado. Por outro lado, deveria ser criado um fundo de transferência não "automático", cujo montante total seria determinado de forma discricionária pela Assembleia da República, tendo em conta os objectivos orçamentais para o conjunto das Administrações Públicas. A afectação das verbas deste fundo aos municípios deveria ser efectuada em função da apresentação de projectos, como acontece actualmente com os fundos estruturais comunitários. Desta forma, as decisões de despesa das autarquias locais passariam a reflectir melhor a avaliação dos custos e benefícios sociais marginais que lhes estão associados. Este quadro alternativo de financiamento da Administração Local não poria em causa, naturalmente, um aumento de recursos no contexto de um eventual alargamento das atribuições e competências das autarquias.

EVOLUÇÃO CÍCLICA DA ECONOMIA PORTUGUESA NO PERÍODO DE 1910 A 1958: UMA BREVE ANÁLISE*

*Pedro Duarte Neves***
*Frederico Belo***

1. INTRODUÇÃO

Este estudo tem como principal objectivo analisar a evolução cíclica da economia portuguesa no período de 1910 a 1958. A realização deste estudo foi motivada pela divulgação de estimativas de Contas Nacionais para o referido período em Batista e outros (1997). É de referir que anteriores estudos sobre o comportamento dos ciclos económicos em Portugal ou não cobriam este período, como é o caso de Dias (1997), ou utilizavam séries diferentes, como Correia e outros (1992a) e Neves (1994).

O estudo está organizado da seguinte forma. Na secção 2 são descritas, brevemente, as séries estatísticas utilizadas. Na secção 3 são apresentados as principais características da evolução cíclica da economia portuguesa no período em análise. Na secção 4 procede-se a uma comparação com resultados obtidos para outros países, para o mesmo período. Finalmente, a secção 5 conclui.

2. INFORMAÇÃO DE BASE

Esta análise baseia-se na informação apresentada em Batista e outros (1997). Estas séries cobrem o período de 1910 a 1958. De acordo com os autores, a escolha do ano de início reflecte a significativa melhoria nas estatísticas económicas após a instauração da Primeira República. O ano de conclusão coincide com um novo período de franco progresso na cobertura estatística das actividades económicas em Portugal e, adicionalmente, coincide também com o início das primeiras *Séries Longas para a Economia Portuguesa* publicadas pelo Banco de Portugal no estudo de Santos e outros (1992). No que se refere ao âmbito geográfico, as limitações da informação obrigaram a que apenas se considerasse Portugal Continental, excluindo-se as Regiões Autónomas da Madeira e dos Açores.

A metodologia utilizada por Batista e outros (1997) corresponde a uma estimação directa do Produto Interno Bruto (PIB) pela óptica do produto. Em termos gerais, foram utilizados índices de produção ao nível mais desagregado disponível, agregando-os posteriormente ao nível da indústria. O PIB foi obtido ponderando pelo peso de cada sector. Em termos de comparação com anteriores séries para este período, é de referir a clara vantagem na utilização de um maior número de indicadores desagregados para a economia. Batista e outros (1997) apresentam uma discussão rigorosa das escolhas estatísticas efectuadas.

Batista e outros (1997) apresentam Contas Nacionais obtidas pelo lado do produto com um grau bastante detalhado de desagregação sectorial. Adicionalmente, apresentam estimativas do produto para os principais agregados da despesa. Refira-se

* As ideias expressas neste artigo são as dos autores e não necessariamente as do Banco de Portugal. Os autores agradecem os comentários e sugestões de Isabel Horta Correia, Maximiano Pinheiro, Jaime Reis e Diana Bonfim. A responsabilidade por eventuais erros é da exclusiva responsabilidade dos autores.

** Departamento de Estudos Económicos. Este estudo foi realizado enquanto o segundo autor realizou um estágio no Banco de Portugal.

também, para o caso das exportações e das importações, a apresentação da informação a um nível relativamente desagregado.

A análise da evolução cíclica exige, naturalmente, a distinção de uma componente de tendência e de uma componente cíclica. Não existindo consenso quanto à melhor metodologia a utilizar para identificar estas duas componentes, a escolha efectuada neste estudo foi condicionada pela intenção de permitir a comparabilidade com estudos para outras economias no mesmo período[1], o que tem lugar na secção 4 deste estudo. Optou-se assim pela utilização do filtro de Hodrick-Prescott com um parâmetro de alisamento igual a 400. Todas as variáveis estão consideradas a preços constantes de 1958. As séries estão expressas em termos *per capita* – utilizando para o efeito a série de população apresentada em Mata e Valério (1994) – e logaritmizadas.

O Gráfico 1 apresenta as flutuações do produto em torno da sua tendência, obtida a partir da aplicação do filtro de Hodrick-Prescott. O Gráfico 2 apresenta a componente cíclica do produto, isto é os desvios observados do produto em relação a esta tendência. Este Gráfico mostra que a componente cíclica apresenta uma persistência relativamente baixa, com frequentes mudanças de sinal. Conforme analisado na secção seguinte, o elevado peso do sector agrícola na estrutura produtiva da economia portuguesa, na primeira metade do século passado, associada à extrema volatilidade do valor acrescentado neste sector determina um comportamento pouco persistente do produto.

Com efeito, o peso do sector primário (agricultura, silvicultura, caça e pesca) no Produto Interno Bruto era, em 1910, de 37.1 por cento, valor que se foi reduzindo lentamente, situando-se em 26.8 por cento em 1958. Por outro lado, o peso do emprego agrícola no total do emprego era claramente maior em Portugal do que nas principais economias europeias. Assim, enquanto que, em 1910, o peso do emprego agrícola era ligeiramente inferior a 60 por cento em Portugal – e próximo, embora superior, dos valores observados em Itália e Espanha – em França verificava-se um valor próximo de 40 por cento, na Bélgica e nos Países Baixos cerca de 25 por cento e no Reino Unido essa proporção era já mesmo ligeiramente inferior a 10 por cento. Em 1950, a proporção do emprego agrícola no total do emprego era de 48.8 por cento em Portugal, o que

Gráfico 1
PRODUTO INTERNO BRUTO E TENDÊNCIA

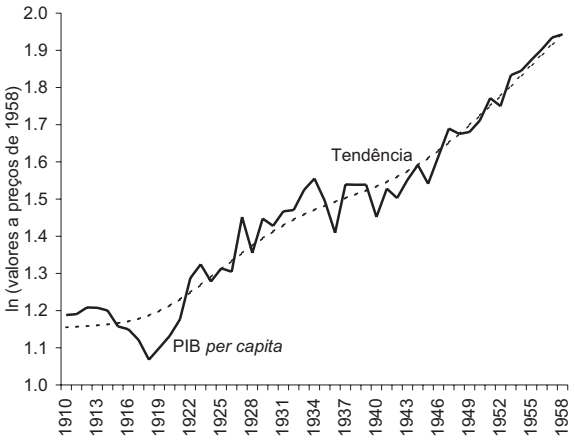
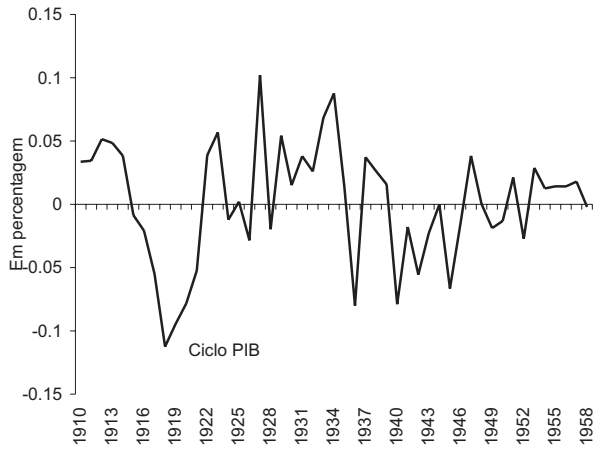


Gráfico 2
COMPONENTE CÍCLICA

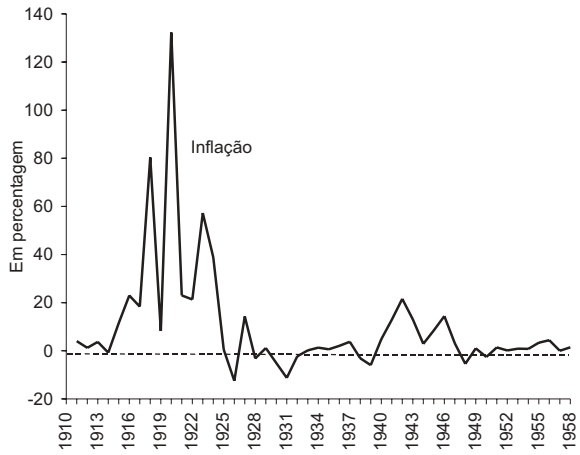


comparava com valores de 45.4 por cento na Itália, 28.3 por cento em França, 13.9 por cento nos Países Baixos, 10.1 por cento na Bélgica e 5.1 por cento no Reino Unido[2].

Os Gráficos 1 e 2 ilustram de uma forma interessante o comportamento da economia portuguesa em alguns períodos específicos. Assim, os períodos com um nível mais baixo de actividade económica foram, primeiro, o da participação de Portugal na 1ª Grande Guerra Mundial e de inflação muito elevada que se seguiu e, depois, embora de uma forma não tão marcada, o período da 2ª Grande Guerra. É interessante notar que os efeitos na

(1) Ver Correia e outros (1992b).
(2) Dados obtidos em Maddison (1995) e Pinheiro e outros (1999), tendo-se utilizado o ano de 1953 para o caso de Portugal.

Gráfico 3
VARIAÇÃO DO DEFLATOR DO CONSUMO PRIVADO



actividade real da Grande Depressão foram relativamente menores, como se conclui da leitura daqueles dois Gráficos. Esse facto reflectirá dois factores principais. Em primeiro lugar, a economia portuguesa era, na altura, relativamente fechada ao exterior, tanto em termos de fluxos de bens e serviços como em termos de actividades financeiras[3]. Em segundo lugar, os fluxos comerciais da economia portuguesa estavam, em grande parte, concentrados em economias que foram relativamente pouco afectadas pela Grande Depressão: antigas colónias africanas, Brasil, Espanha e, também, o Reino Unido. Parte da década de 30 e, embora em menor grau, a década de 50 foram os períodos em que a actividade económica mais terá excedido a tendência do produto[4]. Neves (1994) apresenta resultados semelhantes, embora utilizando séries estatísticas diferentes.

O Gráfico 3 apresenta a evolução do deflator implícito do consumo privado[5]. São de realçar os períodos de inflação muito elevada do final dos anos 10 e início dos anos 20. Esta evolução reflectiu, no essencial, o financiamento por emissão monetária de défices orçamentais consideráveis, num contexto de mercados financeiros internos muito pouco desenvolvidos e de grande dificuldade em obter financiamentos externos[6]. É interessante referir que, também na primeira metade dos anos de 20, se verificaram episódios de hiperinflação em alguns países europeus, como a Áustria, Alemanha, Hungria, Polónia e Rússia. A evolução dos preços naqueles cinco países apresentou algumas características comuns: a taxa média de inflação mensal foi de 50 por cento ou mais, em resultado do financiamento monetário de défices orçamentais muito elevados[7]. No caso português, a inflação não atingiu níveis tão elevados, pelo que não se enquadra na definição de hiperinflação.

O Gráfico 3 mostra que, no período da Grande Depressão, se verificou deflação na economia portuguesa. Na parte restante da década de 30 assim como nos anos cinquenta verifica-se uma situação de estabilidade de preços. Pelo contrário, no período da Segunda Grande Guerra a escassez de alguns bens resultou em períodos de inflação relativamente elevada, que chegou mesmo a atingir 20 por cento.

O Gráfico 4 apresenta o grau de abertura da economia portuguesa, calculado a partir de séries a preços correntes. Estes Gráficos indicam, de uma forma clara, que Portugal era uma economia relativamente fechada, já que a média aritmética simples das exportações e importações oscilou entre os 15 e 20 por cento do PIB. É de referir a redução do grau de abertura da economia na segunda metade da década de 20 e início dos anos 30. Esta evolução foi o resultado de um aumento muito expressivo dos impostos aduaneiros, instrumento importante na estabilização financeira que decorreu neste período[8]. Para se ter uma ideia comparativa, o grau de abertura da economia portuguesa no final dos anos 90 oscilava entre os 35 e os 37.5 por cento do PIB.

As exportações líquidas, definidas como a diferença entre exportações e importações e expressas em percentagem do PIB, estão apresentadas no Gráfico 5. Ilustra-se de uma forma clara o crónico défice comercial de Portugal, apenas interrompido

(3) Ver, por exemplo, Reis (1995) e Lains (1999).
(4) O prolongamento da série do PIB a partir da utilização das Séries Longas da Economia Portuguesa não provoca alterações significativas na componente cíclica do PIB ao longo da década de 50.
(5) Refira-se que, em Batista e outros (1997), o consumo privado e a variação de existências são apresentados conjuntamente. Desta forma, a série com a qual se trabalha neste estudo constitui uma medida aproximada do deflator do consumo privado.
(6) Ver, por exemplo, Reis (1995) e Mateus (2001).
(7) Ver, por exemplo, Blanchard (1997).
(8) Ver, por exemplo, Mateus (2001).

Gráfico 4
GRAU DE ABERTURA

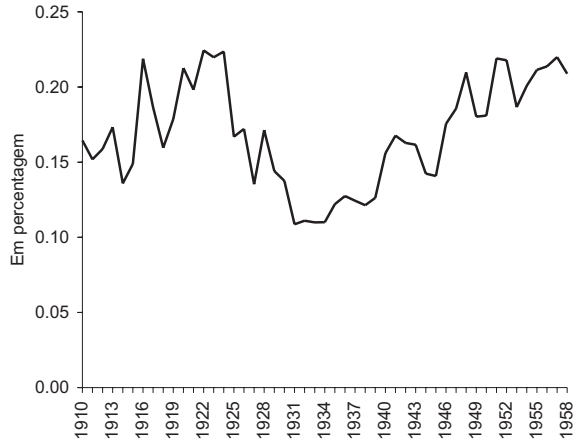
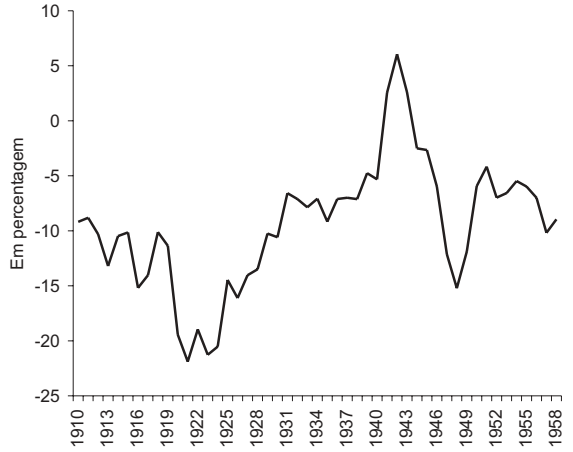


Gráfico 5
EXPORTAÇÕES LÍQUIDAS



no início dos anos 40, na sequência do episódio do volfrâmio.

3. ANÁLISE DA EVOLUÇÃO CÍCLICA EM PORTUGAL

O Quadro 1 apresenta as habituais estatísticas descritivas das componentes cíclicas das variáveis consideradas: desvio padrão (em termos absolutos e em relação ao desvio-padrão da componente cíclica do produto), coeficientes de autocorrelação e coeficientes de correlação (contemporâneos e com avanço e atraso até dois períodos) com a componente cíclica do produto.

No que se refere aos principais agregados do lado da despesa, os principais resultados são as seguintes:

(a) Todas as componentes da despesa apresentaram, no período em análise, uma volatilidade superior à do produto; as importações e a formação bruta de capital fixo são as componentes que apresentam uma maior volatilidade relativa; pelo contrário, o consumo privado é a componente da despesa com menor volatilidade relativa, embora superior à do produto;

(b) A persistência do produto é extremamente baixa. Conforme referido anteriormente, o grande peso do sector agrícola na estrutura produtiva e a extrema volatilidade do valor acrescentado deste sector são os principais factores explicativos deste tipo de comportamento. Refira-se, também, a baixa persistência do consumo e, sobretudo, das exportações. Este último resultado poderá reflectir o peso muito elevado no total das exportações das vendas ao exterior de produtos alimentares – muitos deles afectados pela irregularidade da produção agrícola – e de produtos intermédios. Estes bens representavam cerca de 95 por cento do total das exportações em 1910 e cerca de 90 por cento em 1958;

(c) As variáveis da despesa apresentam um comportamento pró-cíclico, mais acentuado nos valores das correlações contemporâneas. O consumo privado constitui a variável para a qual se verifica uma maior associação estatística com o produto. É de referir a baixa associação estatística entre as componentes cíclicas do produto e das exportações, reflectindo o facto de Portugal ser uma economia relativamente fechada face ao exterior. Na generalidade do período em análise – com excepção da parte final – as exportações não constituíram seguramente o motor de desenvolvimento da economia portuguesa(9). O consumo público apresenta um comportamento contra-cíclico, com correlações ligeiramente mais elevadas para valores desfasados do produto;

(9) Para uma análise do comportamento das exportações portuguesas no período 1851-1913 ver Lains (1995).

Quadro 1

ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS PRINCIPAIS VARIÁVEIS MACROECONÓMICAS

Extracção da tendência com filtro HP-400

Logaritmo dos valores *per capita* a preços constantes de 1958

Período: 1910 a 1958

	Desvio-padrão (sd)	Sd(x) / sd(PIB)	Coeficiente de autocorrelação		Coeficiente de correlação de x(t) com PIB(t+i)				
			-1	-2	i=-2	i=-1	i=0	i=1	i=2
Despesa									
PIB	4.69	1.00	0.39	0.27	0.27	0.39	1.00	0.39	0.27
Consumo	7.84	1.67	0.56	0.36	0.25	0.47	0.91	0.46	0.39
Consumo público	13.83	2.95	0.70	0.36	-0.20	-0.44	-0.45	-0.53	-0.51
FBCF	17.42	3.72	0.65	0.36	0.19	0.46	0.56	0.45	0.34
Exportações	12.70	2.71	0.17	-0.06	0.02	-0.11	0.12	0.06	-0.15
Importações	18.40	3.93	0.61	0.23	0.08	0.27	0.51	0.36	0.26
Índices de preços									
Deflator do consumo privado	27.44	5.85	0.84	0.63	-0.21	0.00	0.17	0.29	0.46
Deflator do PIB	26.38	5.63	0.84	0.63	-0.17	0.03	0.21	0.31	0.51
Produção									
Agricultura, silvicultura, caça e pesca	8.72	1.86	-0.12	0.05	0.12	0.06	0.81	0.02	0.10
Industria mineira e pedreira	25.67	5.48	0.56	0.18	0.08	0.28	0.40	0.28	0.02
Manufactura	6.20	1.32	0.74	0.27	0.24	0.53	0.73	0.57	0.24
Construção	14.31	3.05	0.74	0.37	0.21	0.39	0.49	0.38	0.20
Electricidade, gás, água e esgotos	6.93	1.48	0.72	0.57	0.35	0.58	0.67	0.56	0.41
Comércio, intermediação financeira e rendas	3.83	0.82	0.34	0.17	0.16	0.32	0.95	0.35	0.23
Transportes e comunicações	5.28	1.13	0.60	0.19	0.07	0.25	0.37	0.39	0.25
Serviços	3.25	0.69	0.57	-0.01	-0.31	-0.18	0.01	0.21	0.43
PIBcf excluindo sector primário	3.74	0.80	0.70	0.29	0.14	0.44	0.82	0.60	0.38
Sector externo									
Exportações líquidas / PIB	3.53	0.75	0.63	0.18	0.13	-0.16	-0.13	-0.14	-0.06
PIB Alemanha	13.07	2.79	0.66	0.25	0.00	0.08	0.09	-0.01	0.02
PIB França	12.42	2.65	0.75	0.40	0.44	0.43	0.46	0.33	0.10
PIB Itália	10.34	2.21	0.76	0.36	0.21	0.00	-0.18	-0.35	-0.42
PIB Países Baixos	11.25	2.40	0.71	0.32	0.27	0.23	0.35	0.33	0.15
PIB Bélgica	7.43	1.58	0.72	0.36	0.34	0.48	0.57	0.45	0.38
PIB Reino Unido	5.54	1.18	0.75	0.43	0.10	-0.15	-0.32	-0.50	-0.44
PIB Estados Unidos	11.53	2.46	0.79	0.43	-0.21	-0.25	-0.21	-0.14	0.02

(d) Os deflatores do consumo privado e do PIB apresentam um comportamento muito semelhante. Apresentam um comportamento pró-cíclico, apresentando indicações de avanço, no sentido em que há correlações mais elevadas com valores desfasados do produto.

O grau de desagregação apresentado em Batista e outros (1997) permite também uma análise do comportamento cíclico dos principais sectores produtivos da economia. As estatísticas descritivas correspondentes estão também apresentadas no Quadro 1, sendo de realçar os seguintes resultados:

(a) A agricultura, indústria e construção apresentam componentes cíclicas claramente mais voláteis do que as observadas nos serviços;

(b) Como referido anteriormente, a persistência da componente cíclica do produto é extremamente baixa, o que reflecte em grande parte o comportamento errático e não persistente (o coeficiente de autocorrelação de primeira ordem é negativo) do sector agrícola. Refira-se, a propósito, que excluindo do PIB o VAB do sector agrícola o coeficiente de autocorrelação de primeira ordem do produto aumenta de 0.39 para 0.70;

(c) A actividade nos vários sectores produtivos considerados comporta-se de uma forma pró-cíclica, sendo as correlações mais elevadas as contemporâneas. O sector dos serviços constitui, contudo uma excepção, já que apresenta uma correlação contemporânea nula e algumas indicações de avanço. Com efeito, o coeficiente de correlação mais elevado é 0.43, com dois períodos de avanço em relação ao produto.

As exportações líquidas, em percentagem do PIB, apresentam uma correlação negativa, embora baixa, com a componente cíclica do produto. Assim o saldo (défice) comercial é contra-cíclico (pró-cíclico), reflectindo a correlação positiva significativa entre as componentes cíclicas do produto e das importações.

O Gráfico 6 apresenta as componentes cíclicas do produto confrontadas com as cinco componentes da despesa, deflatores do PIB e do consumo privado, PIB excluindo sector primário e oito VABs sectoriais.

A sincronização cíclica da economia portuguesa com outras economias é também um ponto interessante a analisar. Para o efeito, utilizaram-se as séries de Maddison (1995)[10] e calcularam-se as correlação das componentes cíclicas de Portugal com as de um conjunto de 7 países, que são apresentadas no Gráfico 7. Os valores obtidos para as correlações contemporâneas estão também apresentados no Quadro 1. A leitura deste Quadro permite extrair as seguintes conclusões:

(a) Todos os países considerados apresentam uma maior variabilidade da componente cíclica do produto. Para a generalidade dos países europeus considerados – com a excepção do Reino Unido – este resultado reflecte os efeitos profundos na actividade económica dos conflitos militares que tiveram lugar no período considerado. No caso dos Estados Unidos, a variabilidade considerável da componente cíclica reflecte, em grande parte, o forte impacto na actividade real da Grande Depressão e da participação na Segunda Grande Guerra Mundial. Estes pontos são visíveis no Gráfico 7;

(b) A persistência da componente cíclica do produto é consideravelmente mais baixa em Portugal do que na generalidade dos países considerados;

(c) Verificou-se uma correlação extremamente baixa entre a evolução da actividade económica em Portugal e na generalidade dos restantes países. As associações mais elevadas são com a França e a Bélgica. Este resultado reflecte vários factores: carácter relativamente fechado da economia portuguesa em grande parte do período considerado; baixo peso das relações comerciais com a generalidade destes países, com excepção do Reino Unido[11]; elevado peso do sector agrícola em Portugal, que contribuiu para o carácter pouco persistente da componente cíclica do produto. Adicionalmente, deve ser referido que as economias foram sujeitas a choques muito diferentes. A título ilustrativo, refira-se que os conflitos militares que tiveram lugar na Europa, no período considerado, conduziram a componentes cíclicas particularmente marcadas em países como a Alemanha, Itália e a própria França, o que contribuiu para uma baixa correlação estatística[12].

No Quadro 2 apresentam-se as correlações contemporâneas entre as componentes cíclicas do produto para os vários países. Estes valores permitem reforçar a ideia da baixa correlação entre a evolução da actividade económica em Portugal e nos outros países, por ponto de comparação com elevadas correlações entre, por exemplo, EUA e Reino Unido, por um lado, e França, Bélgica e Países Baixos, por outro. Quando se calcula a associação estatística entre a componente cíclica das exportações em Portugal e a componente cíclica do produto nos restantes países continua a obter-se baixas correlações positivas. Este resultado reflecte o ca-

(10) Ver também Maddison (2001).

(11) No período 1905-14, os principais destinos geográficos das exportações portuguesas eram os seguintes: Reino Unido (23,1 por cento), Brasil (18.2 por cento), Espanha (16.1 por cento) e colónias africanas (15.5 por cento). Ver Lains (1995).

(12) O cálculo de correlações pode ser afectado de uma forma não negligenciável pela observação de componentes cíclicas de magnitude muito elevada, reflectindo por exemplo situações de conflitos militares. O gráfico 7 ilustra este ponto de uma forma clara.

Gráfico 6 (continua)

COMPONENTES CÍCLICAS

Evolução cíclica

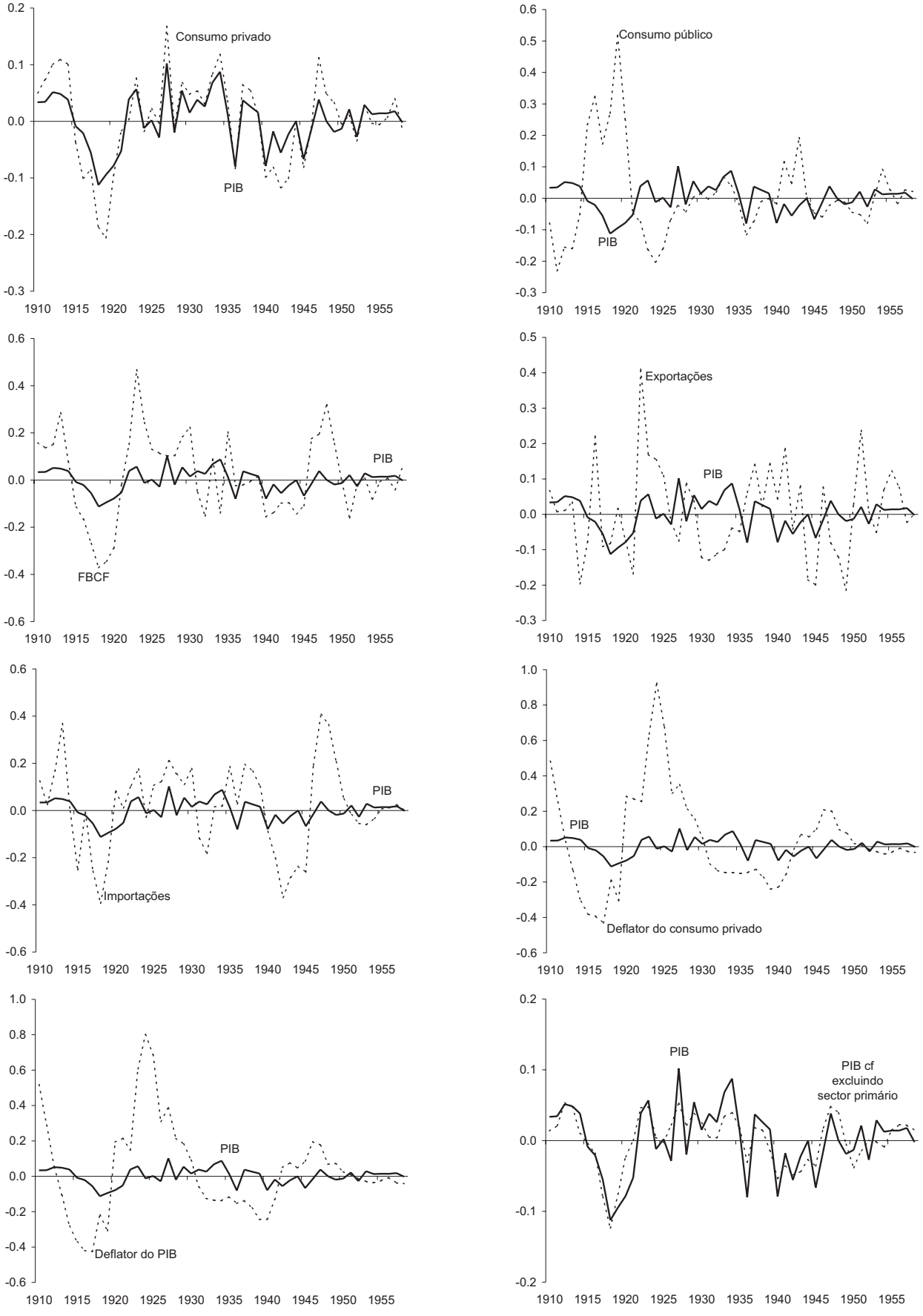


Gráfico 6 (continuação)

COMPONENTES CÍCLICAS

Evolução cíclica

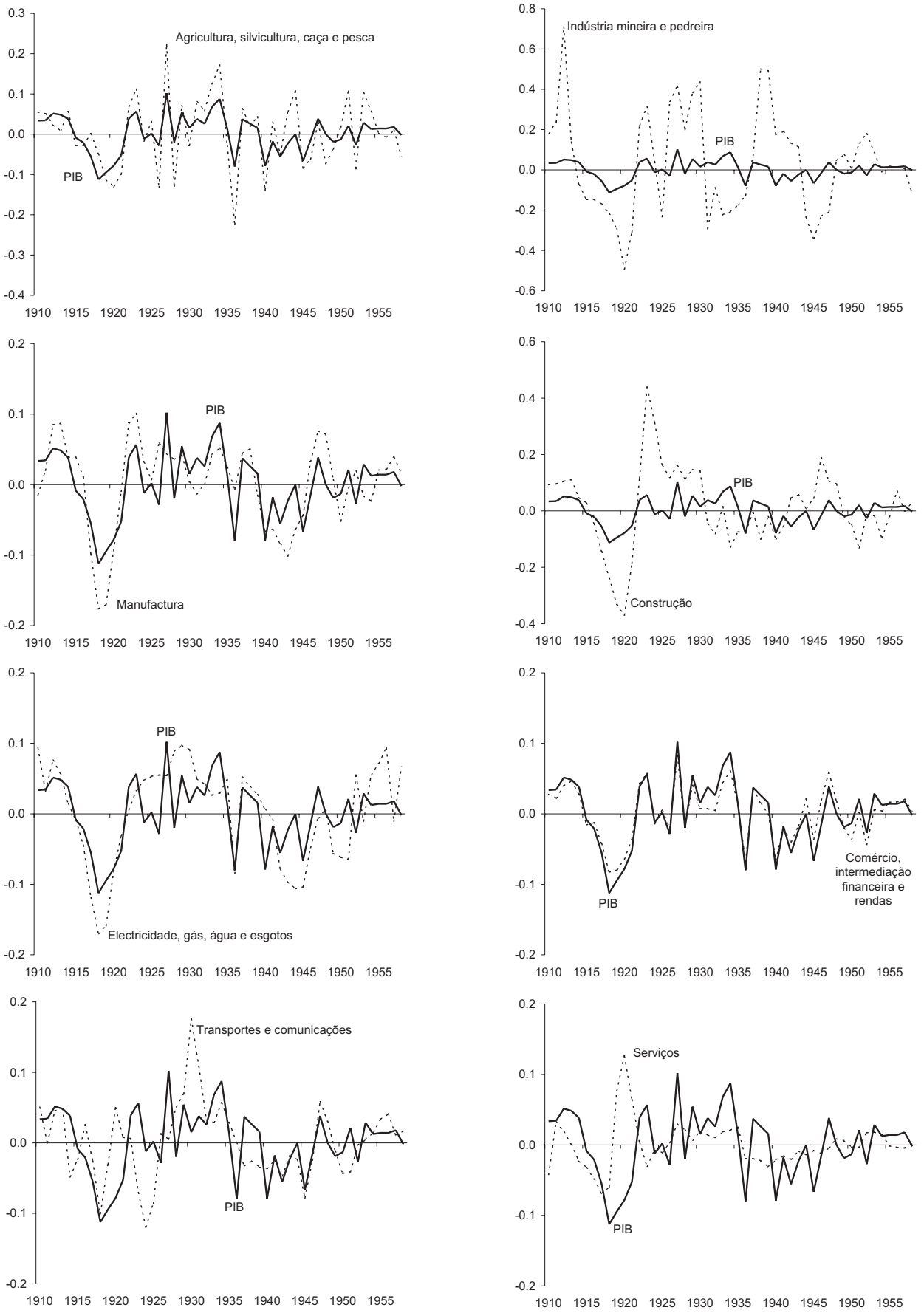
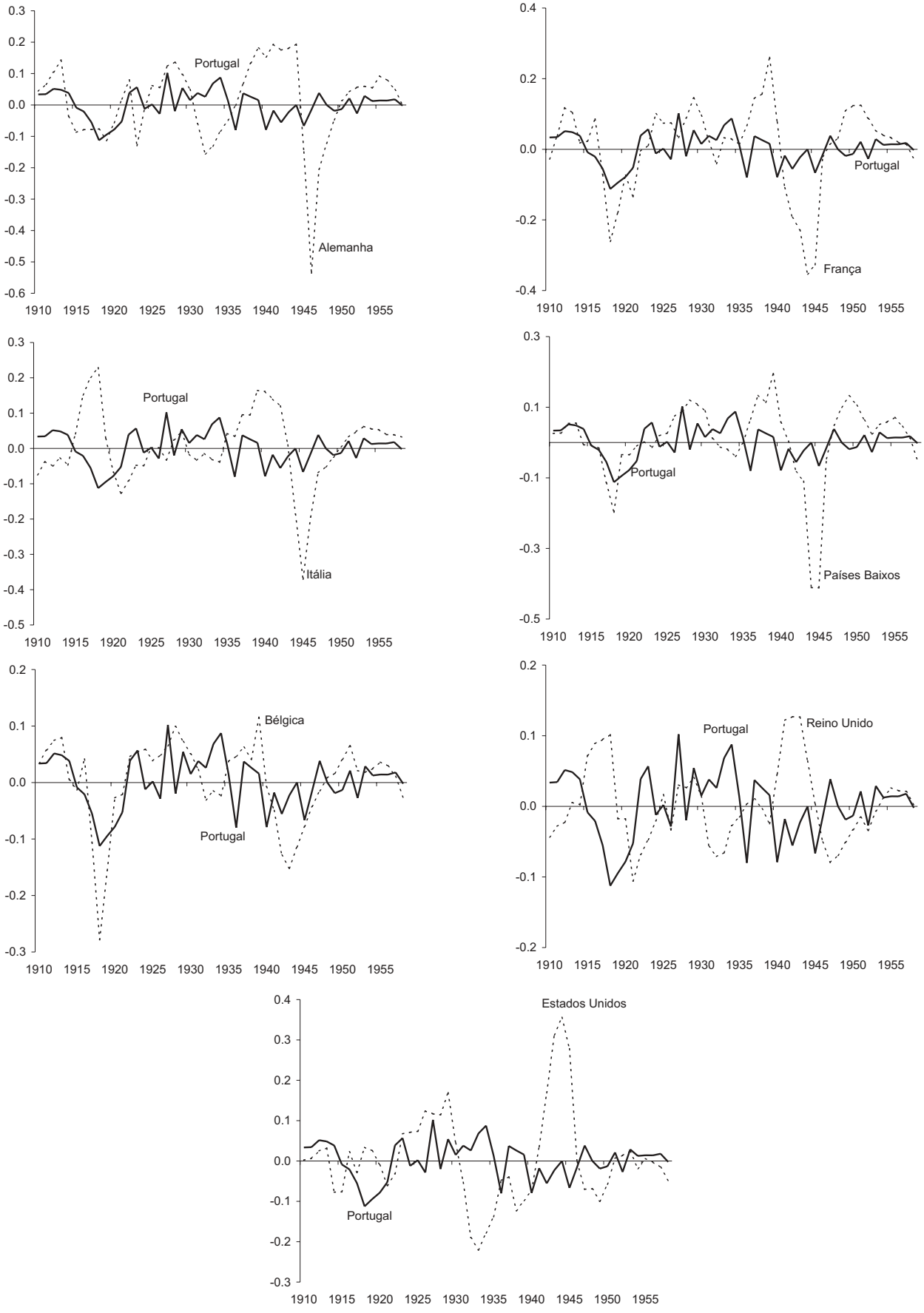


Gráfico 7

COMPONENTES CÍCLICAS DO PRODUTO

Evolução cíclica – PIB



Quadro 2

CORRELAÇÃO CONTEMPORÂNEA DAS COMPONENTES CÍCLICAS DO PRODUTO

Período: 1910 a 1958

	Alemanha	França	Itália	Países Baixos	Bélgica	Reino Unido	Estados Unidos	Portugal
Alemanha	1.00							
França	0.12	1.00						
Itália	0.36	0.31	1.00					
Países Baixos	0.19	0.88	0.40	1.00				
Bélgica	0.22	0.85	-0.06	0.71	1.00			
Reino Unido	0.42	-0.33	0.51	-0.30	-0.42	1.00		
Estados Unidos	0.33	-0.50	-0.26	-0.50	-0.25	0.50	1.00	
Portugal	0.09	0.46	-0.18	0.35	0.57	-0.32	-0.21	1.00

rácter pouco persistente da componente cíclica das exportações portuguesas, em resultado da sua estrutura, o carácter relativamente fechado da nossa economia e também o baixo peso das relações comerciais com a generalidade daqueles países, com a excepção do Reino Unido.

4. COMPARAÇÃO COM A EVOLUÇÃO CÍCLICA NOUTROS PAÍSES

Conforme referido anteriormente, esta secção procede a uma análise comparativa dos resultados agora apresentados para Portugal com os conhecidos para outras economias. Em particular, procede-se a uma comparação com os resultados obtidos na análise dos ciclos económicos do Reino Unido e dos Estados Unidos, apresentados em Correia e outros (1992b).

O estudo de Correia e outros (1992b) apresenta as características cíclicas mais relevantes dos ciclos económicos do Reino Unido e dos Estados Unidos para o período de 1850 a 1950. Para efeitos de comparação, apenas serão analisados os resultados relativos ao período 1914-1950, por coincidir quase na totalidade com o período da amostra utilizada para Portugal.

No Quadro 3 apresentam-se as estatísticas descritivas relativas ao ciclo económico em Portugal, Reino Unido e Estados Unidos. Note-se que as séries usadas na secção 3 diferem das usadas em Correia e outros (1992b). Por isso, os valores apresentados no Quadro 2 diferem dos apresentados no Quadro 3. As principais conclusões são as seguintes:

(a) Em Portugal, as variáveis reais macroeconómicas analisadas apresentam uma volatilidade cíclica significativamente mais baixa do que no Reino Unido e nos Estados Unidos. As excepções são o consumo privado, para o qual se verifica uma volatilidade superior em Portugal e as importações para as quais, curiosamente, se verifica uma volatilidade muito semelhante nos três países;

(b) Em termos de volatilidade em relação à componente cíclica do produto, é de registar a volatilidade consideravelmente mais elevada do consumo privado em Portugal. Uma possível explicação poderá ser o elevado peso do sector agrícola nas estruturas produtivas e também de consumo, num contexto de baixos fluxos comerciais com o exterior;

(c) Em relação aos índices de preços analisados (IPC e deflator do PIB) verifica-se o contrário, já que se obteve uma volatilidade das componentes cíclicas do deflator do produto e do IPC significativamente mais elevada em Portugal do que no Reino Unido e nos EUA. Este resultado poderá reflectir o período de inflação muito elevada em Portugal, que não se verificou em nenhum dos outros dois países;

(d) Em termos de persistência, as variáveis reais em Portugal apresentam uma persistência significativamente menor. Este resultado é particularmente evidente para as séries do produto (mesmo após a exclusão do sector agrícola), consumo privado e exportações;

(e) Os índices de preços analisados apresentam uma elevada persistência nos três países em estudo;

Quadro 3

ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS PRINCIPAIS VARIÁVEIS MACROECONÓMICAS

Comparação com estudo de Correia e outros (1992)[a]

	Desvio-padrão (sd)(%)	sd(x)/sd (PIB)	Coeficiente de autocorrelação		Coeficiente de correlação de x(t) com PIB(t+i)				
			1	2	i=-2	i=-1	i=0	i=1	i=2
Portugal: período 1910-58									
PIB	4.69	1.00	0.39	0.27	0.27	0.39	1.00	0.39	0.27
Consumo	7.84	1.67	0.56	0.36	0.25	0.47	0.91	0.46	0.39
Consumo Público	13.83	2.95	0.70	0.36	-0.20	-0.44	-0.45	-0.53	-0.51
FBCF	17.42	3.72	0.65	0.36	0.19	0.46	0.56	0.45	0.34
Exportações	12.70	2.71	0.17	-0.06	0.02	-0.11	0.12	0.06	-0.15
Importações	18.40	3.93	0.61	0.23	0.08	0.27	0.51	0.36	0.26
Deflator do consumo privado	27.44	5.85	0.84	0.63	-0.21	0.00	0.17	0.29	0.46
Deflator do PIB	26.38	5.63	0.84	0.63	-0.17	0.03	0.21	0.31	0.51
Reino Unido: período 1914-50									
PIB	7.88	1.00	0.80	0.47	0.47	0.80	1.00	0.80	0.47
Consumo	5.29	0.67	0.71	0.29	-0.49	-0.45	-0.33	-0.15	0.14
Consumo Público	51.43	6.53	0.82	0.54	0.61	0.80	0.90	0.72	0.39
FBCF	28.06	3.56	0.74	0.29	-0.50	-0.52	-0.41	-0.24	0.01
Exportações	27.44	3.48	0.70	0.31	-0.59	-0.55	-0.43	-0.24	0.03
Importações	15.91	2.02	0.48	-0.14	0.20	0.44	0.47	0.25	0.08
Deflator do consumo privado	18.02	2.29	0.74	0.40	0.54	0.52	0.32	0.00	-0.26
Deflator do PIB	12.75	1.62	0.87	0.56	0.58	0.29	-0.08	-0.42	-0.58
Estados Unidos: período 1914-50									
PIB	12.66	1.00	0.81	0.45	0.45	0.81	1.00	0.81	0.45
Consumo	5.94	0.47	0.76	0.47	0.38	0.49	0.51	0.39	0.27
Consumo Público	39.56	3.12	0.68	0.18	0.27	0.57	0.71	0.57	0.25
FBCF	32.79	2.59	0.75	0.32	0.12	0.14	0.16	0.15	0.18
Exportações	32.45	2.56	0.76	0.37	0.45	0.73	0.84	0.69	0.35
Importações	20.00	1.58	0.52	0.20	0.18	0.52	0.76	0.64	0.37
Deflator do consumo privado	10.12	0.80	0.83	0.49	0.33	0.32	0.26	0.13	0.01
Deflator do PIB	10.06	0.79	0.77	0.39	0.20	0.15	0.09	0.02	-0.05

Nota:
(a) Os resultados referentes ao Reino Unido e aos Estados Unidos foram retirados de Correia e outros (1992).

(f) A generalidade das componentes da despesa apresenta um comportamento pró-cíclicos em Portugal (com excepção do consumo público) e nos EUA. Pelo contrário, no caso do Reino Unido, a elevada correlação positiva do consumo público e do produto, juntamente com o facto de as variáveis consumo privado e investimento serem contracíclicas sugere que, neste país, os choques provocados por variações nos gastos públicos foram muito importantes[13];

(g) Em relação aos preços, os resultados apresentados para os três países apontam para um comportamente pro-cíclico do deflator do consumo privado[14]. Refira-se, no entanto, que a correlação é relativamente baixa, especialmente no caso português. Ao contrário do observado no Reino Unido e nos Estados Unidos, os índices de preços comportaram-se em Portugal como variáveis avançadas em relação à actividade[15].

(13) Ver, a este respeito, Correia e outros (1992b).

(14) Note-se que este comportamento pro-cíclico dos preços parece ser uma característica apenas do período anterior à 2ª Grande Guerra, altura a partir da qual os preços apresentam em geral um comportamento contracíclico (Backus e Kehoe (1989)).

(15) O cálculo destas correlações pode estar influenciado, de uma forma não negligenciável, pela observação de componentes cíclicas de magnitude

5. CONCLUSÕES

As principais conclusões desta análise são as seguintes:

(a) A componente cíclica do produto apresentou no período 1910-1958, em Portugal, uma persistência relativamente baixa, com frequentes mudanças de sinal. Esta evolução resulta, em grande parte, da volatilidade e baixa persistência do produto agrícola. Em particular, a persistência da componente cíclica do produto é extremamente baixa quando comparada com a observada nas economias do Reino Unido e Estados Unidos;

(b) Em Portugal, o consumo privado apresentou no período em análise uma volatilidade elevada, tanto em termos absolutos como em relação ao produto. A persistência deste agregado macroeconómico também é baixa em termos internacionais. Uma possível explicação poderá ser o elevado peso do sector agrícola nas estruturas produtivas e também de consumo, num contexto de baixos fluxos comerciais com o exterior;

(c) A componente cíclica das exportações apresentou uma baixa persistência, reflectindo provavelmente a grande concentração das exportações em produtos alimentares – muitos deles afectados pela irregularidade da produção agrícola – e de produtos intermédios. Adicionalmente, verifica-se também uma baixa correlação com a componente cíclica do produto, o que parece também reflectir a natureza de economia fechada da economia portuguesa no período considerado;

(d) A evolução da actividade em Portugal não apresentou no período em análise uma correlação significativa com a da generalidade das principais economias europeias e os Estados Unidos, o que reflecte o facto de que estas economias estiveram sujeitas a choques de natureza muito diferente dos verificados em Portugal (por exemplo, Primeira Grande Guerra, Grande Depressão e Segunda Grande Guerra). Refira-se também que, no período analisado, a nossa economia era relativamente fechada ao exterior e que tinha laços comerciais fortes com outros espaços geográficos (antigas colónias africanas e Brasil);

(e) Os índices de preços considerados apresentam um comportamento pró-cíclico em todos os países analisado.

REFERÊNCIAS

Backus, David K., and Patrick J. Kehoe (1988), *International Evidence on the Historical Properties of Business Cycles*. Manuscript. Minneapolis: Federal Reserve Bank of Minneapolis.

Batista, Dina, Carlos Martins, Maximiano Pinheiro e Jaime Reis (1997), *New Estimates for Portugal's GDP: 1910-1958*, Banco de Portugal, Série História Económica nº 7.

Blanchard, Olivier (1997), *Macroeconomics*, Prentice Hall, capítulo 21.

Correia, Isabel, João L. Neves e Sérgio Rebelo (1992a) "Business Cycles in Portugal: Theory and Evidence". In Amaral, Lucena e Mello (eds), *The Portuguese Economy Towards 1992*, Kluwer Academic Publishers.

Correia, I.H., João L. Neves e Sérgio Rebelo (1992b), "Business Cycles from 1850 to 1950: New Facts About Old Data", *European Economic Review*, 36, pág. 459-467.

Dias, Mónica (1997) "Análise da Evolução Cíclica da Economia Portuguesa no Período de 1953 a 1993" *Boletim Económico*, Banco de Portugal, Volume 3, Número 3.

Lains, Pedro (1995), *A economia portuguesa no século XIX. Crescimento Económico e Comércio Externo 1851-1913*, Imprensa Nacional Casa da Moeda.

Lains, Pedro (1999), "Portugal e a Grande Depressão", *Revista História*, pág. 30-39.

Maddison, Angus (1995), "Monitoring the World Economy 1820-1992", *Development Centre Studies.*

Maddison, Angus (2001), *The World Economy. A millennial perspective*, Development Centre Studies, OECD.

Mata, Eugénia e Nuno Valério (1994), *História Económica de Portugal – Uma Perspectiva Globa*", Editorial Presença, Colecção Fundamentos.

Mateus, Abel (2001), *Economia Portuguesa desde 1910*, Editorial Verbo, capítulo 2.

Neves, João L. (1994) *The Portuguese Economy: a Picture in Figures, Universidade Católica Portuguesa.*

Pinheiro, Maximiano e outros (1999), *Séries Longas para a Economia Portuguesa Pós II Guerra Mundial, versão revista e prolongada* para 1994 e 1995, Banco de Portugal.

Reis, Jaime (1995), *Portuguese Banking in the Inter-War Period*, em Banking, Currency and Finance in Europe Between the Wars, editado por Charles H. Feinstein, Clarendon Press, Oxford.

Santos, Emanuel, Francisco Dias e Jorge C. Cunha (1992), "Séries Longas das Contas Nacionais Portuguesas, Aspectos Metodológicos e Actualização, 1958-1991", *Boletim Trimestral*, Banco de Portugal, Volume 14, Número 4.

UM MODELO DE PREVISÃO BAYESIANO PARA A ÁREA DO EURO*

*Ricardo Mourinho Félix***
*Luís Catela Nunes****

1. INTRODUÇÃO

A introdução do euro em 1999, bem como a crescente integração económica entre os países que o adoptaram recomendam uma utilização cada vez maior de modelos de previsão para a área do euro como se de um único país se tratasse, por oposição a uma abordagem multi-país.

A abordagem multi-país consiste em prever os principais agregados económicos da área do euro (como, por exemplo, o produto interno bruto, os preços ou os salários) agregando as previsões de cada um dos países que a constituem. Em alternativa, a abordagem utilizada neste estudo tem por base a construção de séries cronológicas para a área do euro, sendo os modelos de previsão construídos com base em agregados como se a área do euro se tratasse de um único país.

A construção de séries temporais para a área do euro por agregação dos dados dos diferentes países e os subsequentes exercícios de previsão, têm a dupla vantagem de reduzir a dimensão dos modelos de previsão a utilizar e de combinar os dados dos diferentes países. Obviamente, a agregação dos dados apresenta também desvantagens, na medida em que podem existir problemas na agregação da informação de países com estruturas económicas distintas.

Neste artigo, apresenta-se um método de estimação de um modelo VAR (*Vector AutoRegression*) de inspiração Bayesiana, que permite combinar a informação amostral com a informação admitida *a priori* através da regra de Bayes.

A estimação eficiente de um modelo VAR exige uma grande quantidade de informação amostral, contudo e, em regra, a informação disponível é limitada. Uma vez que não seja possível aumentar a dimensão da amostra, torna-se vantajoso incorporar informação *a priori*, sob a forma de restrições sobre os parâmetros do modelo.

Uma abordagem possível é impor restrições sobre os parâmetros com base na teoria económica, construindo o que se chama um modelo VAR estrutural. Contudo, os modelos VAR estruturais são mais adequados a exercícios de simulação das respostas de uma economia a determinado tipo de choques do que a previsão.

Quando se pretende obter um modelo VAR para previsão, a abordagem Bayesiana é mais adequada. Esta abordagem consiste em impor restrições *a priori* sobre as distribuições dos parâmetros do modelo VAR. Os parâmetros do modelo são obtidos combinando as distribuições *a priori* com a informação amostral. Desta forma, obtém-se uma maior eficiência na estimação dos parâmetros e, consequentemente, previsões mais fiáveis. Os modelos deste tipo são designados na literatura como modelos VAR Bayesianos ou modelos BVAR.

Um outro problema que se aborda neste estudo diz respeito à modelação de relações de longo prazo. Os vários estudos conhecidos sobre modelos BVAR para a área do euro, não incorporam a modelação explícita de relações de longo prazo. Este trabalho representa assim uma primeira abordagem à modelação da área do euro através de um

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

** Departamento de Estudos económicos.
*** Faculdade de Economia, Universidade Nova de Lisboa.

modelo BVAR incorporando explicitamente relações de longo prazo.

O objectivo imediato desta aplicação para a área do euro é a previsão de um conjunto de variáveis que habitualmente desempenham um papel preponderante em exercícios de previsão: o produto, o desemprego, a inflação, os salários, a taxa de juro e a taxa de câmbio.

Na medida em que existam já diversos instrumentos de previsão mais completos para a área do euro, o modelo BVAR permite dispor de um instrumento adicional que permite validar e avaliar a qualidade da previsão dos restantes modelos. Por outro lado, a possibilidade de incorporar informação *a priori* no modelo permite tratar de uma forma estatisticamente explícita o julgamento a que estão habitualmente sujeitas as previsões.

Este artigo está estruturado da seguinte forma. A segunda secção resume o enquadramento dos modelos VAR e apresenta os seus principais problemas. Na terceira secção apresentam-se os modelos BVAR, os seus pontos fortes e fracos e aborda-se a questão da modelação das relações de longo prazo. Na quarta secção comparam-se os diferentes modelos Bayesianos e não Bayesianos para a área do euro. Na última secção, são apresentadas as conclusões.

2. PREVISÃO E MODELOS VAR

Os modelos VAR são uma alternativa aos modelos estruturais macroeconométricos como metodologia para obter estimativas pontuais e medidas de incerteza em torno destas, isto é, para quantificar a probabilidade associada a eventos futuros. Os modelos VAR permitem obviar algumas desvantagens dos modelos estruturais, bem como a opacidade em que estão envolvidas as previsões feitas por peritos com base em modelos subjectivos e não formalizados. Ao mesmo tempo, tal como os modelos estruturais, este tipo de modelos explora as vantagens da análise multivariada, ultrapassando as limitações de modelos univariados como os ARIMA (isto é, modelos de *AutoRegressive Integrated Moving Average).*

Os modelos VAR têm uma estrutura simples e extremamente flexível. A definição do modelo necessita apenas que se escolham as variáveis que integram o modelo bem como a ordem do processo auto-regressivo que se pretende considerar. Estes modelos são simples de construir e de estimar, uma vez que não é necessário especificar as variáveis que entram em cada equação, nem são incorporadas restrições derivadas da teoria económica. Estimar e prever, utilizando um VAR é assim um processo puramente mecânico e o número de séries necessárias para construir um modelo razoável é relativamente reduzido.

A questão que se põe então é como escolher as variáveis e o número de desfasamentos a utilizar. Obviamente, não se podem considerar todas as variáveis disponíveis de forma a captar o máximo de relações, nem um número de desfasamentos excessivamente longo, uma vez que o número de coeficientes a estimar cresce de forma exponencial com o número de variáveis e com o número de desfasamentos. Dado que as amostras têm, em regra, uma dimensão limitada, o risco de falta de graus de liberdade para estimar um número muito elevado de parâmetros torna-se considerável. Assim, a estimação do modelo de forma eficiente exige que esta escolha seja feita de forma criteriosa.

Na aplicação que aqui se apresenta para a área do euro utiliza-se um modelo trimestral. Considera-se um vector Y de seis variáveis que se pretende prever: produto, taxa de desemprego, índice de preços, salário nominal, taxa de juro de longo prazo e taxa de câmbio efectiva. Assume-se que cada uma destas variáveis está linearmente relacionada: com os seus valores passados até quatro trimestres; com os valores passados das demais variáveis incluídas em Y até ao mesmo desfasamento; com um vector X de três variáveis exógenas – actividade fora da área do euro, preços fora da área do euro e taxa de juro de curto prazo – até ao desfasamento anterior; e com um vector D de quatro componentes determinísticas (constante e três variáveis de ajustamento sazonal).

Assim, um modelo VAR pode ser descrito em termos genéricos pela seguinte expressão:

$$Y_t = CD_t + A_1 Y_{t-1} + ... + A_4 Y_{t-4} + B_1 X_{t-1} + ... + B_4 X_{t-4} + \varepsilon_t$$

onde

- Y_t, é um vector de variáveis endógenas;
- X_t, é um vector de variáveis enxógenas;
- D_t, é um vector de componentes determinísticas;
- A_i, é a matriz dos coeficientes do i-ésimo desfasamento das variáveis endógenas;

B_i, é a matriz dos coeficientes do *i*-ésimo desfasamento das variáveis enxógenas;

C, é a matriz dos coeficientes das componentes determinísticas;

ε_t, é um vector de inovação (não observadas que se assume serem independentes e identicamente distribuídas.

A principal razão para a utilização de modelos VAR reside na facilidade de os estimar. Desde que se garanta que as equações do modelo partilham todas as variáveis explicativas, os modelos VAR podem ser consistente e eficientemente estimados pelo método dos mínimos quadrados ordinário.

Os argumentos expostos favorecem a utilização de modelos VAR na previsão macroeconómica e apresentam estes modelos como uma abordagem alternativa à utilização de modelos de previsão mais complexos. Contudo, os modelos VAR não estão isentos de críticas.

Em termos teóricos pode argumentar-se que os modelos VAR utilizados para previsão não têm uma base teórica, no sentido em que não incorporam teoria económica alguma. Contudo, as maiores críticas têm fundamentos estatísticos.

Na verdade, os modelos VAR contêm a semente do seu maior defeito, a sobreparametrização, isto é, um número muito grande de parâmetros a estimar. Os modelos VAR para a área do euro que se apresentam na quarta secção implicam a estimação de cerca de 240 parâmetros(1). O número de parâmetros a estimar aumenta drasticamente com o número de variáveis e desfasamentos que se consideram. Na medida em que a informação amostral disponível é, em regra, limitada, o problema de escassez de graus de liberdade para estimar o modelo aumenta, as previsões tornam-se erráticas e pouco precisas e, em muitos casos, o sistema apresenta um comportamento instável(2). Estes problemas são conhecidos como problemas de sobreajustamento. Tais propriedades não são desejáveis num modelo de previsão, que deve funcionar como um filtro, captando as relações sistemáticas entre as variáveis e eliminando a variabilidade amostral errática. O modelo deve captar o sinal e não o ruído, de forma a revelar a trajectória mais provável das variáveis no futuro.

Na literatura encontram-se duas formas de ultrapassar os problemas de sobreajustamento. A primeira solução é utilizar um VAR estrutural, impondo restrições sobre alguns parâmetros com base na teoria económica e reduzindo, desta forma, o número de parâmetros a estimar. Contudo, esta solução é mais apropriada a um contexto de simulação, em que se pretende estudar a forma como uma economia reage a determinado tipo de choques, do que a um contexto de previsão como o que se apresenta neste estudo. A segunda solução é utilizar um método alternativo de estimação, encontrando estimadores mais eficientes para os parâmetros, que permitam obter previsões mais precisas.

Pelo que atrás se expõe, neste estudo escolheu-se a segunda abordagem e trabalhou-se com base num método de estimação de inspiração Bayesiana por forma a obter estimativas mais eficientes dos parâmetros do modelo VAR.

3. OS MODELOS VAR BAYESIANOS

O método estimação utilizado neste estudo assenta na estatística Bayesiana e combina informação *a priori* com informação amostral.

Os modelos VAR Bayesianos reduzem o risco de sobreajustamento do modelo, através da imposição de restrições gerais sobre os parâmetros, que são incorporadas através das funções de distribuição *a priori* dos parâmetros. Estas funções de distribuição sintetizam os *a priori* do investigador sobre os parâmetros do modelo VAR: a média da distribuição representa o *a priori* sobre o valor do coeficiente e a sua variância representa a confiança do investigador sobre a média *a priori*. A média da função de distribuição *a priori* pode ser alterada pela informação amostral, desde que a função de distribuição subjacente aos dados amostrais seja suficientemente diferente do *a priori*. A função de distribuição *a posteriori* de cada parâmetro é obtida com base na função de distribuição *a priori* e na função de distribuição subjacente à informação amostral, utilizando a regra de Bayes.

(1) O número de parâmetros de um modelo VAR é igual a $N^2p + NpM + Nd$, sendo, N, o número de variáveis endógenas (6, nos modelos que se apresentam adiante); M, o número de variáveis exógenas (3, nos modelos que se apresentam adiante); p, o número de desfazamentos (4, nos modelos que se apresentam adiante); e d, o número de variáveis determinísticas (4, nos modelos que se apresentam adiante).

(2) As condições de estabilidade de um modelo VAR podem ser encontradas no anexo técnico.

A especificação da função de distribuição *a priori* é um passo importante na modelação BVAR. Uma função de distribuição *a priori* excessivamente difusa, isto é, com uma elevada variância em torno da média *a priori* dos parâmetros, pode ser facilmente modificada por uma informação amostral com muito ruído. Uma função de distribuição *a priori* informativa, isto é, com valores para as variâncias dos parâmetros pequenos, só deverá ser alterada pela variabilidade sistemática da informação amostral, o sinal, reduzindo o risco de sobreajustamento e de uma previsão errática. Desta forma, podem obter-se ganhos de eficiência na estimação dos parâmetros e, consequentemente, um melhor desempenho na previsão.

Neste estudo, utilizou-se uma função de distribuição *a priori* com base no *a priori* de Minnesota apresentado em Doan *et al*. (1984), muito embora tenham sido introduzidas algumas alterações, que não mudam as suas propriedades básicas. Assim, postulou-se que os agregados macroeconómicos considerados podem ser descritos como passeios aleatórios(3). Desta forma, assumiu-se que as funções de distribuição *a priori* dos parâmetros do modelo VAR são funções de distribuição normais e independentes, cujas médias são definidas pelos parâmetros de um passeio aleatório. A variância *a priori* associada à distribuição de cada parâmetro é definida por um segundo conjunto de parâmetros, muito mais pequeno que o primeiro, a que se chamam hiperparâmetros. Estes determinam a possibilidade de cada parâmetro do VAR assumir valores mais ou menos distantes da média *a priori*, isto é, ser mais ou menos influenciado pela informação amostral.

A função de distribuição *a priori* é incorporada no VAR através de uma relação funcional entre a variância da função de distribuição *a priori* de cada parâmetro e os hiperparâmetros, que controlam as dimensões básicas do modelo, tendo em conta algumas regularidades empiricamente observáveis. Assim, assume-se que: a melhor previsão para o valor futuro de uma variável é o valor corrente, isto é, todas as variáveis seguem um passeio aleatório; os valores passados de uma variável mais próximos no tempo têm mais informação relevante que os valores mais longínquos; os valores passados da própria variável contêm mais informação do que os valores passados de outras variáveis.

A título de exemplo, o que na prática se assume *a priori* para o comportamento dos preços é que: a melhor previsão para o comportamento dos preços no trimestre corrente é o seu comportamento no trimestre passado; o comportamento dos preços no trimestre corrente é mais influenciado pelo comportamento dos preços no trimestre passado do que pelo comportamento dos preços há dois trimestres; por outro lado, o comportamento dos preços é mais influenciado pelo comportamento passado dos preços do que pelo comportamento passado dos salários.

Tomando como base estes três pressupostos empíricos, podemos identificar três tipos de restrições. As restrições que dizem respeito à forma como a equação de cada variável está ligada ao pressuposto de que essa variável segue um passeio aleatório, a que se chamam restrições gerais e que darão origem a um conjunto de hiperparâmetros ditos de restrição geral. As restrições que controlam o aumento da ligação ao *a priori* de passeio aleatório para os desfasamentos mais longínquos, e que, para evitar uma excessiva hiperparametrização, se assume que aumentam com o desfasamento, isto é, a variância *a priori* para os desfasamentos maiores é inversamente proporcional ao desfasamento. Por último, as restrições que controlam a forma como as variáveis se relacionam com os desfasamentos de outras variáveis e a que se chamam restrições cruzadas; os hiperparâmetros que controlam estas restrições cruzadas podem mudar de variável para variável e de equação para equação.

Não obstante a metodologia utilizada ser de raiz Bayesiana, os modelos BVAR não são completamente Bayesianos, na medida em que os hiperparâmetros são habitualmente calibrados, utilizando um algoritmo de busca com base numa função objectivo que depende de erros de previsão fora da amostra. No caso do modelo trimestral para a área do euro, utilizaram-se os erros de previsão fora da amostra a 12 trimestres.

Os detalhes matemáticos e estatísticos da estimação do modelo BVAR são apresentados no anexo técnico.

Os modelos BVAR têm vantagens que estão relacionadas não só com o facto de ultrapassarem os problemas de sobreajustamento associados aos

(3) Isto é, variáveis cuja melhor previsão que se pode fazer para o próximo trimestre é o valor observado no período actual.

modelos VAR irrestritos, mas também com a sua objectividade e flexibilidade. A principal vantagem dos modelos BVAR é a possibilidade de conjugar informação amostral com informação *a priori* de uma forma absolutamente transparente. A possibilidade de misturar diferentes peças de informação permite construir um modelo que leva em conta, não só o comportamento estocástico das variáveis económicas, mas também a incerteza em torno das relações económicas que estão por detrás da economia em análise. Este tipo de flexibilidade conduz a modelos melhores do ponto de vista da previsão, que os modelos estruturais com muito mais restrições; e a modelos mais precisos que os tradicionais modelos VAR, cujos coeficientes são estimados utilizando o método dos mínimos quadrados ordinário com os já referidos problemas de sobreajustamento. O modelo BVAR permite ainda caracterizar a trajectória futura das variáveis económicas em termos probabilísticos. A objectividade por detrás deste tipo de modelos é também uma vantagem relevante, na medida em que as previsões podem ser facilmente replicadas.

Contudo, podem ser apontados alguns defeitos aos modelos BVAR, o mais óbvio das quais é a falta de interpretação económica. Mais do que uma desvantagem, a falta de interpretação económica deve ser entendida como uma opção, na medida em que dá a possibilidade de ajustar o modelo apenas de acordo com as regularidades dos dados amostrais, sem ter que fazer qualquer conjectura sobre o verdadeiro modelo económico por detrás dos dados.

Uma outra crítica apontada aos modelos VAR e BVAR é o facto de não incorporarem de forma explícita relações de longo prazo entre as variáveis. A teoria postula que certas variáveis seguem uma trajectória comum ao longo do tempo, ou, pelo menos, que não divergem continuamente no tempo, isto é, são cointegradas. Tomemos como exemplo os salários nominais; a evolução destes não pode divergir continuamente da evolução dos preços, caso contrário estaríamos perante crescimentos ou perdas contínuas de salários reais.

Um modelo BVAR com mecanismo corrector do erro (designado por VECM Bayesiano ou BECM)[4] pode ser utilizado para combinar as vantagens de um modelo BVAR, com os benefícios de considerar explicitamente as relações de longo prazo em exercícios de previsão. Neste estudo, estimaram-se as relações de longo prazo, utilizando quer o método de Engle-Granger[5], quer o de Johansen[6]. No caso do método de Engle-Granger, impõe-se implicitamente a existência de um único vector cointegrante, hipótese esta que pode ser contrariada pelo método de Johansen[7]. Em seguida, os termos correctores do erro (isto é, os desvios para as relações cointegração) foram adicionados ao modelo BVAR para as primeiras diferenças das variáveis.

Apesar do suporte teórico, os resultados apresentados em diversos estudos sobre modelos BVAR e sobre os eventuais ganhos da imposição de relações de longo prazo são algo contraditórios entre si. Por exemplo, em Joutz *et al*. (1995) verifica-se empiricamente que a imposição de restrições de longo prazo através de mecanismos correctores do erro (MCE) pode não melhorar a previsão no contexto dos modelos BVAR.

4. UM BVAR COM MECANISMO CORRECTOR DO ERRO PARA A ÁREA DO EURO

4.1. Os dados

Os dados utilizados na aplicação empírica dos modelos anteriormente descritos foram construídos a partir de dados de séries nacionais de diversas fontes (BIS, AMECO, FMI, OCDE e Eurostat). A amostra cobre o período de 1977 a 1997 numa base trimestral e todas as séries foram transformadas em índices de base fixa em 1990. As variáveis para a área do euro foram obtidas por agregação de variáveis dos diferentes países, utilizando o método dos índices. As variáveis nominais e os preços foram obtidos através da média geométrica ponderada das variáveis dos respectivos países, em que os ponderadores utilizados para cada país foram calculados a partir do PIB, utilizando taxas de câmbio para o ECU em PPP para o ano de 1993.

A fórmula de agregação é a seguinte:

(4) Para mais detalhes ver o anexo técnico.

(5) Para mais detalhes ver Engle e Granger (1987).

(6) Para mais detalhes ver Johansen (1988).

(7) Vale a pena referir que os vectores cointegrantes foram estimados em contexto não Bayesiano.

Quadro 1

DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS

	Descrição	Tipo	Bloco
Y	PIB a preços constantes: indicador de actividade.	Endógena	Real
U	Taxa de desemprego: indicador das condições do mercado de trabalho.	Endógena	Real
P	Deflator do consumo privado: indicador de inflação.	Endógena	Preços
W	Taxa de salário nominal: indicador do custo do trabalho.	Endógena	Preços
ILT	Taxa de juro de longo prazo: indicador do custo do capital.	Endógena	Preços
S	Taxa de câmbio efectiva nominal do euro: indicador da posição cambial.	Endógena	Preços
YW	PIB de fora da área a preços constantes: indicador da actividade fora da área do euro.	Exógena	Real
PW	Deflator do PIB fora da área: indicador da evolução dos preços externos.	Exógena	Preços
IST	Taxa de juro de curto prazo: instrumento de política monetária.	Exógena	Preços

$$Y_t^{EU11} = \prod_{i=1}^{11} \left(\frac{Y_t^i}{Y_{1990}^i} \right)^{w_i}$$

onde,

Y_t^i, variável para o país *i* no momento *t*;

w_i, peso do país *i* na área do euro;

Tomando o logaritmo da expressão anterior obtém-se:

$$\ln\left(Y_t^{EU11}\right) = \sum_{i=1}^{11} w_i . \ln\left(\frac{Y_t^i}{Y_{1990}^i} \right)$$

A partir daqui os agregados para a área do euro podem ser obtidos como médias aritméticas ponderadas dos logaritmos das variáveis de cada país, assim como as taxas de variação dos agregados para a área do euro podem ser aproximadas pela média ponderada das variações dos agregados de cada país. Na medida em que os ponderadores são fixos, as variáveis reais podem também ser obtidas da mesma forma ou derivadas por deflação das variáveis nominais.

Uma expressão semelhante à anterior pode ser utilizada para agregar as taxas de juro e de desemprego, que são calculadas como médias aritméticas ponderadas, utilizando os mesmos pesos. As variáveis externas foram construídas aplicando o método acima descrito a um conjunto de países de fora da área do euro (EUA, Reino Unido e Japão).

A escolha das variáveis de interesse teve por base a sua relevância em exercícios de previsão para a área do euro. Considerou-se um conjunto de variáveis exógenas e, uma vez que as previsões não são condicionais num cenário, projectaram-se estas variáveis através de processos auto-regressivos. As variáveis utilizadas nos modelos VAR, BVAR e BECM para a área do euro são apresentadas no Quadro 1.

Nos processos auto-regressivos consideraram-se quatro desfasamentos, dado que os modelos em análise são trimestrais e que se assumiu que as variáveis correntes estão correlacionadas apenas com os quatro trimestres anteriores.

Na calibração dos hiperparâmetros do modelo, utilizou-se uma média aritmética simples dos EQM da previsão a 12 trimestres, dado que os modelos incluem relações de longo prazo, que se espera que operem em horizontes de previsão mais longos. A escolha de um horizonte de previsão de três anos teve ainda em conta a dimensão da amostra e a necessidade de ter um número razoável de erros de previsão para avaliar o desempenho dos modelos em termos de previsão.

4.2. O esquema de hiperparametrização

Os hiperparâmetros desempenham um papel fundamental nos modelos Bayesianos, enquanto parte da metodologia utilizada para obviar os problemas de sobre ajustamento dos modelos VAR tradicionais. Neste estudo, o esquema de hiperparametrização utilizado é ligeiramente diferente do utilizado em Doan *et al.* (1984), uma vez que se consideram de forma diferente os hiperparâmetros que determinam as relações cruzadas entre as variáveis. Os hiperparâmetros são apresentados no Quadro 2.

Para além dos *a priori* apresentados anteriormente, o esquema de hiperparametrização assenta

Quadro 2

DESCRIÇÃO DOS HIPERPARÂMETROS

	Descrição
λ_1	Restrição geral das equações das variáveis reais.
λ_2	Restrição geral das equações de preços.
θ_1	Restrição dos parâmetros das variáveis reais (preços) nas equações das variáveis reais (preços).
θ_2	Restrição dos parâmetros dos preços (variáveis reais) nas equações das variáveis reais (preços).
θ_3	Restrição dos parâmetros das variáveis reais (preços) exógenas nas equações das variáveis reais (preços).
θ_4	Restrição dos parâmetros dos preços (variáveis reais) exógenas nas equações das variáveis reais (preços).
θ_5	Restrição dos parâmetros do instrumento de política monetária nas equações das variáveis reais.
θ_6	Restrição dos parâmetros do instrumento de política monetária nas equações dos preços.
Ω	Restrição dos coeficientes do mecanismo corrector do erro.

Gráfico 1

ESQUEMA DE HIPERPARÂMETRIZAÇÃO

			Bloco real		Bloco preços				Bloco exógeno		
			Y	U	P	W	ILT	S	YW	PW	IST
Equações do bloco real	λ_1	Y	1	θ_1	θ_2				θ_3	θ_4	θ_5
		U	θ_1	1							
Equações do bloco preços	λ_2	P	θ_2		1	θ_1	θ_1	θ_1	θ_4	θ_3	θ_6
		W			θ_1	1	θ_1	θ_1			
		ILT			θ_1	θ_1	1	θ_1			
		S			θ_1	θ_1	θ_1	1			
Equações das exógenas	∞	YW	0		0				1	0	0
		PW	0		0				0	1	0
		IST	0		0				0	0	1

na classificação das variáveis em dois blocos: variáveis do bloco real e variáveis do bloco de preços. Com base nesta classificação são feitos *a priori* adicionais.

Considera-se que as relações entre variáveis endógenas do mesmo bloco podem ter um grau diferente de restrição em torno do *a priori*, comparativamente com as relações entre variáveis endógenas de diferentes blocos. Isto é, considera-se que as equações de variáveis do bloco de preços são mais influenciadas por variáveis do bloco de preços, do que por variáveis do bloco real e vice-versa.

Da mesma forma, considera-se que os parâmetros das variáveis exógenas podem ter diferentes graus de restrição em torno do *a priori* nas equações das variáveis reais e nas equações de preços. Isto é, considera-se que a variável exógena do bloco preços influencia mais as equações das variáveis do bloco preços, do que as equações do bloco real e vice-versa.

Por último, em relação ao instrumento de política monetária, considera-se que o grau de restrição dos parâmetros associados pode ser diferente consoante sejam da equação de uma variável do bloco real ou do bloco de preços. Considera-se que a taxa de juro de curto prazo deve ter uma influência maior em variáveis como os preços ou a taxa de juro de longo prazo do que sobre a actividade.

Esta especificação aumenta a flexibilidade do modelo BVAR. Se o grau de restrição for o mesmo em todos os casos, no processo de calibração obter-se-á o mesmo valor para todos os hiperparâmetros θ. Este tipo de procedimento é implementado

Quadro 3

DESCRIÇÃO DOS MODELOS EM ANÁLISE

	Descrição	Tipo
RW	Modelo de passeio aleatório.	Não Bayesiano
AR	Modelo auto-regressivo univariado de ordem 4.	Não Bayesiano
VAR	Modelo VAR de ordem 4 em níveis.	Não Bayesiano
VAR–1ª dif.	Modelo VAR de ordem 4 em diferenças.	Não Bayesiano
VECM(EG)	Modelo VAR de ordem 4 em diferenças com MCE estimado com método de Engle-Granger (E-G).	Não Bayesiano
VECM(J)	Modelo VAR ordem 4 em diferenças com MCE estimado com método de Johansen (J).	Não Bayesiano
BVAR	Modelo BVAR de ordem 4 em níveis.	Bayesiano
BVAR–1ª dif.	Modelo BVAR de ordem 4 em diferenças.	Bayesiano
BECM(EG) – FP	Modelo BVAR de ordem 4 em diferenças com MCE estimado com método E-G e *a priori* difuso sobre os coeficientes do MCE.	Bayesiano
VECM(J) – FP	Modelo BVAR de ordem 4 em diferenças com MCE estimado com método Johansen e *a priori* difuso sobre os coeficientes do MCE.	Bayesiano
BECM(EG) – IP	Modelo BVAR de ordem 4 em diferenças com MCE estimado com método E-G e *a priori* informativo sobre os coeficientes do MCE.	Bayesiano
VECM(J) – IP	Modelo BVAR de ordem 4 em primeiras diferenças com MCE estimado com método Johansen e *a priori* informativo sobre os coeficientes do MCE.	Bayesiano

através dos parâmetros θ_1 a θ_6 da forma que se apresenta na Gráfico 1.

Nas equações das variáveis exógenas as restrições cruzadas em torno do *a priori* são totais. Apenas no caso da própria variável, os hiperparâmetros apresentam o valor um. Isto é, as variáveis exógenas e o instrumento de política monetária são projectados através de um processo auto-regressivo univariado uma vez que o exercício de previsão considerado não é condicional num dado cenário macroeconómico.

No que diz respeito aos hiperparâmetros de restrição geral, para as variáveis exógenas considera-se um *a priori* difuso, o que equivale a projectar estas variáveis utilizando um processo auto-regressivo univariado irrestrito, isto é, sem qualquer *a priori* sobre os seus parâmetros. Por outro lado, consideram-se hiperparâmetros de restrição geral distintos para as equações de cada bloco, por forma a permitir que as restrições sobre as equações do bloco de preços possam ser diferentes daquelas que se impõem sobre as equações do bloco real.

Finalmente, o hiperparâmetro Ω permite impor um *a priori* informativo sobre os coeficientes do MCE nos modelos BECM. Os coeficientes do MCE têm uma média *a priori* de zero, por forma a serem consistentes com um passeio aleatório, e uma variância *a priori* dada por este hiperparâmetro. A utilização de um *a priori* difuso sobre os coeficientes do MCE, isto é, um *a priori* que não impõe qualquer restrição leva a que as relações de longo prazo tenham um peso excessivamente elevado, o que pode por em causa o desempenho dos modelos em termos de previsão. A imposição desta restrição reduz esse problema.

4.3. Uma "corrida de cavalos"

Esta subsecção apresenta a comparação dos resultados obtidos com diferentes modelos Bayesianos e com os correspondentes modelos não-Bayesianos de forma a avaliar o seu desempenho em termos de previsão.

O desempenho relativo dos modelos é avaliado pela comparação de uma medida dos erros de previsão cometidos por cada um dos modelos, num horizonte de previsão suficientemente longo para que as relações de longo prazo possam influenciar as previsões, no caso de estas serem relevantes. A medida utilizada é o erro quadrático médio (EQM) de previsão, isto é, a média do quadrado dos erros de previsão em cada período e para cada variável, num horizonte de 12 trimestres. Por forma a obter uma medida agregada de erro para cada modelo, utilizou-se uma média dos EQM de previsão desses modelos para todas as variáveis endógenas corrigidas do desvio-padrão.

Uma vez que o BVAR é um modelo extremamente flexível, os correspondentes modelos

não-Bayesianos podem ser obtidos num contexto Bayesiano escolhendo os valores apropriados para os hiperparâmetros. Por exemplo, um modelo auto-regressivo puro, pode ser obtido em contexto Bayesiano seleccionando $\lambda = \infty$ e $\theta = 0$, como se viu para as variáveis exógenas.

Neste estudo comparam-se diversos modelos: passeio aleatório, cinco modelos não-Bayesianos e seis modelos de tipo Bayesiano. Os modelos Bayesianos são comparados com os correspondentes modelos não-Bayesianos de forma a avaliar a importância dos métodos de estimação Bayesianos; os modelos Bayesianos com e sem MCE são também comparados entre si para se estudar o papel desempenhado pelas relações de longo prazo na previsão do modelo. As relações de longo prazo foram estimadas utilizando as abordagens de Engle-Granger e Johansen. A primeira aponta no sentido da existência de cointegração, enquanto a segunda aponta para a existência de quatro vectores cointegrantes. Os modelos considerados são apresentados na Quadro 3.

Os valores dos hiperparâmetros dos modelos Bayesianos foram calibrados pela minimização do EQM da previsão a 12 trimestres conforme se descreve mais detalhadamente no anexo técnico.

O Quadro 4 apresenta os valores da média dos EQM de previsão para cada modelo e a comparação do seu desempenho relativo com o de um passeio aleatório (c.c.p). Se o valor de c.c.p for superior a um, então o modelo apresenta um desempenho pior do que o passeio aleatório, enquanto um valor inferior a um indica um modelo cuja previsão é melhor do que a obtida com o passeio aleatório.

Da comparação resulta evidente que todos os modelos Bayesianos, excepto o BECM(J) – FP, têm um melhor desempenho do que o passeio aleatório. Este é o requisito mínimo a impor a um modelo de previsão para que seja minimamente interessante do ponto de vista da previsão, pois o passeio aleatório impõe como melhor previsão o último valor conhecido para a variável. Vale a pena notar que os modelos não-Bayesianos apresentam sempre desempenhos em termos de previsão piores que os que se obtêm utilizando um passeio aleatório.

Adicionalmente, todos os modelos Bayesianos têm um desempenho melhor que os correspondentes modelos não-Bayesianos, o que suporta a evidência de que uma abordagem Bayesiana aos modelos VAR permite um melhor desempenho em termos de previsão. A abordagem Bayesiana parece assim uma forma adequada de ultrapassar os problemas de sobreajustamento dos modelos VAR.

Quadro 4

COMPARAÇÃO ENTRE MODELOS

Modelos	EQM12	c.c.p
RW	6.938	1.000
AR	7.612	1.097
VAR	14.396	2.075
VAR-1ª dif	11.406	1.644
VECM(EG)	10.074	1.452
VECM(J)	21.508	3.100
BVAR	5.071	0.731
BVAR-1ª dif.	5.820	0.839
BECM(EG)-FP	5.948	0.857
BECM(J) - FP	8.867	1.278
BECM(EG) - IP	5.229	0.754
BECM(J) - IP	5.587	0.805

Os modelos BECM não apresentam um melhor desempenho que o modelo BVAR em níveis, pelo que, a modelação explícita de relações de longo prazo não parece melhorar a previsão, pelo menos de forma evidente. À primeira vista este resultado é surpreendente, mas na literatura encontram-se outros casos em que se retira a mesma conclusão, nomeadamente em Joutz *et al.* (1995). É interessante notar que, apesar de o BVAR-1ª dif. apresentar um desempenho pior que o BVAR em níveis, a inclusão de um MCE no BVAR-1ª dif. com um *a priori* informativo conduz a um desempenho muito próximo do BVAR em níveis.

Por últimos, as diferenças entre os modelos BECM com *a priori* informativo (IP) e com *a priori* difuso (FP) sobre os parâmetros do MCE é clara se atentarmos aos valores do Quadro 4. Se as relações de longo prazo não fossem relevantes para o desempenho em termos de previsão, o hiperparâmetro Ω assumiria valores próximos de zero e os EQM seriam iguais aos do modelo BVAR em diferenças. Esta é uma primeira evidência da relevância que poderá ter a imposição um *a priori* informativo sobre estes parâmetros.

Quadro 5

EQM DE PREVISÃO A 16 TRIMESTRES PARA CADA VARIÁVEL

Modelos	Y	U	P	W	ILT	S
RW	1.977	0.782	1.761	5.191	1.724	5.127
AR	2.841	0.998	1.868	4.591	2.697	5.815
VAR	5.040	2.224	4.581	4.564	3.316	14.900
VAR 1ª dif.	3.521	1.165	4.954	5.137	3.217	11.521
VECM(EG)	7.723	1.602	6.934	14.598	6.964	16.079
VECM(J)	4.587	1.339	10.424	11.603	4.551	16.361
BVAR	1.594	0.516	1.256	2.836	1.436	4.941
BVAR - 1ª dif.	1.799	1.033	1.291	3.873	1.754	6.247
BECM (EG) - EP	1.498	0.801	1.675	4.410	1.888	6.944
BECM (J) - FP	1.979	0.774	2.996	7.304	2.033	8.041
BECM (EG) - IP	1.716	0.650	1.341	3.961	1.699	6.249
BECM (J) - IP	1.711	0.621	1.311	4.157	1.700	6.720

Uma análise dos desempenhos em termos de previsão variável a variável revela a heterogeneidade dos resultados, que fica ocultada pela análise de um critério global. Estes resultados são apresentados na Quadro 5.

Não obstante, o modelo BVAR em níveis ser o melhor em praticamente todos os casos, o BECM(EG)-FP é o modelo que melhor previsão permite obter para o PIB a preços constantes. Por outro lado, o modelo BECM(J)-FP é o segundo melhor modelo na previsão da taxa de desemprego da área do euro e o terceiro melhor modelo na previsão do PIB a preços constantes, da taxa de juro de longo prazo e do índice de preços. O modelo BECM(EG)-IP é o segundo melhor na previsão da taxa de juro de longo prazo e o terceiro melhor na previsão da taxa de desemprego e dos salários nominais. O modelo BVAR-1º dif. é o segundo melhor modelo na previsão do índice de preços e do salário nominal.

A taxa de câmbio efectiva nominal exibe um comportamento de passeio aleatório, que é captado pelo modelo BVAR. O segundo modelo que melhor prevê esta variável é o próprio *a priori* de passeio aleatório puro, seguido pelo modelo auto-regressivo. Este resultado é consistente com a ideia de que as taxas de câmbio tendem a exibir um comportamento de passeio aleatório.

O perfil dos EQM de cada variável ao longo do horizonte de previsão dá-nos uma ideia do papel desempenhado quer pelas relações de longo prazo estimadas, quer pela imposição de um *a priori* informativo sobre os parâmetros dos MCE. Nos gráficos seguintes, apresentam-se os modelos mais relevantes para a previsão de cada variável.

O modelo que melhor desempenho apresenta na previsão PIB para a área do euro (ver Gráfico 2) é o modelo BECM com um vector cointegrante, seguido pelo modelo BVAR em níveis. O modelo BECM(EG)-FP é claramente melhor que o modelo BVAR na previsão a mais do que 12 trimestres; neste caso existe evidência de que a inclusão de uma relação de longo prazo melhora a previsão do PIB em horizontes mais longos. O modelo

Gráfico 2

PIB A PREÇOS CONSTANTES

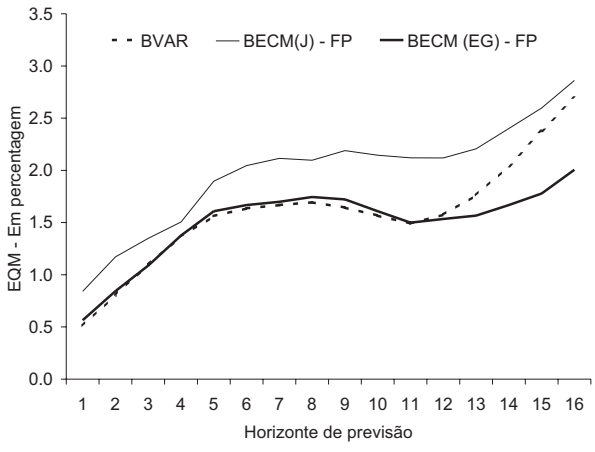


Gráfico 3
TAXA DE DESEMPREGO

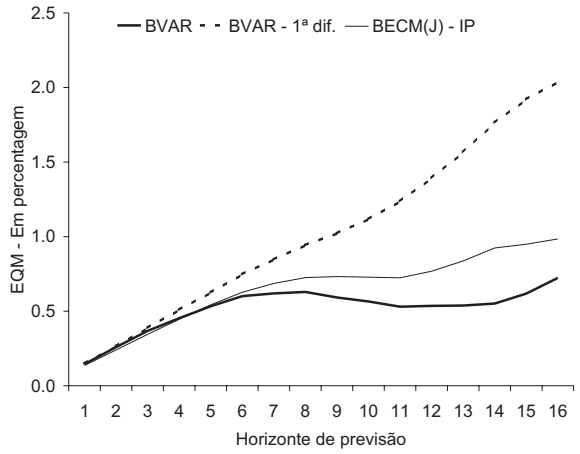


Gráfico 4
DEFLATOR DO CONSUMO PRIVADO

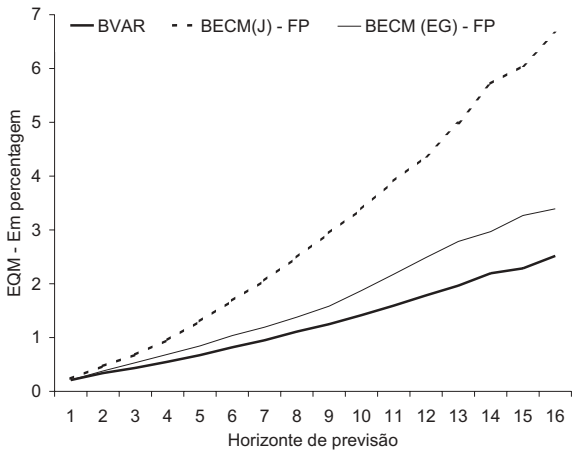


Gráfico 5
TAXA DE SALÁRIO NOMINAL

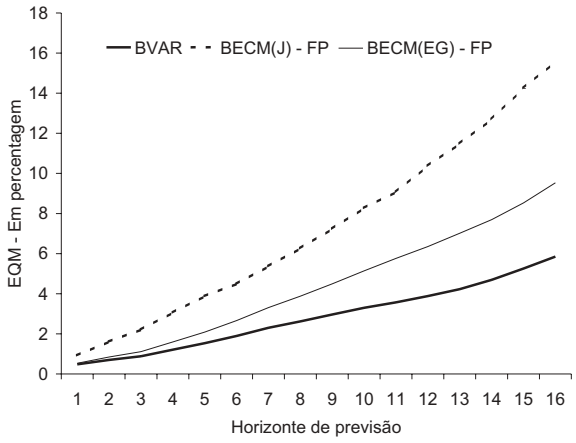
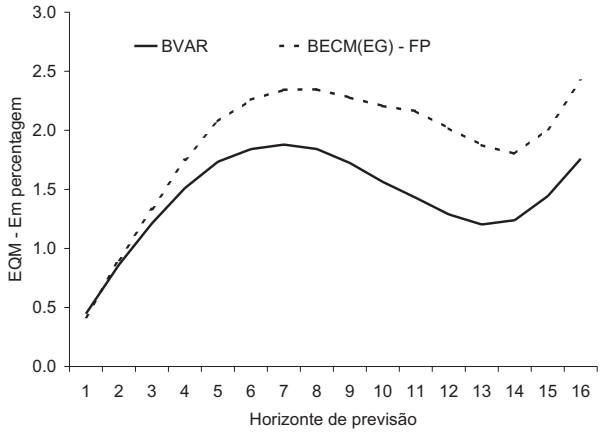


Gráfico 6
TAXA DE JURO DE LONGO PRAZO

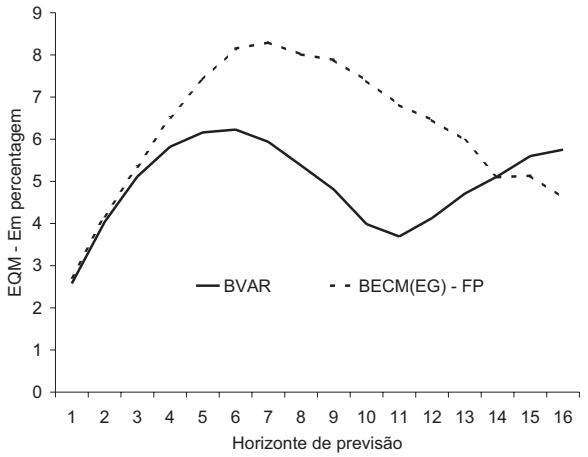


BECM(J)-FP é o que pior desempenho apresenta, podendo indiciar que é difícil conjugar a inclusão de mais do que um vector cointegrante com um *a priori* difuso sobre os parâmetros do MCE, reflectindo-se na perda de precisão do modelo em termos de previsão.

Os modelos BVAR em níveis e BECM (EG)-IP apresentam um grau de precisão razoável na previsão da taxa de desemprego, enquanto o BVAR 1º dif. apresenta um mau desempenho (Gráfico 3). Este resultado sugere, que a utilização de um BVAR em diferenças, quando existe pelo menos uma relação de longo prazo, traz problemas de má especificação, que põem em causa a capacidade de previsão do modelo. Contudo, quando se impõe de forma explícita uma relação de longo prazo, o modelo apresenta um desempenho ligeiramente pior que o obtido com o modelo BVAR mesmo para horizontes de previsão mais longos. A imposição de um *a priori* informativo sobre os parâmetros do MCE limita o peso dado à relação de longo prazo e conduz a resultados mais próximos dos obtidos com o modelo BVAR em níveis.

O modelo que oferece uma melhor previsão para o deflator do consumo privado (Gráfico 4) é o BVAR em níveis, os modelos BECM(J)-FP e BECM(EG)-FP apresentam desempenhos piores. Mais uma vez, um maior número de vectores cointegrantes leva a desempenhos piores ao nível da previsão. A imposição de um *a priori* informativo sobre os parâmetros do MCE permite obter um desempenho muito semelhante ao do BVAR. Esta análise aplica-se de igual forma à taxa de salário nominal (Gráfico 5).

Gráfico 7
TAXA DE CÂMBIO NOMINAL EFECTIVA



O modelo que permite obter uma melhor previsão para a taxa de juro de longo prazo é o modelo BVAR em níveis. Se for considerado um modelo BECM(EG)-FP então o desempenho em termos de previsão torna-se pobre (Gráfico 6). Tal facto, deve-se ao *a priori* difuso sobre os parâmetros do MCE e, provavelmente, a uma relação de longo prazo inadequada estimada pelo método de Engle-Granger, o que põe em causa a capacidade do modelo BECM(EG)-FP prever correctamente esta variável.

Finalmente, as previsões para a taxa de câmbio nominal efectiva são muito fracas (Gráfico 7). Mesmo em horizontes de previsão curtos, as previsões apresentam erros quadráticos médios muito elevados, que podem ser justificados pela natureza de passeio aleatório da variável em causa. Este resultado não é de todo inesperado dado que, em geral, as taxas de câmbio não são variáveis com um comportamento que possa ser modelado, na medida em que os mercados cambiais ajustam muito rapidamente e levam em conta um conjunto muito lato de informação.

A análise destes resultados para a área do euro permite retirar algumas conclusões sobre a utilização de relações de longo prazo em modelos VAR Bayesianos, que são apresentadas na secção seguinte.

5. CONCLUSÕES

Os resultados apresentados neste artigo foram obtidos a partir da aplicação dos métodos de estimação Bayesianos a agregados normalmente utilizados em exercícios de previsão para a área do euro. Embora as conclusões resultantes da evidência empírica não possam ser generalizadas a todos os modelos VAR Bayesianos, o método de tratamento das relações de longo prazo e dos *a priori* sobre os parâmetros do MCE aqui apresentados podem ser aplicados a qualquer modelo deste tipo, quando existam relações de longo prazo entre as variáveis consideradas.

A primeira conclusão é que os modelos Bayesianos apresentam desempenhos em termos de previsão melhores do que os apresentados pelos modelos não Bayesianos correspondentes, sendo mesmo os únicos a apresentar um desempenho superior ao do passeio aleatório. Os modelos Bayesianos apresentam-se como uma alternativa para ultrapassar os problemas de sobreajustamento e sobreparametrização apresentados pelos modelos VAR.

Uma segunda conclusão, que resulta da análise dos resultados, é que a modelação em primeiras diferenças, em contexto Bayesiano, incluindo termos correctores do erro, pode conduzir a previsões piores do que os modelos BVAR em níveis, mesmo em horizontes de previsão mais alargados. Mas, quando se comparam modelos BECM com modelos BVAR em diferenças, os primeiros permitem obter um melhor desempenho na previsão. Estes resultados são consistentes com a existência de problemas de má especificação em modelos BVAR em diferenças, quando existem relações de longo prazo e estas não são consideradas.

Finalmente, conclui-se que um elevado número de relações de longo prazo não garante necessariamente um melhor desempenho em termos de previsão. Os vectores cointegrantes são seleccionados e estimados, utilizando o método de Johansen, que é um método não Bayesiano, o que introduz uma inconsistência, que pode prejudicar o desempenho do modelo. Este problema pode ser potenciado pela utilização de um maior número de vectores cointegrantes. A introdução de um *a priori* sobre os parâmetros do MCE ajuda a corrigir os efeitos desta inconsistência e a minorar o problema.

REFERÊNCIAS

Alvarez, L.J., Ballabriga, F.C., Jareño, J. (1998), "A BVAR Forecasting Model for the Spanish Economy", *Monetary Policy and Inflation in Spain*, Banco de España.

Amisano, G. e Serati, M. (1999a), "Forecasting Cointegrated Series with BVAR Models", *Journal of Forecasting*, 18, 463-476.

Amisano, G. and Serati, M. (1999b), "BVAR Models and Forecasting: a Quarterly Model for the EU-11", *mimeo*, paper presented at the session "Econometric Methods for Macroeconomic and Financial Forecasting", XL Annual Scientific Meeting, Italian Economic Association.

Bauwens, L., Lubrano, M., Richard, J. (1999), *Bayesian Inference in Dynamic Econometric Models*, Oxford University Press.

Bikker, J.A. (1998), "Inflation Forecasting for Aggregates of the EU-7 and EU-14 with Bayesian VAR models", *Journal of Forecasting*, 17, 147-165.

Dickey, D.A. e Fuller, W.A. (1979), "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series With a Unit Root", *Journal of American Statistical Association*, 74, 427-431.

Doan, T.A., Litterman, R.B., and Sims, C.A. (1984), "Forecasting and Conditional Projections Using Realistic Prior Distributions", *Econometric Reviews*, 1, 1-100.

Enders, W. (1995), *Applied Econometric* Time Series, Wiley series in probability and mathematical statistics.

Engle, R.F. e Granger, C.W.J. (1987), "Co-integration and error correction: representation, estimation and testing", *Econometrica*, 55, 251-276.

Engle, R.F. e Yoo, B.S. (1987), "Forecasting and Testing in Co-integrated Systems", *Journal of Econometrics*, 35, 143-159.

Fagan, G. e Henry, J. (1997), "Long-run Money Demand in the EU: Evidence for Area Wide Aggregates", presented in the Workshop "Money Demand in Europe", Berlin.

Granger, C.W.J. (1981), "Some Properties of Time Series Data and their Use in Econometric Model Specification", *Journal of Econometrics*, 16, 121-130.

Granger, C.W.J. (1986), "Developments in Study of cointegrated Economic Variables", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 48, 213-228.

Granger, C.W.J. e Newbold, P. (1986), *Forecasting Economic Time Series*, New York: Academic Press.

Hamilton, J.D. (1994), *Time Series Analysis*, Princeton University Press, New Jersey.

Johansen, S.(1988), "Statistical Analysis of Cointegration Vectors", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12, 231-254.

Johansen, S. e Juselius, K. (1990), "Maximum Likelihood Estimation and Inference on cointegration with Application to the Demand for Money", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 52, 169-209.

Joutz, F.L., Maddala, G.S., e Trost, R.P. (1995), "An Integrated Bayesian Vector Autoregression and Error Correction Model for Forecasting Electricity, Consumption and Prices", *Journal of Forecasting*, 14, 287-310.

LeSage, J.P. (1990), "A Comparison of the Forecasting Ability of ECM and VAR Models", *Review of Economics and Statistics*, 664-671.

Lin, J.L. e Tsay, R.S. (1996), "Co-integration Constraints and Forecasting: an Empirical Examination", *Journal of Applied Econometrics*, 11, 495-517.

Litterman, R.B. (1986), "Forecasting with Bayesian Vector autoregression – five years of experience", *Journal of Business & Economic Statistics*, 4, 25-38.

Lütkepohl, H. (1993), *Introduction to Multiple Time Series Analysis*, 2nd edition, New York: Springer-Verlag.

Malinvaud, E. (1984), "Comment on Doan, Litterman and Sims", *Econometric Reviews*, 3.

Phillips, P.C.B. (1991), "Optimal Inference in Cointegrated systems", *Econometrica*, 2, 73-93.

Pinder, J.P. e Shoesmith, G.L. (1995), "Modelling Multivariate Cointegrated Systems: Insights from Non-linear Dynamics", *Journal of Forecasting*, 14, 311-324.

Shoesmith, G.L. (1992), "Cointegration, Error Correction and Improved Regional VAR Forecasting", *Journal of Forecasting*, 11, 91-109.

Shoesmith, G.L. (1995), "Multiple cointegrating Vectors, Error Correction, and Forecasting with Litterman's Model", *International Journal of Forecasting*, 11, 557-567.

Sims, Christopher (1980), "Macroeconomics and Reality", *Econometrica,* 48, 1-49.

Theil, H. e Goldberger, A.S. (1961), "On Pure and Mixed Statistical Estimation in Economics", *International Economic Review*, 2, 65-78.

Zellner, A. (1979), "Statistical Analysis of Econometric Models", *Journal of the American Statistical Association,* 74, 628-643.

Zellner, A. e Palm, F. (1974), "Time Series Analysis and Simultaneous Equation Econometric Models", *Journal of Econometrics* 2, 17-54.

ANEXO TÉCNICO

1. CONDIÇÃO DE ESTABILIDADE DO VAR

Um ponto importante nos modelos VAR diz respeito à estacionaridade das variáveis que entram no modelo. Prova-se que a condição de estabilidade de um processo VAR(*p*) é determinada pelas matrizes A_1 a A_p e pode ser expressa como as raízes do seguinte polinómio[8]:

$$\det\left(I_N - A_1 z - \ldots - A_1 z^p\right) = 0$$

O VAR será estável se o polinómio anterior tiver as suas raízes fora do circulo unitário.

2. METODOLOGIA E ESTIMAÇÃO DO BVAR

Os métodos Bayesianos de estimação utilizam a informação sintetizada sob a forma de funções de densidade de probabilidade (*fdp*) e combinam esta informação através da regra de Bayes. Nos problemas de estimação Bayesiana existem, em regra, dois tipos de funções de densidade de probabilidade: uma função de densidade de probabilidade *a priori* dos parâmetros, $g(\alpha)$; e uma função de densidade de probabilidade amostral, $f(Y \mid \alpha)$. A regra de Bayes permite combinar esta informação da seguinte forma:

$$g(\alpha \mid Y) = \frac{f(Y \mid \alpha).g(\alpha)}{f(Y)}$$

onde,

- α, é um vector de parâmetros;
- $f(Y \mid \alpha)$, é a *fdp* amostral condicional nos parâmetros;
- $g(\alpha)$, é a *fdp a priori;*
- $f(Y)$, é a *fdp* amostral não condicional;
- $g(\alpha \mid Y)$, é a *fdp a posteriori*.

Para uma dada amostra, $f(Y)$, a *fdp* não condicional, representa apenas uma constante de normalização, pelo que se pode simplificar a expressão anterior, considerando que a *fdp a posteriori*, $g(\alpha \mid Y)$ é proporcional a $g(\alpha)$ multiplicado por $f(Y \mid \alpha)$. Por outro lado, a *fdp* amostral, $f(Y \mid \alpha)$, é algebricamente equivalente à função de verosimilhança, $l(\alpha \mid Y)$. Assim podemos escrever a expressão anterior como:

$$g(\alpha \mid Y) \propto f(Y \mid \alpha).g(\alpha) = l(\alpha \mid Y).g(\alpha)$$

onde $g(\alpha \mid Y)$ combina toda a informação disponível sob a forma de uma *fdp* e de onde os estimadores dos parâmetros *a posteriori* podem ser obtidos a partir das médias das *fdp a posteriori*.

Um modelo VAR de ordem *p* sem componente determinística, sem variáveis exógenas e com resíduos Gaussianos pode ser representado da seguinte forma:

$$Y_t = A_1 Y_{t-1} + \ldots + A_p Y_{t-p} + \varepsilon_t$$

para $\alpha = vec\left(A_1, \ldots, A_p\right)$, a função de densidade de probabilidade *a priori* é representada da seguinte forma:

$$g(\alpha) = (1/2\pi)^{\frac{N^2 p}{2}}.\left|V_\alpha\right|^{-1/2}.\exp\left[-1/2\left(\alpha - \alpha^*\right)' V_\alpha^{-1}\left(\alpha - \alpha^*\right)\right]$$

em que α^* é o vector de médias da distribuição *a priori* e V_α é a matriz de covariâncias dessa distribuição. A informação amostral pode representada sob a forma de uma função de verosimilhança Gaussiana da seguinte forma:

$$l(\alpha \mid Y) = (1/2\pi)^{\frac{NT}{2}}.\left|I_T \otimes \sum_\varepsilon\right|^{-1/2}.$$

$$.\exp\left[-1/2\left(Y - \left(X' \otimes I_N\right)\alpha\right)'\left(I_T \otimes \Sigma_\varepsilon^{-1}\right)\left(Y - \left(X' \otimes I_N\right)\alpha\right)\right]$$

(8) A derivação das condições de estabilidade de um modelo VAR(p) pode ser encontrada em Lütkepohl (1993).

(9) Para detalhes adicionais ver Theil e Goldberger (1961).

em que T é o número de observações da amostra, Σ_ε é a matriz de covariâncias do resíduos, I_T e I_N são matrizes identidade de ordem T e N, respectivamente. $Y = vec(Y_1,...,Y_T)$ e $X_t = (Y_t',...,Y_{t-p+1}')$, pelo que X_t pode ser definida como $X = (X_0,...,X_{T-1})$; $\otimes$ é a notação habitualmente utilizada para definir o produto de Kronecker.
A *fdp* dos parâmetros *a posteriori* é definida como:

$$g(\alpha|Y) \propto l(\alpha|Y).g(\alpha)$$

$$\propto \exp.\left\{-1/2\left[(V_\alpha^{-1/2}(\alpha-\alpha^*))'(V_\alpha^{-1/2}(\alpha-\alpha^*))+\right.\right.$$

$$+((I_T\otimes\Sigma_\varepsilon^{-1/2})Y-(X'\otimes\Sigma_\varepsilon^{-1/2})\alpha)'.$$

$$\left.\left.(((I_T\otimes\Sigma_\varepsilon^{-1/2})Y-(X'\otimes\Sigma_\varepsilon^{-1/2})\alpha)\right]\right\}$$

onde se assume que $\sum_\varepsilon$ é conhecido. A *fdp* dos parâmetros *a posteriori* tem uma distribuição normal multivariada:

$$\alpha \sim N(\overline{\alpha}, \overline{\Sigma}_\alpha)$$

onde,

$$\overline{\alpha} = \left[V_\alpha^{-1} + (XX'\otimes\Sigma_\varepsilon^{-1})\right]^{-1}\left[V_\alpha^{-1}\alpha^* + (X\otimes\Sigma_\varepsilon^{-1})Y\right]$$

$$\overline{\Sigma}_\alpha = \left[V_\alpha^{-1} + (XX'\otimes\Sigma_\varepsilon^{-1})\right]^{-1}$$

Esta distribuição pode ser utilizada para fazer inferência sobre os parâmetros do modelo.

Uma vez que toda a informação relevante está especificada sob a forma de funções de densidade de probabilidade e que se sabe como calcular a média e a variância da função de densidade de probabilidade *a posteriori* com base nas *fdp a priori* e na *fdp* da amostra condicional nos parâmetros pode-se estimar o modelo BVAR, tendo em conta que o *a priori* é incorporado através de uma *fdp*.

Se a variável em causa é integrada de ordem um, as médias *a priori* de todos os parâmetros são zero com excepção do primeiro desfasamento da variável endógena, que é unitário. Se a variável em causa é estacionária, então as médias da *fdp a priori* apresentam todas o valor zero.

A especificação da variância da *fdp a priori* é mais elaborada. Para os coeficientes das componentes determinísticas a variância *a priori* é infinita, isto é, considera-se um *a priori* completamente difuso. Para os restantes coeficientes, as variâncias *a priori* seguem uma regra tal que a variância de $\alpha_{ij,l}$, o *ij*-ésimo elemento da matriz A_l, é dada por:

$$v_{ij,l}\begin{cases}(\lambda_i/l)^2, & \text{se} \quad i = j\\ (\lambda_i\theta_{ij}\sigma_i/\sigma_j\, l)^2, & \text{se} \quad i \neq j\end{cases}$$

onde λ_i é o hiperparâmetro de restrição geral da equação *i*; θ_{ij} é o hiperparâmetro que controla as relações cruzadas entre variáveis e σ_i é o *i*-ésimo elemento da diagonal da matriz Σ_ε. Os valores assumidos pelos hiperparâmetros são cruciais num modelo BVAR, porque determinam quão longe os coeficientes podem estar das suas médias *a priori* e quão perto estão de um modelo VAR não Bayesiano, isto é, de um VAR irrestrito. Um modelo BVAR aproxima-se de um VAR irrestrito quando os hiperparâmetros λ e θ tendem para infinito; pelo contrário, se λ e θ tendem para zero, o modelo aproxima-se do *a priori* de passeio aleatório. Se λ tende para infinito e θ tende para zero, então o BVAR opera como um modelo auto-regressivo. O termo σ_i/σ_j opera como um factor de correcção de diferenças de unidade de medida entre as variáveis e permite especificar o *a priori* sem que a magnitude das diferentes variáveis seja estandardizada. Os valores de σ_i são normalmente obtidos a partir do desvio-padrão do resíduo da estimação de um modelo auto-regressivo para cada variável.

Um último ponto em relação à estimação de um BVAR diz respeito à inversão da matriz:

$$V_\alpha^{-1} + (XX'\otimes\Sigma_\varepsilon^{-1})$$

que é uma tarefa computacionalmente complexa, na medida em que a dimensão desta matriz é, em geral, grande. Uma solução é estimar o BVAR de forma uniequacional e, neste caso, $\overline{\alpha}$ e $\overline{\Sigma}_\alpha$ podem ser escritos da seguinte forma:

$$\overline{\alpha}_k = \left[V_k^{-1} + \sigma_k^{-2}XX'\right]^{-1}.\left[V_k^{-1}\alpha_k^* + \sigma_k^{-2}XY_{(k)}\right]$$

$$\overline{\Sigma}_k = \left[V_k^{-1} + \sigma_k^{-2}XX'\right]^{-1}$$

α_k, Parâmetros da *k*–ésima equação do BVAR;
$\overline{\Sigma}_k$, matriz de convariâncias *a posteriori* de α_k;
V_k, matriz de convariâncias *a priori* de α_k;

$Y_{(k)}$, *k*–ésima linha de *Y*.

Este conjunto de fórmulas é conhecido na literatura sobre modelos BVAR como o processo de estimação mista de Theil[9] .

Uma questão que permanece em aberto diz respeito à forma de calibrar os hiperparâmetros, isto é, de encontrar valores razoáveis para os hiperparâmetros. Na literatura é possível encontrar diversos métodos de calibrar os hiperparâmetros, na subsecção seguinte descreve-se o método utilizado neste estudo.

3. A CALIBRAÇÃO DOS HIPERPARÂMETROS

O problema a que se pretende dar resposta nesta subsecção é a escolha de valores razoáveis para os hiperparâmetros λ e θ. Se a forma de dar resposta a este problema for baseada num método de busca do melhor ajustamento dentro da amostra, chegar-se-á ao resultado trivial, isto é, λ e θ tenderão para infinito e o modelo BVAR tenderá para um VAR irrestrito tradicional, padecendo de todos os problemas de sobreajustamento referidos. Os hiperparâmetros podem também ser calibrados por tentativas sucessivas, até que os resultados obtidos sejam consistentes com as propriedades desejadas para o modelo, contudo este processo é subjectivo e arbitrário. Na medida em que os modelos BVAR são utilizados para previsão, a calibração dos hiperparâmetros é normalmente feita por pesquisa utilizando uma função objectivo baseada nos erros de previsão a *h* períodos.

Na abordagem seguida neste estudo adopta-se a última solução. A amostra é partida em dois sub-períodos: o primeiro é utilizado para estimar os parâmetros do BVAR; o segundo sub-período é utilizado para calcular os erros de previsão fora da amostra. O modelo é então reestimado, aumentando o número de observações no primeiro sub-período, adicionando uma observação de cada vez; e calculando os erros de previsão a *h* períodos até ao ponto em que tal seja possível. O valor da função objectivo pode então ser calculado, desde que se tenha um número razoável de erros de previsão a *h* passos.

O erro quadrático médio (EQM) da previsão a *h* passos é a medida mais comum de qualidade da previsão para uma variável isolada. Dado que são incluídas *N* variáveis, o critério de avaliação deve sintetizar os EQM através de uma média aritmética simples. Desta forma a função objectivo que se utiliza para obter valores razoáveis para os hiperparâmetros é a seguinte:

$$EQM^h = \sum_{i=1}^{N} \frac{1}{N\sigma_i} \left[\sum_{t=1}^{T} T^{-1} . \left(\varepsilon_{it}^h \right)^2 \right]^{1/2}$$

onde ε_{it}^h é o erro de previsão a *h* passos da variável *i* na *t*-ésima iteração; *T* é o número de erros de previsão a *h* passos para a variável *i*.

Vale a pena referir que existem algumas críticas a este critério, uma vez que as variáveis estão correlacionadas e não se tem em consideração a natureza multivariada do modelo BVAR. Diversas funções objectivo alternativas, que pretendem levar em conta estas críticas, têm sido utilizadas; contudo todas elas estão sujeitas a severas criticas como em Malinvaud (1984). Neste estudo, os hiperparâmetros foram calibrados utilizando como critério a obtenção de um valor mínimo para a média dos EQM a 12 períodos.

Note-se que o objectivo deste procedimento de pesquisa é encontrar valores razoáveis para os hiperparâmetros, que não são conhecidos, e não encontrar literalmente os valores que optimizam a função objectivo. Uma vez que se encontrem valores razoáveis, uma optimização adicional aumenta o risco de sobreajustamento fora da amostra, pondo em causa a razoabilidade das previsões dadas pelo modelo.

4. MODELO VECM BAYESIANO

A utilização de dois métodos alternativos para estimar as relações de longo prazo e os dois *a priori* alternativos sobre os parâmetros do MCE, dá origem a quatro modelos BECM distintos, que são utilizados neste estudo.

A abordagem de Engle-Granger identifica apenas um vector cointegrante que resulta de uma combinação linear de todos os vectores do espaço de cointegração. A abordagem de Johansen permite identificar mais do que um vector cointegrante, quando existe mais do que um vector no espaço de cointegração, tendo a desvantagem inerente à falta de interpretação económica dos vectores. Se for imposto um conjunto adicional de restrições, então os vectores de cointegração podem ser identifica-

dos como relações económicas de longo prazo interpretáveis à luz da teoria económica.

Os parâmetros do MCE têm uma importância fulcral num modelo BECM, uma vez que determinam a importância das relações de longo prazo e a velocidade de convergência das variáveis para os seus valores de longo prazo. Um *a priori* difuso sobre os parâmetros do MCE combinado com um *a priori* informativo sobre a dinâmica de curto prazo dá um peso excessivo ao longo prazo em relação ao curto prazo, na medida em que apenas a dinâmica de curto prazo fica restrita pelo *a priori*. Desta forma, parece razoável considerar um modelo BECM com um *a priori* difuso sobre os parâmetros do MCE e, em alternativa, um modelo BECM com um *a priori* informativo sobre os parâmetros do MCE para que se possam comparar os desempenhos de ambos em termos de previsão.

O modelo BECM pode ser descrito em termos gerais da seguinte forma:

$$\underset{(Nx1)}{\Delta Y_t} = \underset{(Nxd)}{C^+} . \underset{(dx1)}{D_t} + \underset{(NxN)}{A_1^+} \underset{(Nx1)}{\Delta Y_{t-1}} + ... + \underset{(NxN)}{A_p^+} . \underset{(Nx1)}{\Delta Y_{t-p}} +$$

$$+ \underset{(NxM)}{B_1^+} . \underset{(Mx1)}{\Delta X_{t-1}} + ... + \underset{(NxM)}{B_p^+} . \underset{(Mx1)}{\Delta X_{t-p}} + \underset{(Nxr)}{Z} . \underset{(rxN)}{\beta'} \left(\underset{(Nx1)}{Y_{t-1}} \vdots X_{t-1} \right) + \varepsilon_t^+$$

onde:

- ΔY_t, é um vector de variáveis endógenas em diferenças;
- ΔX_t, é um vector de variáveis exógenas em diferenças;
- β, é a matriz dos vectores cointegrantes;
- D_t, é o vector das componentes determinísticas;
- A_i^+, é a matriz dos coeficientes do *i*-ésimo desfasamento das variáveis endógenas;
- B_i^+, é a matriz dos coeficientes do *i*-ésimo desfasamento das variáveis exógenas;
- Z, é a matriz dos parâmetros do MCE;
- C^+, é a matriz dos coeficientes da componente determinística;
- ε_t^+, é um vector de perturbações Gaussianas.

Os *r* vectores cointegrantes podem ser estimados por um dos dois métodos alternativos referidos. Note-se que, não existindo vectores cointegrantes ou se o grau de restrição associado aos parâmetros do MCE for muito elevado, o modelo BECM é na prática um BVAR em diferenças.

Janeiro 2002*

7 de Janeiro (Regulamento da CMVM nº8/2001, DR nº 299 Suplemento, 2ª Série)	Estabelece, nos termos da alínea n) do artº 9 e do artº 26 do Estatuto da CMVM, aprovado pelo Dec.-Lei nº 473/99, de 8-11, e da alínea b) do nº 1 do art. 353 do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei nº 486/99, de 13-11, as taxas devidas à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. Revoga o Regulamento nº 35/2000, de 14-12. O presente Regulamento entra em vigor em 1-1-2002.
7 de Janeiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 1/2002/DET)	Esclarece sobre o processo de troca de notas e moedas em escudos por outras expressas em euros, nomeadamente sobre o que dispõem os artigos 3º, 4º e 6º do Dec.-Lei nº 117/2001, de 17 de Abril. Entende-se, nesta medida, que esta troca não pode ser subordinada a qualquer restrição que a lei não preveja e que a exigência de comissões ou outra remuneração atenta contra o próprio curso legal da moeda.
15 de Janeiro (Dec.-Lei nº 8-D/2002, DR nº 12, 2º Supl., 1ª Série A)	Altera o Dec.-Lei nº 394/99, de 13-10, que aprovou o regime jurídico das entidades gestoras de mercados de valores mobiliários e de sistemas conexos, republicando-o.
23 de Janeiro (Despacho nº 1598/2002, DR nº 19, 2ª Série)	Aprova, nos termos previstos no nº 1 do artº 63 da Lei nº 5/98, de 31-01, ajustamentos do Plano de Contas do Banco de Portugal, sendo os mesmos, de aplicação às contas do exercício de 2001.
23 de Janeiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 8/02/DSBDR)	Esclarece dúvidas sobre o enquadramento prudencial dos títulos com maior grau de subordinação, emitidos no âmbito de operações de titularização, detidos por entidades que, embora pertencentes ao grupo da instituição originariamente cedente dos activos, não se encontram sujeitas às disposições do Aviso nº 10/2001, de 6-11.
26 de Janeiro (Regulamento nº 134/2002 do Conselho, JOCE nº 24, Série L)	Altera o nº 2 do artº 7º do Regulamento (CE) nº 2531/98 do Conselho de 23-11-98, relativo à aplicação de reservas mínimas obrigatórias pelo Banco Central Europeu.

Fevereiro

4 de Fevereiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 2/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 3,34%, para o período trimestral de contagem de juros que se inicia em 4-2-2002.
5 de Fevereiro (Regulamento da CMVM nº 1/2002, DR nº 30, 2ª Série)	Estabelece, para efeitos do disposto no nº 1 do artº 36 do Dec.-Lei nº 453/99, de 5-11, o regime a que deve obedecer a contabilidade dos fundos de titularização de créditos.
6 de Fevereiro (Portaria nº 113-B/2002, DR nº 31 Supl., 1ª Série B)	Determina, nos termos do nº 3 do artº 1 do Dec.-Lei nº 88/94, de 2-4, que os valores mobiliários representativos de dívida pública emitidos ao abrigo da Resolução do Conselho de Ministros nº 9-A/2002, de 12-1, sejam acrescentados à lista publicada através da Portaria nº 377-A/94, de 15-6.
9 de Fevereiro (Regulamento da CMVM nº 4/2002, DR nº 34, 2ª Série)	Estabelece, ao abrigo do disposto no nº 1, alínea b), do artº 353 do Código dos Valores Mobiliários, e para os efeitos do disposto no nº 2 do artº 47-A e no artº 47-B, ambos do Dec.-Lei nº 276/94, de 2-11, os termos e as condições em que as entidades gestoras de fundos de investimento mobiliário podem constituir fundos de índices e fundos garantidos.
11 de Fevereiro (Regulamento da CMVM nº 3/2002, DR nº 35, 2ª Série)	Estabelece, em concretização do disposto no Dec.-Lei nº 276/94, de 2-11, as regras aplicáveis aos fundos de investimento mobiliário em matéria de valorização dos seus activos, dos custos que lhes podem ser imputados, e do cálculo do valor das unidades de participação e da actuação das entidades

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

gestoras sempre que se registem erros. Revoga os Regulamentos nºs. 16/99, de 14-10, 4/2000, de 16-2, e 26/2000, de 19-8.

13 de Fevereiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 5/DET) — Informa as instituições de crédito sobre os procedimentos a adoptar relativamente ao depósito de notas denominadas em euro no Banco de Portugal.

13 de Fevereiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 6/DET) — Comunica, na sequência da decisão do Banco Central Europeu de 3-12-2001, as condições em que o Banco de Portugal procederá à troca de notas denominadas em euro, com curso legal, mutiladas ou danificadas. A presente decisão vigora desde o dia 1-1-2002.

13 de Fevereiro (Directiva 2001/108/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, JOCE nº 41, Série L) — Altera a Directiva 85/611/CEE do Conselho que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM), no que diz respeito aos investimentos em OICVM. Os Estados-Membros adoptarão até 13-8-2003, o mais tardar, as disposições legislativas, regulamentares e administrativas necessárias para dar cumprimento à presente directiva. Do facto informarão imediatamente a Comissão. Os Estados-Membros aplicarão estas medidas, o mais tardar, até 13-02-2004.

14 de Fevereiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 17/02/DSBDR) — Determina o envio ao Banco de Portugal de um relatório, com periodicidade semestral, com quantificação das provisões económicas adequadas ao risco implícito na carteira de crédito.

15 de Fevereiro (Despacho nº 3497/2002, DR nº 39, 2ª Série) — Autoriza, ao abrigo do disposto no nº 2 do artº 74 da Lei nº 109-B/2001, de 27-12, o Instituto de Gestão do Crédito Público a intervir no mercado secundário de dívida pública como parte em operações de reporte, tendo por objecto valores mobiliários representativos de dívida pública directa do Estado admitidos ao mercado especial de dívida pública (MEDIP).

15 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal nº 3/2002, BNBP nº 2/2002) — Estabelece um exercício de simulação de um regime designado por provisionamento anti-ciclo ou dinâmico.

15 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal nº 4/2002, BNBP nº 2/2002) — Estabelece os elementos de informação sobre responsabilidades por pensões de reforma e de sobrevivência a enviar ao Banco de Portugal. Revoga a Instrução nº 13/99, publicada no BNBP nº 6, de 15.06.99.

19 de Fevereiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 11/DPGCO) — Adverte as instituições de crédito de que, na sequência de algumas reclamações relacionadas com a aposição de um prazo de validade nos impressos de cheque em euros, deverão ter em atenção alguns aspectos relacionados com o dever de informação dos clientes bancários no âmbito dos contratos associados à movimentação por cheque das respectivas contas de depósito.

20 de Fevereiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 18/02/DSBDR) — Informa que o Banco de Portugal decidiu proceder à alteração do critério valorimétrico constante da alínea b) do ponto 1. do Capítulo V do Plano de Contas para o Sistema Bancário, na sequência de sugestões apresentadas por algumas instituições no sentido de poderem utilizar na valorização das suas carteiras de negociação, as cotações praticadas no MEDIP (Mercado Especial de Dívida Pública). Informa igualmente que esta alteração é válida para efeitos do apuramento, nos termos do nº 10 do Aviso nº 3/95, das menos valias latentes dos títulos da carteira de investimento e constituição das respectivas provisões. A presente alteração entra em vigor em 1-3-2002.

Março

2 de Março (Dec.-Lei nº 42/2002, DR nº 52, 1ª Série A) — Estabelece o regime jurídico das instituições de moeda electrónica. Transpõe para o direito interno a Directiva nº 2000/28/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 18-9, que altera a Directiva nº 2000/12/CE, do Conselho, de 20-3, relativa ao acesso à actividade das instituições de crédito e ao seu exercício, e a Directiva nº 2000/46/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 18-9, relativa ao acesso à actividade das instituições de moeda electrónica e ao seu exercício, bem como à sua supervisão prudencial.

13 de Março (Aviso do Banco de Portugal nº 1/2002, DR nº 61, 1ª Série B)	Redefine o Sistema de Débitos Directos (SDD). Revoga o Aviso nº 3/2000, de 11-08, *in* DR 1ª Série B, nº 193, de 22-8-2000.
14 de Março (Regulamento da CMVM nº 5/2002, DR nº 62, 2ª Série)	Altera os artºs. 29, 31, 32 e 34 do Regulamento nº 5/2000, de 23-02, que regulamenta o funcionamento dos mercados em geral e, em especial, dos mercados de bolsa. Rectificado pela Rectificação nº 686/2002, de 14-03, *in* DR 2ª Série, nº 74, de 28-03-2002.
14 de Março (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 10/DET)	Chama a atenção para a necessidade de, nas operações de troca, por euros, de notas e moedas expressas em escudos, serem observadas as normas constantes do Dec.-Lei nº 117/2001, de 17-04, bem como as recomendações veiculadas pela Carta-Circular nº 1/DET, de 07-01-2002.
20 de Março (Dec.-Lei nº 60/2002, DR nº 67, 1ª Série A)	Aprova o novo regime jurídico dos fundos de investimento imobiliário, o qual entra em vigor 90 dias após a respectiva publicação. Com a entrada em vigor do presente regime é revogado o Dec.-Lei nº 294/905, de 17-11, alterado pelo Dec.-Lei nº 323/97, de 26-11.
20 de Março (Dec.-Lei nº 61/2002, DR nº 67, 1ª Série A)	Dá nova redacção aos arts. 16 e 17 do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei nº 486/99, de 13-11.
20 de Março (Dec.-Lei nº 62/2002, DR nº 67, 1ª Série A)	Dá nova redacção aos arts. 7, 8, 18 e 35 do Dec.-Lei nº 276/94, de 2-11, com a redacção que lhes foi dada pelo Dec.-Lei nº 323/99, de 13-08, o qual estabelece o regime jurídico dos fundos de investimento imobiliário.
27 de Março (Portaria nº 323/2002, DR nº 73, 1ª Série B)	Altera os arts. 1, 3, 4 e 6 e adita os arts. 3-A e 7-A à Portaria nº 1303/2001, de 22-11, por forma a alargar a base de incidência das taxas de supervisão devidas à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

Abril

5 de Abril Dec.-Lei nº 82/2002, DR nº 80, 1ª Série A)	Altera os arts. 4 a 7, 12, 16, 17, 19, 23, 27, 28, 34, 37 e 38 e os Capítulos III e IV do Dec.-Lei nº 453/99 de 5-11, que estabelece o regime de titularização de créditos. Este Dec.-Lei , com as alterações introduzidas pelo presente diploma, é republicado em anexo.

WORKING PAPERS

1998

1/98 A COMPARATIVE STUDY OF THE PORTUGUESE AND SPANISH LABOUR MARKETS
— *Olympia Bover, Pilar Garcia-Perea, Pedro Portugal*

2/98 EARNING FUNCTIONS IN PORTUGAL 1982-1994: EVIDENCE FROM QUANTILE REGRESSIONS
— *José A. F. Machado, José Mata*

3/98 WHAT HIDES BEHIND AN UNEMPLOYMENT RATE: COMPARING PORTUGUESE AND US UNEMPLOYMENT
— *Olivier Blanchard, Pedro Portugal*

4/98 UNEMPLOYMENT INSURANCE AND JOBLESSNESS IN PORTUGAL
— *Pedro Portugal, John T. Addison*

5/98 EMU, EXCHANGE RATE VOLATILITY AND BID-ASK SPREADS
— *Nuno Cassola, Carlos Santos*

6/98 CONSUMER EXPENDITURE AND COINTEGRATION
— *Carlos Robalo Marques, Pedro Duarte Neves*

7/98 ON THE TIME-VARYING EFFECTS OF UNEMPLOYMENT INSURANCE ON JOBLESSNESS
— *John T. Addison, Pedro Portugal*

8/98 JOB SEARCH METHODS AND OUTCOMES
— *John T. Addison, Pedro Portugal*

1999

1/99 PRICE STABILITY AND INTERMEDIATE TARGETS FOR MONETARY POLICY
— *Vítor Gaspar, Ildeberta Abreu*

2/99 THE OPTIMAL MIX OF TAXES ON MONEY, CONSUMPTION AND INCOME
— *Fiorella De Fiore, Pedro Teles*

3/99 OPTIMAL EXECUTIVE COMPENSATION: BONUS, GOLDEN PARACHUTES, STOCK OWNERSHIP AND STOCK OPTIONS
— *Chongwoo Choe*

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

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 Sarmento*

4/00 LABOR MARKETS AND KALEIDOSCOPIC COMPARATIVE ADVANTAGE
— *Daniel A. Traça*

5/00 WHY SHOULD CENTRAL BANKS AVOID THE USE OF THE UNDERLYING INFLATION INDICATOR?
— *Carlos Robalo Marques, Pedro Duarte Neves, Afonso Gonçalves da Silva*

6/00 USING THE ASYMMETRIC TRIMMED MEAN AS A CORE INFLATION INDICATOR
— *Carlos Robalo Marques, João Machado Mota*

2001

1/01 THE SURVIVAL OF NEW DOMESTIC AND FOREIGN OWNED FIRMS
— *José Mata, Pedro Portugal*

2/01 GAPS AND TRIANGLES
— *Bernardino Adão, Isabel Correia, Pedro Teles*

3/01 A NEW REPRESENTATION FOR THE FOREIGN CURRENCY RISK PREMIUM
— *Bernardino Adão, Fátima Silva*

4/01 ENTRY MISTAKES WITH STRATEGIC PRICING
— *Bernardino Adão*

5/01 FINANCING IN THE EUROSYSTEM: FIXED VERSUS VARIABLE RATE TENDERS
— *Margarida Catalão-Lopes*

6/01 AGGREGATION, PERSISTENCE AND VOLATILITY IN A MACROMODEL
— *Karim Abadir, Gabriel Talmain*

7/01 SOME FACTS ABOUT THE CYCLICAL CONVERGENCE IN THE EURO ZONE
— *Frederico Belo*

8/01 TENURE, BUSINESS CYCLE AND THE WAGE-SETTING PROCESS
— *Leandro Arozamena, Mário Centeno*

9/01 USING THE FIRST PRINCIPAL COMPONENT AS A CORE INFLATION INDICATOR
— *José Ferreira Machado, Carlos Robalo Marques, Pedro Duarte Neves, Afonso Gonçalves da Silva*

10/01 IDENTIFICATION WITH AVERAGED DATA AND IMPLICATIONS FOR HEDONIC REGRESSION STUDIES
— *José A.F. Machado, João M.C. Santos Silva*

2002

1/02 QUANTILE REGRESSION ANALYSIS OF TRANSITION DATA
— *José A.F. Machado, Pedro Portugal*

2/02 SHOULD WE DISTINGUISH BETWEEN STATIC AND DYNAMIC LONG RUN EQUILIBRIUM IN ERROR CORRECTION MODELS?
— *Susana Botas, Carlos Robalo Marques*

3/02 MODELLING TAYLOR RULE UNCERTAINTY
— *Fernando Martins, José A. F. Machado, Paulo Soares Esteves*

4/02 PATTERNS OF ENTRY, POST-ENTRY GROWTH AND SURVIVAL: A COMPARISON BETWEEN DOMESTIC AND FOREIGN OWNED FIRMS
— *José Mata, Pedro Portugal*

5/02 BUSINESS CYCLES: CYCLICAL COMOVEMENT WITHIN THE EUROPEAN UNION IN THE PERIOD 1960-1999. A FREQUENCY DOMAIN APPROACH
— *João Valle e Azevedo*