

Banco de Portugal

Boletim económico

Março de 2003

Textos de política e situação económica

- A economia portuguesa em 2002 5
- O sistema bancário português: evolução e comparação internacional 47

Artigos

- Trajectória das taxas de juro: persistência e gradualismo 63
- Duração das vagas de emprego e de desemprego no mercado de trabalho português 79
- A condução da política monetária: uma análise crítica. 87

Cronologia das principais medidas financeiras

- Janeiro a Abril de 2003 I

Working papers

- 1998 a 2003 i

Estudos Económicos

Volume 9

Número 1

Textos de política e situação económica

A ECONOMIA PORTUGUESA EM 2002

1. INTRODUÇÃO

Em 2002, verificou-se um mercado abrandamento da actividade económica portuguesa. De acordo com estimativas do Banco de Portugal, divulgadas neste *Boletim Económico* (BE), o Produto Interno Bruto (PIB) apresentou um crescimento real de 0.4 por cento, que compara com um crescimento de 1.7 por cento no ano anterior (Quadro 1.1). A desaceleração da actividade em 2002 é particularmente notória quando se analisa o seu comportamento ao longo do ano. Estimativas do Banco de Portugal apontam para uma variação homóloga positiva do PIB de 1.3 por cento no primeiro semestre e para uma variação homóloga negativa de 0.5 por cento no segundo semestre (ver Caixa: *Evolução intra-anual da actividade económica em 2002*).

O crescimento real do produto em 2002, agora divulgado, encontra-se muito próximo do ponto médio dos intervalos de previsão apresentados nos BE de Junho a Dezembro de 2002. Os contributos da procura interna e da procura externa líquida para o crescimento são, também, semelhantes aos apresentados ao longo do ano passado. Contudo, é de sublinhar uma alteração da composição da procura interna, caracterizada por uma redução mais acentuada da FBCF e por um maior crescimento do consumo público. Adicionalmente, os fluxos de comércio com o exterior, tanto no que se refere às exportações como às importações, foram ligeiramente mais fortes do que o previsto.

O enquadramento externo da economia portuguesa continuou a caracterizar-se por condições particularmente desfavoráveis. Apesar de o produto mundial ter apresentado, em 2002, um crescimento superior ao de 2001, a actividade na área do euro, espaço económico que corresponde a cerca de dois terços das trocas comerciais portuguesas

Quadro 1.1

PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICOS

Taxas de variação em percentagem

	2000	2001	2002
Consumo privado	2.9	1.0	0.4
Consumo público	3.8	3.5	2.6
FBCF	4.9	0.3	-5.4
Variação de existências ^(a)	-0.5	0.1	0.1
Procura interna	3.1	1.4	-0.5
Exportações	8.5	1.8	2.4
Procura global	4.3	1.5	0.1
Importações	5.6	1.1	-0.6
PIB	3.7	1.7	0.4
Balança corrente + balança de capital (% PIB)	-8.9	-8.4	-5.7
Taxa de poupança das famílias ..	11.4	11.8	12.4

Notas:

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

com o exterior, abrandou em 2002, apresentando um crescimento do PIB de 0.8 por cento, o mais baixo desde a recessão de 1992/1993. Adicionalmente, o comportamento da economia mundial foi condicionado pela existência de níveis de incerteza muito elevados, determinados pelas dúvidas quanto ao vigor e sustentabilidade da recuperação económica, num quadro de ajustamento dos desequilíbrios acumulados na segunda metade dos anos 90 e de intensificação, na parte final do ano, da possibilidade de uma intervenção militar no Iraque. Paralelamente, a situação nos mercados financeiros registou uma nova deterioração em 2002, para a qual contribuiu, além daqueles factores, a divulgação de irregularidades contabilísticas em algumas empresas. Num contexto de crescimento moderado da actividade económica, ausên-

cia de pressões inflacionistas significativas e crescente incerteza sobre a sustentabilidade da recuperação económica a nível global, a autoridade monetária norte-americana e o Banco Central Europeu (BCE) — que tinham mantido as taxas de juro oficiais ao longo de 2002 — procederam a reduções dessas taxas, em Novembro e em Dezembro de 2002, respectivamente. Em resultado, as taxas de juro bancárias em Portugal encontravam-se, no final do ano, em mínimos históricos, em particular quando se consideram as taxas de juro reais.

No que respeita à política orçamental, o défice das administrações públicas, na óptica da Contabilidade Nacional, situou-se em 2.7 por cento do PIB em 2002, ligeiramente abaixo do objectivo anunciado no Orçamento Rectificativo de Maio de 2002 (2.8 por cento do PIB) e significativamente abaixo do observado em 2001 (défice de 4.2 por cento do PIB). Para a redução do défice em 2002 contribuiu, de uma forma decisiva, um conjunto de medidas extraordinárias que representaram cerca de 1.5 p.p. do PIB — programa de regularização de dívidas fiscais e venda da rede fixa de telecomunicações, dos direitos de reintrodução de portagens na CREL e de activos imobiliários. Se não forem considerados estes efeitos extraordinários, o valor do défice atinge um nível muito próximo do observado em 2001. Contudo, uma vez que a situação macroeconómica se deteriorou de uma forma significativa, em relação a 2001, a evolução do saldo primário ajustado do ciclo, corrigido de efeitos temporários, registou um acréscimo de 0.3 pontos percentuais (p.p.) do PIB, interrompendo assim uma trajectória de agravamento, que atingiu uma variação acumulada de cerca de 3 p.p. do PIB no período 1997-2001. Este esforço inicial de consolidação esteve concentrado do lado da receita, que subiu 0.8 p.p. do PIB quando ajustada de efeitos cíclicos e temporários, já que a despesa primária continuou a crescer, 0.5 p.p. do PIB quando se considera uma correcção similar.

As componentes da procura interna que apresentam uma maior sensibilidade ao ciclo económico — bens de consumo duradouro e Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), tanto das empresas como dos particulares — sofreram em 2002, globalmente, uma redução real superior à ocorrida em 2001. A despesa pública desacelerou, de forma mais expressiva no investimento do que no consu-

mo público, mas continuou a crescer em termos reais. O consumo público foi, aliás, a componente da despesa interna que mais aumentou em 2002. Em resultado da evolução das suas componentes pública e privada, a procura interna registou uma variação real negativa de 0.5 por cento (crescimento de 1.4 por cento em 2001).

O contributo da procura externa líquida para o crescimento do PIB aumentou em 2002, para 1.0 p.p., após um valor marginalmente positivo no ano anterior. As importações registaram uma redução, em volume, estimada em 0.6 por cento, reflectindo, no essencial, o elevado conteúdo importado das componentes da despesa mais sensíveis a flutuações cíclicas da actividade. As exportações apresentaram um crescimento real de 2.4 por cento, cerca de 0.5 p.p. acima do verificado em 2001, numa situação de enfraquecimento da procura externa relevante para a economia portuguesa. A informação disponível aponta para que, em 2001 e 2002, as exportações de mercadorias portuguesas tenham registado um ganho de quotas de mercado próximo de 0.5 e 1.4 por cento, respectivamente. Este resultado foi conseguido num contexto de evolução relativa desfavorável dos custos unitários de trabalho em Portugal, face aos principais parceiros comerciais, e só terá sido possível através da contracção nas margens de lucro dos exportadores.

Em 2002, a taxa de poupança dos particulares situou-se em 12.4 por cento do rendimento disponível (11.8 por cento em 2001), aumentando pelo terceiro ano consecutivo. Em relação a 1999, ano em que atingiu o valor mais baixo, a subida foi de cerca de 3.5 p.p. Para além do aumento da poupança por motivo de precaução, determinado por uma deterioração das perspectivas económicas e o aumento pronunciado do desemprego, esta evolução reflecte também a necessidade de afectar uma parte crescente do rendimento disponível das famílias à amortização de dívidas contraídas junto do sector bancário, associadas em particular a empréstimos para aquisição de habitação.

As necessidades de financiamento externo da economia portuguesa, medidas pelo défice conjunto das balanças corrente e de capital, reduziram-se de 8.4 por cento, em 2001, para 5.7 por cento do PIB, em 2002. Todos os sectores institucionais residentes — famílias, empresas e administrações públicas — contribuíram para este resultado. Por

componentes da balança, o contributo preponderante foi a diminuição, em 2.1 p.p. do PIB, do défice da balança de mercadorias. Esta evolução foi determinada por um efeito volume — associado a um crescimento real positivo das exportações e a um crescimento real negativo das importações — e por um ganho de termos de troca. A forte recuperação das transferências públicas associadas a fundos recebidos pela União Europeia contribuiu também, embora em menor grau, para a redução das necessidades de financiamento externo da economia portuguesa.

A evolução do mercado de trabalho em 2002 apresentou uma alteração acentuada em relação ao observado nos anos anteriores. Em particular, é de referir o aumento da taxa de desemprego para 5.1 por cento, em termos médios anuais, 1.0 p.p. acima do verificado em 2001. Saliente-se também o padrão intra-anual muito marcado, com fortes aumentos da taxa de desemprego no segundo semestre do ano. No quarto trimestre de 2002, a taxa de desemprego atingiu 6.2 por cento (2.0 p.p. acima do observado no trimestre homólogo de 2001). O emprego total apresentou um aumento praticamente nulo (0.2 por cento), reflectindo uma redução no sector privado que foi compensada por um aumento do emprego público. A variação da produtividade aparente foi, pelo segundo ano consecutivo, praticamente nula, em linha com o que se verificou, em termos médios, na área do euro. Finalmente, verificou-se uma desaceleração das remunerações nominais por trabalhador, que continuaram, contudo, a apresentar crescimentos muito significativos e claramente acima do observado na área do euro. O crescimento real das remunerações por trabalhador voltou a ser superior ao crescimento da produtividade pelo sexto ano consecutivo.

A taxa de variação homóloga do Índice de Preços no Consumidor (IPC) situou-se, em Dezembro de 2002, em 4.0 por cento, tendo apresentado uma trajectória ascendente a partir do segundo trimestre. Em termos de média anual, a variação do IPC foi 3.6 por cento, 0.8 p.p. menos do que no ano anterior. A evolução dos preços no consumidor em 2002 reflecte o efeito de vários factores contraditórios. Entre eles, no sentido da baixa, destaque-se o menor crescimento dos preços dos bens alimentares não transformados, as reduções nos preços das importações e a desaceleração dos salários nomi-

nais. No sentido da alta, refira-se o processo de conversão em euros de preços em escudos e o aumento da taxa normal do Imposto sobre o Valor Acrescentado, que afectaram a evolução dos preços no consumidor no primeiro trimestre e a partir de Junho de 2002, respectivamente. Adicionalmente, os aumentos acentuados de preços observados na generalidade dos serviços — superiores aos explicáveis pelos factores atrás enunciados — parecem indiciar a ocorrência de aumentos de margens de lucro, beneficiando de uma estrutura de mercado pouco competitiva, pelo menos em alguns sub-sectores. Contraste-se com o caso dos bens, onde para vários produtos foi clara a absorção parcial, ou mesmo total, do aumento do IVA pelas margens de lucro. É também relevante notar, a propósito, a já mencionada redução das margens no sector exportador.

O diferencial de inflação entre Portugal e a área do euro, medido pela variação média anual do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC)⁽¹⁾ reduziu-se, em 2002, para 1.4 p.p. (2.0 p.p. em 2001). No entanto, quando se excluem do IHPC as suas componentes mais voláteis — bens alimentares não transformados e industriais energéticos — aquele diferencial registou um aumento de forma continuada ao longo do ano, de 1.6 p.p. no primeiro trimestre para 2.4 p.p. no quarto trimestre. No caso da componente de serviços, o diferencial passou de 2.0 p.p. para 3.5 p.p. no mesmo período.

2. ENQUADRAMENTO EXTERNO E POLÍTICA MONETÁRIA NA ÁREA DO EURO

2.1. Principais desenvolvimentos económicos internacionais

A actividade económica mundial prosseguiu em 2002 a recuperação iniciada no final de 2001. O ritmo de crescimento não se fortaleceu, contudo, ao longo do ano, tendo mesmo registado alguma moderação no último trimestre, em particular nas economias avançadas. O comportamento da eco-

(1) 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. Refira-se que a série analisada na secção 2. *Enquadramento externo e política monetária na área do euro* inclui a Grécia apenas a partir de 2001.

Quadro 2.1

MUNDO – PIB E PREÇOS NO CONSUMIDOR

Taxa de variação, em percentagem

	PIB				Preços no consumidor			
	2000	2001	2002	2002 (rev. face a Set. 02)	2000	2001	2002	2002 (rev. face a Set. 02)
Economia mundial	4.7	2.3	3.0	0.2	-	-	-	-
Países em transição	6.6	5.1	4.1	0.2	20.7	16.3	11.1	-0.2
Rússia	9.0	5.0	4.3	-0.1	20.8	20.7	16.0	0.2
Países em desenvolvimento	5.7	3.9	4.6	0.4	5.8	5.8	5.4	-0.2
Países asiáticos em desenvolvimento	6.8	5.7	6.5	0.4	1.8	2.7	1.9	-0.2
ASEAN-4 ^(a)	5.1	2.6	4.3	0.7	3.0	6.6	5.9	-0.3
América Latina	4.0	0.6	-0.1	0.5	6.8	6.4	8.7	0.1
Brasil	4.4	1.4	1.5	0.0	7.1	6.8	8.4	1.9
Economias avançadas	3.8	0.9	1.8	0.1	2.3	2.2	1.5	0.1
Novas economias industrializadas da Ásia ^(b) ..	8.4	0.8	4.6	-0.1	1.1	1.9	1.0	-0.1
EUA	3.8	0.3	2.4	0.2	3.4	2.8	1.6	0.1
Japão	2.8	0.4	0.3	0.8	-0.7	-0.7	-0.9	0.1
Reino Unido ^(c)	3.1	2.1	1.8	-	2.1	2.1	2.2	0.3
Área do euro	3.5	1.4	0.8	-0.1	2.1	2.3	2.3	0.2

Fontes: FMI, *World Economic Outlook* (Abril 2003 e Setembro 2002), *Thomson Financial Datastream* e *Eurostat*.

Notas:

(a) Indonésia, Malásia, Filipinas e Tailândia.

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

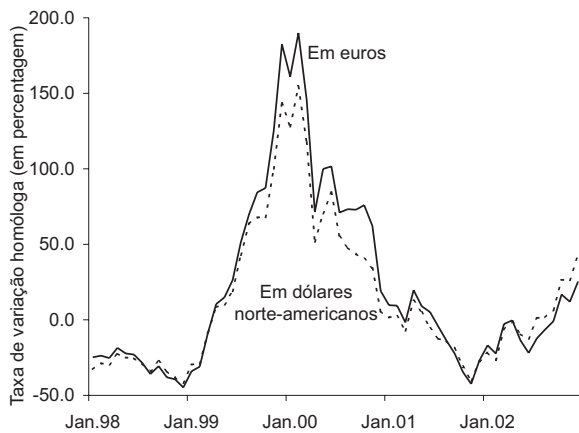
(c) Preços no consumidor excluindo juros de crédito hipotecário.

nomia mundial foi condicionado pela existência de níveis de incerteza muito elevados associados a dúvidas quanto ao vigor e sustentabilidade da recuperação, num quadro de ajustamento dos desequilíbrios acumulados na segunda metade dos anos 90 e de intensificação, na parte final do ano, da possibilidade de uma intervenção militar no Iraque. O produto mundial cresceu 3.0 por cento em 2002 (após 2.3 por cento em 2001), ligeiramente abaixo do crescimento médio observado no período 1990-2000 (Quadro 2.1). Em termos de áreas económicas, refira-se a manutenção de um elevado crescimento nos países asiáticos (excluindo o Japão) e nos países de economias em transição, ao contrário da América Latina, onde o PIB registou um crescimento praticamente nulo pelo segundo ano consecutivo. Relativamente às economias avançadas, destaque-se a recuperação da actividade ocorrida nos Estados Unidos da América (EUA), cujo PIB acelerou 2.1 p.p. para 2.4 por cento, e o abrandamento de 1.4 para 0.8 por cento no conjunto da área do euro. Tendo por base de comparação as projecções elaboradas pelo Fundo Monetário Internacional em Setembro de 2002, a actividade revelou-se, em geral, ligeiramente mais forte do que o esperado, embora tal não tenha

acontecido no caso das principais economias europeias.

As pressões inflacionistas a nível global mantiveram-se contidas em 2002, dado o crescimento moderado da actividade e o excesso de capacidade produtiva existente em vários países. A generalidade das regiões registou uma redução da taxa de inflação neste ano, que nas economias avançadas foi de 0.7 p.p. Não obstante, nas principais economias verificou-se ao longo de 2002 uma aceleração dos preços no consumidor da componente relativa aos bens energéticos, em linha com a evolução do preço do petróleo nos mercados internacionais. O preço do petróleo (*Brent*), que se situava no início do ano em torno de 20 USD/barril, atingiu os 30 USD/barril no final de 2002. Em termos homólogos, após se ter registado uma desaceleração ao longo dos dois anos anteriores, o preço do petróleo acelerou no decurso de 2002, em particular nos últimos meses (Gráfico 2.1). A subida substancial do preço do petróleo observada no final do ano foi influenciada pelas perspectivas crescentes de uma guerra no Iraque e pelas perturbações na oferta de petróleo associadas com a crise política na Venezuela.

Gráfico 2.1
PREÇO INTERNACIONAL
DO PETRÓLEO (BRENT)

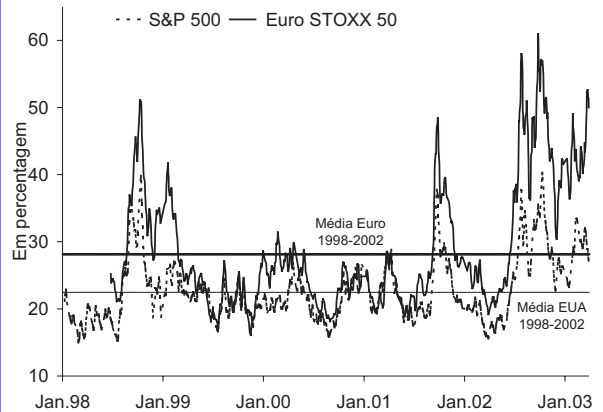


Fontes: Thomson Financial Datastream e Banco de Portugal.

Não obstante a melhoria da actividade a nível global, a situação nos mercados financeiros apresentou uma nova deterioração em 2002 (Quadro 2.2). Os desenvolvimentos nos principais mercados financeiros foram condicionados pela divulgação de irregularidades contabilísticas e de gestão em diversas empresas, bem como por dúvidas crescentes relativamente ao ritmo e à sustentabilidade da recuperação económica mundial, agravadas, na parte final do ano, pela intensificação das tensões relacionadas com a crise iraquiana. Neste quadro, e reflectindo a erosão da confiança e uma maior aversão ao risco por parte dos investidores, os mercados accionistas registaram descidas significativas e as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública caíram para valores historicamente baixos, ao mesmo tempo que a volatilidade em ambos os mercados atingiu níveis muito elevados (Gráfico 2.2). Adicionalmente, as condições de financiamento das empresas privadas e dos devedores soberanos de maior risco sofreram um agravamento. A depreciação do dólar nos mercados cambiais, particularmente em relação ao euro, constituiu igualmente um desenvolvimento marcante, num quadro em que o desequilíbrio externo norte-americano voltou a acentuar-se.

Reflectindo o crescimento moderado da actividade económica, a ausência de pressões inflacionistas significativas e a incerteza quanto à sustentabilidade da recuperação a nível global, as taxas

Gráfico 2.2A
VOLATILIDADES IMPLÍCITAS DOS PRINCIPAIS
ÍNDICES ACCIONISTAS^(a)
(Janeiro de 1998 a Março de 2003)

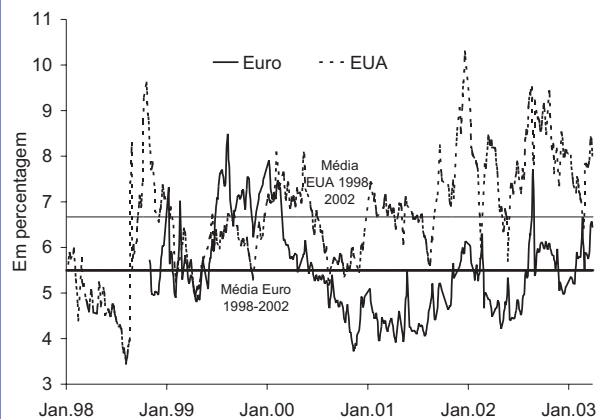


Fonte: Bloomberg.

Nota:

- (a) Volatilidades implícitas nos contratos de futuros com maturidade mais próxima sobre índices accionistas. (Média móvel 5 dias).

Gráfico 2.2B
VOLATILIDADE IMPLÍCITA DAS OBRIGAÇÕES
DE DÍVIDA PÚBLICA DE LONGO PRAZO^(a)
(Janeiro de 1998 a Março de 2003)



Fonte: Bloomberg.

Nota:

- (a) Volatilidades implícitas nos contratos de futuros com maturidade mais próxima sobre preços de obrigações de dívida pública de longo prazo. (Média móvel 5 dias.)

de juro das principais autoridades monetárias permaneceram constantes durante uma parte substancial do ano, após a forte redução registada em

Quadro 2.2

Índices bolsistas — Variação — (em percentagem)

Dados diários	S&P500	Nasdaq	Nikkei 225	FTSE 100	Dow Jones Euro Stoxx
2000					
Média	8	39	2	1	30
Final período	-10	-39	-27	-10	-6
2001					
Média	-16	-46	-30	-13	-21
Final período	-13	-21	-24	-16	-20
2002					
Média	-17	-24	-16	-17	-23
Final período	-23	-32	-19	-24	-35
Final período (desde os máximos observados no período 1999-2000)	-42	-74	-59	-43	-56

Taxas de juro de longo prazo — Dívida Pública — (em percentagem)

Dados diários	EUA	Japão	Reino Unido	Área do Euro
2000				
Média	6.02	1.76	5.26	5.45
Final período	5.11	1.63	4.88	5.02
2001				
Média	5.00	1.34	4.90	5.03
Final período	5.05	1.37	5.05	5.13
2002				
Média	4.59	1.28	4.87	4.92
Final período	3.81	0.91	4.37	4.26

Índices de taxa de câmbio efectiva nominal — Variação (em percentagem)

Dados mensais	Dólar	Iene	Libra	Euro
2000				
Média	3.4	10.5	2.8	-10.5
Final período	8.5	-2.9	-0.5	-5.2
2001				
Média	6.8	-8.2	-1.2	1.8
Final período	5.1	-10.4	0.3	2.7
2002				
Média	-1.1	-5.2	0.5	3.0
Final período	-6.5	-2.0	-0.3	6.7

Diferenciais entre as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida privada e as de dívida pública entre 7 e 10 anos

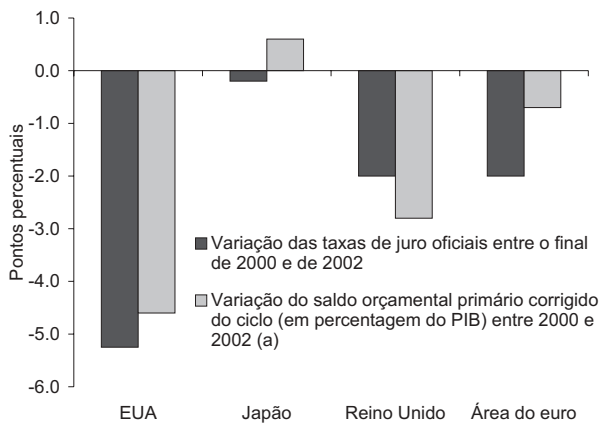
Dados diários	Área do Euro		EUA	
Em pontos base	AAA	BBB	AAA	BBB
2000				
Média	42	143	91	188
Final de período	49	197	87	216
2001				
Média	32	202	59	192
Final de período	22	182	42	182
2002				
Média	25	207	64	221
Final período	22	194	70	209

Diferenciais entre as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública emitidas em dólares por economias de mercados emergentes face às das obrigações do tesouro dos EUA

Dados diários	2001		2002	
Em pontos base	Média	Final de período	Média	Final de período
JP Morgan EMBI Global	794	728	728	725
JP Morgan EMBI América Latina	862	888	966	981

Fontes: Banco Central Europeu, Banco de Portugal, Banco Internacional de Pagamentos, Bloomberg e JP Morgan.

Gráfico 2.3

ALTERAÇÕES DAS POLÍTICAS MONETÁRIA E ORÇAMENTAL NOS ÚLTIMOS DOIS ANOS

Fontes: Bloomberg, Banco Central Europeu, OCDE e Comissão Europeia.

Nota:

(a) No caso do Japão, inclui receitas diferidas referentes a tributação de poupanças.

2001. Nos últimos meses do ano, os sinais de moderação do crescimento, a par de um aumento da incerteza, levaram as autoridades monetárias norte-americana e da área do euro a reduzir as suas taxas de juro oficiais. Assim, no dia 6 de Novembro, a Reserva Federal baixou a taxa de referência dos *federal funds* em 50 pontos base (p.b.), para 1.25 por cento, perfazendo uma redução acumulada de mais de 5 p.p. desde Dezembro de 2000. Um mês mais tarde, o Conselho do BCE decidiu reduzir, também em 50 p.b., a taxa mínima aplicável às operações principais de refinanciamento do Euro-sistema, para 2.75 por cento, o que totalizou uma descida de 2 p.p. num período de dois anos. No Reino Unido, as taxas de juro oficiais mantiveram-se constantes em 2002, após uma redução de 2 p.p. em 2001.

No que respeita às políticas orçamentais, a orientação expansionista, já evidente em 2001, foi substancialmente reforçada em 2002 nos EUA e no Reino Unido. Nos EUA, o saldo primário corrigido de efeitos cíclicos sofreu uma redução acumulada de 4.6 p.p. do PIB em 2000-2002. No Reino Unido, a diminuição acumulada do saldo primário corrigido do ciclo, no período 2000-2002, foi de cerca de 3 p.p. do PIB. Finalmente, na área do euro, o saldo primário ajustado do ciclo apresentou uma

redução acumulada de 0.7 p.p. do PIB desde 2000, mas a situação orçamental de partida era bastante mais desfavorável do que a observada nas duas outras economias. Deste modo, conforme ilustrado no Gráfico 2.3, o abrandamento das políticas monetárias e orçamentais nos dois últimos anos foi muito significativo nos EUA, Reino Unido e, em menor grau, área do euro.

2.2. Condições monetárias e financeiras da área do euro

Como mencionado, as taxas de juro oficiais do BCE mantiveram-se inalteradas nos primeiros onze meses de 2002, nos níveis estabelecidos em Novembro de 2001. Na reunião de 5 de Dezembro de 2002, o Conselho do BCE decidiu reduzir em 50 p.b. a taxa de juro mínima aplicável às operações principais de refinanciamento, que passou a ser de 2.75 por cento (Quadro 2.3). As decisões de manutenção das taxas de juro tomadas pelo Conselho ao longo de 2002 ocorreram num contexto em que as perspectivas relativamente à inflação na área do euro no horizonte relevante para a condução da política monetária se mantiveram compatíveis com o objectivo de estabilidade de preços a médio prazo, embora com alterações significativas no balanço de riscos em torno das mesmas.

Nos primeiros meses de 2002, os dados existentes perspectivavam uma melhoria progressiva da actividade económica na área do euro até ao final do ano, para valores próximos do crescimento do produto potencial, apesar do momento e da magnitude dessa recuperação serem incertos. Existiam, contudo, receios de que a persistência de taxas de inflação superiores a 2 por cento, motivada em grande parte por uma concentração excepcional de choques adversos sobre os preços, se pudesse traduzir em pressões inflacionistas no médio prazo, nomeadamente devido a potenciais efeitos de segunda ordem sobre o crescimento dos salários.

A partir de meados do ano, tornou-se cada vez mais evidente que a recuperação económica na área do euro se estava a processar a um ritmo mais lento do que o inicialmente esperado e que a aceleração da actividade para taxas de crescimento próximas das do produto potencial não se verificaria antes de meados de 2003. Adicionalmente, os efeitos negativos sobre a confiança dos consumidores e investidores da instabilidade nos mercados fi-

Quadro 2.3

ÁREA DO EURO – INDICADORES MONETÁRIOS E FINANCEIROS

	Unidades	2000	2001	2002	2002				2003			
		Dez	Dez	Dez	Jan	Mar	Jun	Set	Dez	Jan	Fev	Mar
Taxa de câmbio do euro												
Dólar	dólares, média de período	0.897	0.892	1.018	0.883	0.876	0.955	0.981	1.018	1.062	1.077	1.081
Iene.....	ienes, média de período	100.6	113.4	124.2	117.1	114.7	117.8	118.4	124.2	126.1	128.6	128.2
Libra esterlina.....	libras, média de período	0.613	0.620	0.642	0.617	0.616	0.644	0.631	0.642	0.657	0.670	0.683
Índice de taxa de câmbio efectiva	1999T1=100, média de período	85.4	87.7	93.6	87.6	86.8	90.6	91.2	93.6	95.8	97.1	97.9
Taxas de juro												
Taxas de intervenção do SEBC												
Operações principais de refinanciamento	em %, fim de período	3.00	3.25	2.75	3.25	3.25	3.25	3.25	2.75	2.75	2.75	2.50
Facilidade permanente de cedência de liquidez	em %, fim de período	4.00	4.25	3.75	4.25	4.25	4.25	4.25	3.75	3.75	3.75	3.50
Facilidade permanente de depósito.....	em %, fim de período	2.00	2.25	1.75	2.25	2.25	2.25	2.25	1.75	1.75	1.75	1.50
Mercado monetário interbancário												
EONIA	em %, média de período	4.83	3.34	3.09	3.29	3.26	3.35	3.32	3.09	2.79	2.76	2.75
Euribor 3 meses.....	em %, média de período	4.93	3.34	2.94	3.34	3.39	3.46	3.31	2.94	2.83	2.69	2.53
Euribor 12 meses.....	em %, média de período	4.87	3.30	2.87	3.48	3.82	3.87	3.24	2.87	2.71	2.50	2.41
Taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública												
5 anos.....	em %, média de período	4.82	4.33	3.63	4.48	4.90	4.70	3.85	3.63	3.40	3.18	3.26
10 anos.....	em %, média de período	5.07	4.96	4.41	5.02	5.32	5.16	4.52	4.41	4.27	4.06	4.13
Mercados bolsistas												
Índice Dow Jones Eurostoxx	em pontos, média de período	394.5	308	213.6	308.5	315.4	269.8	211.8	213.6	206.3	189.8	183.0
Agregados monetários e de crédito												
M3.....	em %, tvh	4.1	7.9	6.8	7.7	7.2	7.1	7.2	6.8	7.2	8.1	-
	média móvel de 3 meses	3.9	7.8	7.0	7.6	7.2	7.2	7.0	7.0	7.4	-	-
M2.....	em %, tvh	3.6	6.4	6.5	6.7	6.3	6.4	6.6	6.5	6.6	7.3	-
M1.....	em %, tvh	5.2	5.5	9.8	6.6	6.0	6.8	8.2	9.8	9.5	10.3	-
Crédito a residentes.....	em %, tvh	6.0	5.2	4.1	5.2	4.8	4.4	4.3	4.1	4.1	4.3	-
Crédito ao sector privado.....	em %, tvh	10.1	6.7	4.7	6.2	5.4	5.3	5.0	4.7	4.8	4.8	-
Crédito às administrações públicas	em %, tvh	-6.6	0.0	1.7	1.6	2.8	1.0	1.7	1.7	1.8	2.4	-

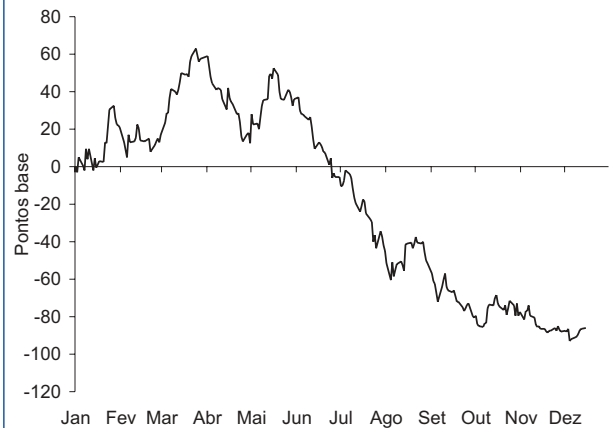
Fonte: BCE.

nanceiros, da persistência de desequilíbrios a nível global, e, na parte final do ano, do surgimento de tensões geopolíticas associadas à perspectiva de um conflito militar no Médio Oriente, implicavam riscos descendentes acrescidos para a recuperação económica. Esta situação, em conjunto com a apreciação continuada do euro, verificada desde Abril, contribuíram para um abrandamento das pressões inflacionistas de médio prazo, tornando progressivamente mais equilibrados os riscos para a estabilidade de preços. No final do ano, o reforço das indicações de moderação da actividade económica e a manutenção da tendência de apreciação do euro aumentaram as perspectivas de diminuição das pressões inflacionistas no médio prazo. Esta situação, num quadro de incerteza muito elevada e de riscos descendentes para a evolução da actividade económica na área do euro, levou o Conselho do BCE a decidir reduzir as taxas de juro oficiais em Dezembro de 2002. Com esta decisão, o Conselho pretendeu contribuir para melhorar as perspectivas para a actividade económica da área do euro, compensando em parte os riscos para o crescimento económico.⁽²⁾

As expectativas de mercado relativamente à evolução das taxas de juro oficiais na área do euro sofreram alterações significativas ao longo de 2002 (Gráfico 2.4). No início do ano e até Maio, os mercados esperavam uma subida das taxas de juro oficiais entre 50 e 75 p.b. até Dezembro de 2002. A partir de Maio, as expectativas quanto à magnitude da subida das taxas de juro foram sucessivamente revistas em baixa, em linha com a alteração das perspectivas relativamente ao crescimento económico e com a avaliação de riscos para a estabilidade de preços na área do euro. A partir de Setembro, as taxas de juro implícitas nos contratos de futuros sobre a Euribor a 3 meses passaram a reflectir expectativas de redução das taxas de juro oficiais na ordem dos 25 p.b. até ao final do ano. Traduzindo a evolução das expectativas de mercado e a redução das taxas de juro oficiais do BCE no final do ano, as taxas de juro do mercado monetário mantiveram até Maio de 2002 uma tendência ligeiramente ascendente, a qual se inverteu a partir de

(2) Nos primeiros meses de 2003, os efeitos adversos sobre a actividade económica, associados ao aumento da probabilidade de um conflito militar no Iraque e a continuada apreciação do euro levaram a uma nova redução das taxas de juro oficiais do Eurosistema, em 25 p.b., em 6 de Março de 2003.

Gráfico 2.4
VARIAÇÕES ACUMULADAS FACE AO INÍCIO
DE JANEIRO DE 2002 DAS EXPECTATIVAS
DA EURIBOR A 3 MESES IMPLÍCITAS
NO CONTRATO DE FUTUROS
PARA DEZEMBRO DE 2002



Fonte: Bloomberg.

Nota: Taxa de juro implícita no contrato de futuros para Dezembro de 2002 em 2 de Janeiro de 2002=3.8 por cento; Taxa EURIBOR a três meses na mesma data = 3.3 por cento.

Setembro. Em Dezembro de 2002, a taxa Euribor a três meses situou-se em 2.94 por cento, valor médio mensal, que compara com 3.34 por cento em Dezembro de 2001.

Em 2002, a taxa de câmbio do euro registou uma apreciação média de 5.5 por cento em relação ao dólar e de 3.0 por cento, em termos efectivos nominais.⁽³⁾ A tendência de apreciação do euro manteve-se nos primeiros meses de 2003, com uma apreciação nominal efectiva adicional de 4.1 por cento até Março. Face ao dólar, o euro apreciou-se 19.0 e 3.9 por cento, respectivamente, entre finais de 2001 e 2002 e entre esta última data e 31 de Março de 2003.⁽⁴⁾

A evolução dos mercados accionista e obrigacionista na área do euro em 2002 esteve em linha com o comportamento dos principais mercados internacionais. O índice Dow Jones Eurostoxx registou, pelo terceiro ano consecutivo, uma diminuição, situando-se o valor médio de Dezembro de 2002 cerca de 31 por cento abaixo do verificado em

(3) Taxas de variação calculadas com base em dados mensais.

(4) Taxas calculadas com base em valores diários.

Dezembro de 2001. Traduzindo a maior preferência dos investidores por activos de menor risco, as taxas médias de rendibilidade das obrigações de dívida pública a 10 anos na área do euro caíram 0.6 p.p. entre Dezembro de 2001 e Dezembro de 2002, para 4.4 por cento. Esta evolução terá reflectido uma significativa diminuição das taxas reais de rendibilidade a médio e longo prazo, num quadro de relativa estabilidade das expectativas de inflação na área do euro nesse horizonte. De facto, naquele período, as taxas de juro reais implícitas em obrigações indexadas à taxa de inflação da área do euro reduziram-se cerca de 0.5 p.p.

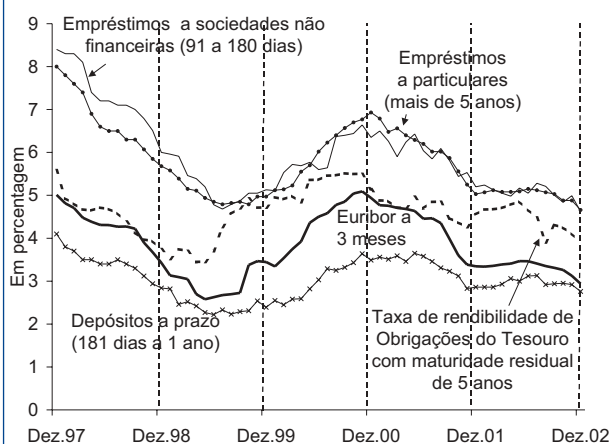
3. CONDIÇÕES MONETÁRIAS NA ECONOMIA PORTUGUESA

3.1. Condições monetárias

Como referido na secção anterior, em resultado da não alteração das taxas de intervenção do Euro-sistema entre 8 de Novembro de 2001 e 5 de Dezembro de 2002, verificou-se uma estabilização das taxas de juro de curto prazo do mercado monetário em 2002. Só no último trimestre do ano foi retomado o perfil descendente das taxas do mercado monetário observado em 2001, com o surgimento de expectativas de redução das taxas oficiais, que vieram a confirmar-se no início de Dezembro. A estabilidade evidenciada pelas taxas de juro de curto prazo do mercado monetário da área do euro reflectiu-se no comportamento das taxas de juro bancárias nominais em Portugal ao longo do ano, que se mantiveram, em grande parte do ano, em níveis muito próximos dos observados no final de 2001 e inferiores aos de final de 2000. Nos últimos meses de 2002, as taxas de juro bancárias nominais baixaram ligeiramente, acompanhando a evolução das taxas de juro do mercado monetário (Gráfico 3.1).

Em Dezembro de 2002, a taxa de juro dos empréstimos a sociedades não financeiras (por prazos compreendidos entre 91 e 180 dias) situava-se em 4.6 por cento, tendo diminuído 0.6 p.p. face ao valor registado no final do ano anterior. Por sua vez, no final de 2002, a taxa de juro dos empréstimos a particulares com maturidades superiores a 5 anos fixava-se em 4.7 por cento, o que representa uma redução de 0.4 p.p. face ao valor observado em Dezembro de 2001. A taxa de juro dos depósitos a

Gráfico 3.1
TAXAS DE JURO BANCÁRIAS
E DO MERCADO MONETÁRIO



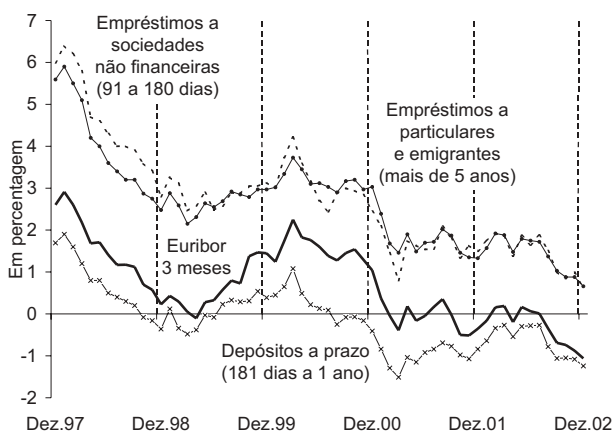
Nota: A Euribor existe desde 1 de Janeiro de 1999. Até 31 de Dezembro de 1998 foi considerada a Lisboa de prazo equivalente (com uma base de 360 dias, a fim de assegurar a continuidade da série).

prazo (181 dias a 1 ano) manteve-se praticamente inalterada ao longo de todo o ano, tendo diminuído 0.1 p.p. entre Dezembro de 2001 e Dezembro de 2002 (sendo 2.8 por cento no final do ano). A estabilidade das taxas de juro bancárias traduziu-se num estreitamento gradual dos diferenciais entre as taxas de juro do mercado monetário e as taxas de juro bancárias. Esta tendência foi particularmente evidente no diferencial entre a Euribor a 6 meses e a taxa de juro de depósitos (181 dias a 1 ano), que registou valores quase nulos no final de 2002. Em Dezembro de 2002, este diferencial era de 0.1 p.p. (0.4 p.p., em Dezembro de 2001).

Durante a primeira metade de 2002, as taxas de juro bancárias reais⁽⁵⁾ não registaram alterações significativas (Gráfico 3.2). Contudo, no segundo semestre do ano, as taxas de juro reais registaram uma diminuição significativa. As taxas de juro reais de operações activas com particulares e sociedades não financeiras registaram uma evolução

(5) 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. Apesar das suas reconhecidas limitações, este procedimento é utilizado para estimar as taxas de juro reais, uma vez que é difícil determinar com rigor as expectativas dos agentes económicos em relação à taxa de inflação no período relevante.

Gráfico 3.2
TAXAS DE JURO BANCÁRIAS REAIS



Notas:

- (a) A Euribor existe desde 1 de Janeiro de 1999. Até 31 de Dezembro de 1998 foi considerada a Lisbor de prazo equivalente (com uma base de 360 dias, a fim de assegurar a continuidade da série).
- (b) Apesar das reconhecidas limitações deste 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.

muito semelhante ao longo de todo o ano, tendo diminuído, respectivamente, 0.7 e 0.9 p.p. entre Dezembro de 2001 e o final de 2002. Em Dezembro de 2002, as taxas de juro reais activas atingiram valores mínimos históricos.⁽⁶⁾ A taxa de juro real dos depósitos, que tem vindo a assumir valores negativos desde meados de 2000, apresentou, ao longo de 2002, uma diminuição adicional de 0.4 p.p., para -1.2 por cento em Dezembro de 2002.

A evolução das taxas de juro ao longo dos últimos dois anos deverá ter resultado em condições monetárias progressivamente mais acomodáticas. Contudo, esta tendência terá sido atenuada pela evolução do índice cambial efectivo, que se tem vindo a apreciar desde o final de 2000. O índice

cambial efectivo para Portugal registou, em termos de média anual, uma apreciação nominal de 0.6 por cento em 2001 e de 0.5 por cento em 2002. Em termos reais,⁽⁷⁾ a apreciação do índice foi bastante mais significativa ao longo dos últimos dois anos, tendo aumentado 3.4 e 2.6 por cento, respectivamente em 2001 e 2002. A manutenção de um crescimento dos custos unitários de trabalho muito superior ao verificado nos nossos principais parceiros comerciais, em particular relativamente àqueles que participam na área do euro, traduziu-se nos últimos dois anos numa perda de competitividade, que tem vindo a ser acomodada através de quebras nas margens de lucro dos sectores mais expostos à concorrência.

Em 2002, manteve-se a tendência de diminuição das taxas de crescimento dos depósitos do sector privado não financeiro no sistema bancário residente (Gráfico 3.3 e 3.4). Tendo em consideração *stocks* médios anuais, a taxa de variação dos depósitos do sector privado não financeiro em 2002 foi de 0.9 por cento, que compara com 3.7 por cento no ano anterior. Também em termos médios anuais, a taxa de variação dos depósitos de particulares diminuiu 2.4 p.p. face ao ano anterior, situando-se em 1.6 por cento, enquanto a taxa de variação dos depósitos de sociedades não financeiras baixou 4.3 p.p., de 2.1 por cento em 2001 para -2.3 por cento em 2002. A desaceleração dos depósitos foi particularmente forte no segundo trimestre de 2002 e, em especial, no último mês do ano. Em Dezembro de 2002, a taxa de variação homóloga dos depósitos do sector privado não financeiro no sistema bancário residente foi de -1.3 por cento, que compara com 4.4 por cento em Dezembro de 2001 (e com 6.4 por cento no final de 2000). Por sector institucional, a taxa de variação homóloga dos depósitos de particulares diminuiu de 4.4 por cento em Dezembro de 2001, para -0.8 por cento no mês homólogo de 2002, enquanto a taxa de variação homóloga dos depósitos das sociedades não financeiras registou uma redução de 7.7 p.p. no mesmo período, fixando-se em -3.7 por cento no final de 2002. Note-se, contudo, que a evolução dos depósitos do sector privado não financeiro no sistema bancário residente continuou a ser bastante condi-

(6) A taxa de juro real dos empréstimos a sociedades não financeiras (91 a 180 dias) fixou-se em 0.6 por cento. Por sua vez, a taxa de juro real dos empréstimos a particulares por prazos superiores a 5 anos situou-se em 0.7 por cento em Dezembro de 2002.

(7) O índice cambial efectivo real é calculado com base nos custos unitários de trabalho para o total da economia, excluindo os subsídios do Estado para a Caixa Geral de Aposentações.

Gráfico 3.3
**DEPÓSITOS DO SECTOR PRIVADO
 NÃO FINANCEIRO NO SISTEMA
 BANCÁRIO RESIDENTE**
 Taxa de variação homóloga

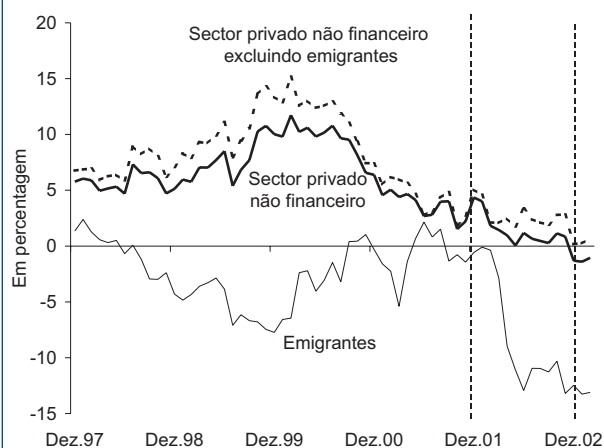
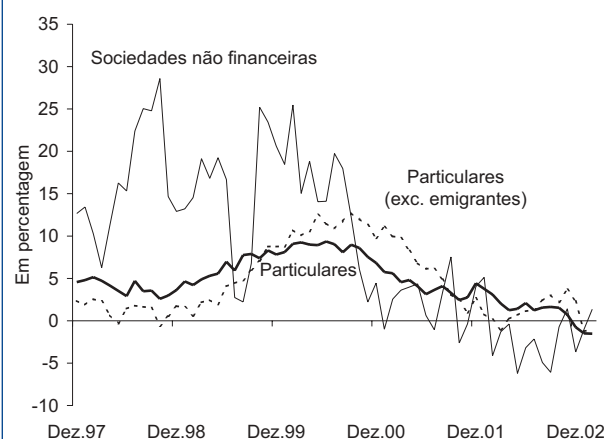


Gráfico 3.4
**DEPÓSITOS DO SECTOR PRIVADO
 NÃO FINANCEIRO NO SISTEMA
 BANCÁRIO RESIDENTE**
 Taxa de variação homóloga



cionada pela evolução dos depósitos de emigrantes, que diminuíram de forma significativa em 2002 (sobretudo na primeira metade do ano), tendo registado uma taxa de variação homóloga de -12.5 por cento em Dezembro de 2002. De facto, os agregados de depósitos excluindo os depósitos de emigrantes não registaram uma desaceleração tão pronunciada. A taxa de variação homóloga dos depósitos de particulares excluindo emigrantes dimi-

nuiu de 5.3 para 1.2 por cento, entre o último mês de 2001 e Dezembro de 2002. Por sua vez, a taxa de variação homóloga dos depósitos do sector privado não financeiro excluindo emigrantes diminuiu de 5.1 para 0.2 por cento no mesmo período. A evolução dos depósitos de emigrantes está associada, em grande medida, à deslocalização de poupanças destes agentes para instituições bancárias não residentes mas que, no entanto, se integram no perímetro de consolidação dos grupos bancários portugueses.

Em alternativa aos depósitos no sistema bancário residente, se for considerada a totalidade das aplicações em depósitos do sector privado não financeiro português (incluindo emigrantes) em Portugal e no exterior,⁽⁸⁾ verifica-se que a desaceleração dos depósitos em 2002, embora bastante expressiva, não terá sido tão forte como a que resulta da análise relativa ao sistema bancário residente, em particular nos três primeiros trimestres do ano (ver Gráfico 3.5). De facto, considerando o conjunto dos depósitos no sistema bancário residente e no exterior, a taxa de variação homóloga dos depósitos do sector privado não financeiro foi de 1.6 por cento em Dezembro de 2002 (que compara com 7.6 por cento em Dezembro de 2001).⁽⁹⁾ Os depósitos de particulares no sistema bancário residente e no exterior registaram uma taxa de variação homóloga de 1.4 por cento, enquanto que os depósitos de sociedades não financeiras cresceram a uma taxa de variação homóloga de 2.0 por cento face ao final do ano anterior (estes valores compararam com 7.6 por cento para ambos os sectores em Dezembro de 2001).

Durante grande parte do ano de 2002, em particular nos três primeiros trimestres, assistiu-se a

(8) Neste agregado são considerados os depósitos constituídos pelo sector privado não financeiro no sistema bancário residente, utilizando informação das Estatísticas Monetárias e Financeiras, bem como os depósitos constituídos pelo sector privado não financeiro no exterior. A informação sobre depósitos no exterior consta das Estatísticas de Posição de Investimento Internacional, que têm frequência trimestral.

(9) Por sua vez, os recursos de clientes do sistema bancário português em base consolidada registaram uma taxa de variação homóloga de 1.2 por cento (estimativa), que compara com 7.0 por cento em 2001. Contudo, note-se que neste agregado não são incluídos apenas os depósitos do sector privado não financeiro, sendo considerados todos os depósitos efectuados no sistema bancário residente e não residente (incluindo depósitos da Administração Pública).

Gráfico 3.5
**DEPÓSITOS DO SECTOR PRIVADO NÃO
 FINANCEIRO NO SISTEMA BANCÁRIO
 RESIDENTE E NO EXTERIOR**
 Taxa de variação homóloga

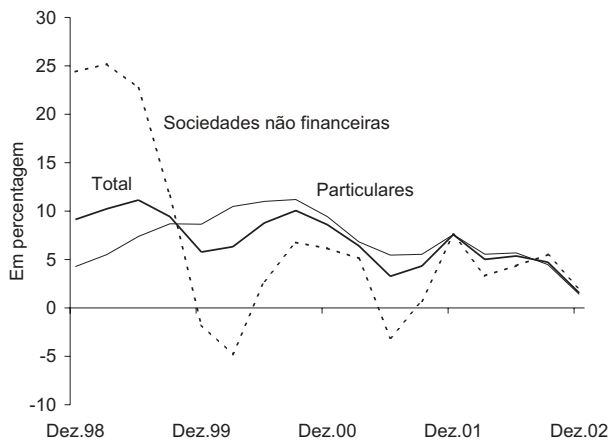
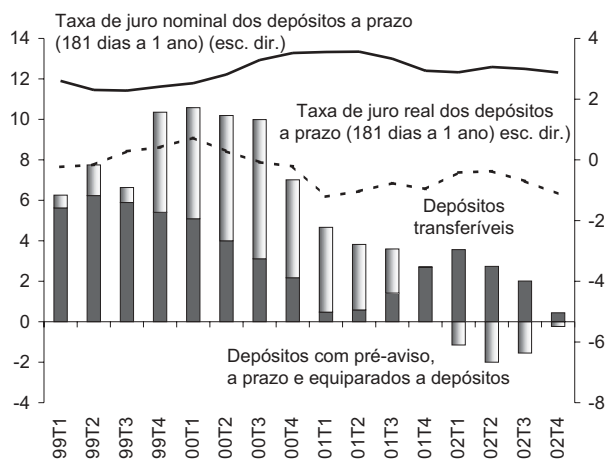


Gráfico 3.6
**CONTRIBUTOS PARA A TAXA DE
 CRESCIMENTO DOS DEPÓSITOS E
 EQUIPARADOS DO SECTOR PRIVADO NÃO
 FINANCEIRO E TAXA DE JURO DOS DEPÓSITOS**



um comportamento muito diferenciado dos depósitos transferíveis⁽¹⁰⁾ e dos depósitos a prazo, com os primeiros a apresentarem uma taxa de crescimento positiva e bastante significativa e os segundos uma diminuição (Gráfico 3.6). Este padrão reflectiu uma maior preferência dos investidores por activos de elevada liquidez, num contexto em que, dada a manutenção das taxas de juro nominais

dos depósitos a prazo em níveis muito baixos, o custo de oportunidade de detenção de depósitos à ordem se manteve em níveis reduzidos. No último trimestre de 2002, este fenómeno deixou de ser tão evidente, observando-se uma desaceleração substancial dos depósitos transferíveis. Deste modo, o contributo dos depósitos transferíveis para a taxa de variação homóloga dos depósitos do sector privado não financeiro diminuiu de 2.7 p.p. no último trimestre de 2001 para 0.4 p.p. nos últimos três meses de 2002.

A evolução dos depósitos do sector privado não financeiro (em particular quando considerados os depósitos no sistema bancário e no exterior) reflecte em larga medida o forte abrandamento da economia portuguesa em 2002 e os níveis historicamente reduzidos das taxas de juro bancárias em operações passivas. Adicionalmente, deverá ser relevante o processo de ajustamento da situação financeira das famílias que, face aos elevados níveis de endividamento entretanto atingidos, têm de canalizar parte crescente da sua poupança para fazer face à amortização da dívida contraída ao longo dos últimos anos.⁽¹¹⁾ Deste modo, o aumento da taxa de poupança dos particulares em 2002 acabou por não se traduzir num reforço significativo de detenção de depósitos. O acréscimo de poupança terá reflectido não só a necessidade de fazer face a uma maior amortização de dívida, mas também a aquisição de outros activos financeiros com elevada liquidez e taxas de rendibilidade potencialmente mais atractivas do que os depósitos bancários.⁽¹²⁾

Em 2002, o crédito concedido ao sector privado não financeiro manteve a tendência de desaceleração iniciada em meados de 1999. Considerando os empréstimos bancários concedidos por instituições financeiras monetárias,⁽¹³⁾ a taxa de variação anual dos empréstimos concedidos ao sector pri-

(10) Neste agregado predominam os depósitos à ordem.

(11) Para além dos factores enumerados, duas ocorrências de natureza pontual deverão ter afectado a evolução dos depósitos no final de 2002: por um lado, a regularização de dívidas fiscais no âmbito do Decreto-Lei nº 248-A/2002 (que terá atingido cerca de 1367.4 milhões de euros, de acordo com a DGO) poderá também ter contribuído para a diminuição dos depósitos do sector privado não financeiro no final de 2002; por outro lado, a emissão de valores mobiliários convertíveis por uma instituição financeira monetária, colocados sobretudo junto de clientes, poderá também ter tido contrapartidas relevantes no saldo dos depósitos.

Quadro 3.1

**TAXAS DE VARIAÇÃO ANUAL DOS EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS
AO SECTOR PRIVADO NÃO FINANCEIRO RESIDENTE^(a)**

Taxas de variação anual

	Particulares			Sociedades não financeiras	Sector privado não financeiro
	Habitação	Outros fins	Total		
2001					
Jan.....	19.8	26.7	21.6	23.9	22.7
Fev.....	18.5	24.7	20.1	23.9	21.9
Mar.....	17.7	23.5	19.2	23.4	21.2
Abr.....	18.2	24.2	19.8	18.8	19.3
Mai.....	16.9	21.6	18.1	18.7	18.4
Jun.....	16.6	20.0	17.5	20.6	19.0
Jul.....	16.3	19.9	17.3	18.8	18.0
Ago.....	16.1	17.0	16.4	18.8	17.5
Set.....	16.0	14.2	15.6	18.2	16.8
Out.....	16.2	9.4	14.5	15.3	14.8
Nov.....	16.1	8.8	14.2	15.5	14.8
Dez.....	15.5	6.2	12.9	14.7	13.8
2002					
Jan.....	15.4	4.7	12.6	14.6	13.5
Fev.....	15.7	6.5	13.3	13.3	13.3
Mar.....	15.9	5.9	13.2	11.7	12.5
Abr.....	15.4	5.6	12.8	11.7	12.3
Mai.....	15.8	7.1	13.6	10.7	12.2
Jun.....	15.7	5.4	13.0	9.5	11.3
Jul.....	15.7	3.7	12.6	9.3	11.0
Ago.....	15.6	3.6	12.5	8.1	10.4
Set.....	16.2	4.6	13.3	7.0	10.3
Out.....	15.7	4.9	13.0	6.9	10.1
Nov.....	15.5	3.7	12.6	7.1	9.9
Dez.....	15.4	2.4	12.1	7.5	9.9
2003					
Jan.....	15.2	4.8	12.6	5.9	9.4
Fev.....	14.9	3.9	12.1	6.6	9.5

Nota:

(a) Neste agregado são considerados os empréstimos bancários ajustados de operações de titularização e corrigidos de reclassificações e de abatimentos ao activo. Taxas de variação anual calculadas com base em índices de saldos corrigidos (Jan.2000=100), de acordo com a metodologia do BCE (ver Boletim Mensal do BCE).

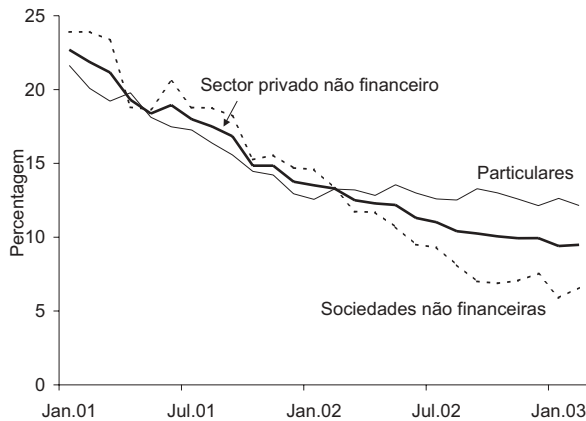
vado não financeiro diminuiu de 13.8 por cento em Dezembro de 2001 para 9.9 por cento no final

(12) A evolução dos mercados financeiros em 2002 deverá ter aumentado a preferência dos investidores por activos mais estáveis e mais líquidos, tendo como contrapartida a diminuição do peso de acções nas suas carteiras de investimentos. Contudo, tal recomposição de carteiras de investimentos não se terá reflectido num aumento significativo dos depósitos, mas antes num aumento da procura de unidades de participação em fundos de investimento. De facto, a evidência preliminar disponível aponta para subscrições líquidas muito significativas de fundos de investimento de tesouraria, do mercado monetário, de obrigações e imobiliário.

(13) Neste agregado são considerados os empréstimos bancários ajustados de operações de titularização e corrigidos de reclassificações e de abatimentos ao activo. Taxas de variação anual calculadas com base em índices de saldos corrigidos (Jan.2000=100), de acordo com a metodologia do BCE (ver Boletim Mensal do BCE).

de 2002 e para 9.5 por cento em Fevereiro de 2003 (ver Gráfico 3.7 e Quadro 3.1). A desaceleração dos empréstimos bancários concedidos ao sector privado não financeiro em 2002 traduz essencialmente a evolução dos empréstimos concedidos a sociedades não financeiras, dado que o contributo dos empréstimos bancários a particulares para esta desaceleração foi significativamente inferior. A taxa de variação anual dos empréstimos bancários concedidos a sociedades não financeiras diminuiu de 14.7 por cento no final de 2001 para 7.5 por cento em Dezembro de 2002. O abrandamento da actividade económica e, em particular, a desaceleração do investimento empresarial, associado a elevados níveis de endividamento atingidos ao longo dos últimos anos, deverão ter gerado uma menor procura de crédito por parte das empresas portu- guesas.

Gráfico 3.7
TAXAS DE VARIAÇÃO ANUAL DOS
EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS CONCEDIDOS
AO SECTOR PRIVADO NÃO FINANCEIRO^(a)



Nota:

(a) Empréstimos bancários ajustados de titularização e corrigidos de reclassificações e de abatimentos ao activo. As taxas de crescimento anual são calculadas a partir de índices de saldos corrigidos (Jan.2000=100), de acordo com a metodologia do BCE (ver Boletim do BCE).

sas. Por outro lado, uma percepção por parte dos bancos de maior risco de crédito também poderá ter contribuído para esta evolução, bem como a perda de relevância de alguns factores específicos que tinham estado subjacentes à sustentação em níveis elevados do crescimento do crédito a empresas não financeiras.⁽¹⁴⁾

O crédito concedido a particulares tem vindo a desacelerar de forma persistente desde meados de 1999, quando atingiu taxas de crescimento superiores a 30 por cento. Contudo, ao longo de 2002, a desaceleração do crédito a particulares não foi tão pronunciada como em anos anteriores. Em 2002, a taxa de variação anual dos empréstimos bancários a particulares, ajustados de titularização e corrigidos de reclassificações e de abatimentos ao activo,

diminuiu apenas 0.8 p.p, de 12.9 por cento em Dezembro de 2001 para 12.1 por cento em Dezembro de 2002. A evolução dos empréstimos a particulares traduz essencialmente a manutenção de um ritmo de crescimento relativamente elevado dos empréstimos para aquisição de habitação. É provável que o final do regime bonificado para novos créditos em Setembro de 2002 possa ter originado uma antecipação das decisões de aquisição de habitação de um número significativo de agregados familiares.⁽¹⁵⁾ De facto, a partir de Setembro, os empréstimos para aquisição de habitação desaceleraram de forma gradual, apesar de manterem taxas de variação relativamente elevadas. Em Fevereiro de 2003, a sua taxa de variação anual foi de 14.9 por cento, que compara com 16.2 por cento em Setembro de 2002. A sustentação da procura de novo crédito à habitação observada após o final do regime bonificado deverá estar associada às condições favoráveis geradas pelos níveis historicamente reduzidos das taxas de juro em operações activas, bem como ao lançamento de novos produtos de crédito à habitação.⁽¹⁶⁾

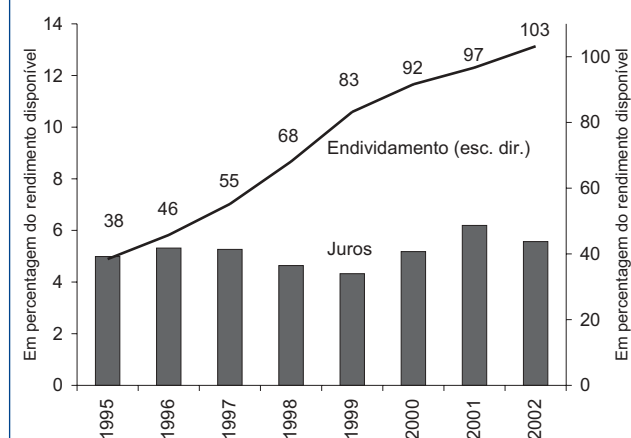
Por sua vez, os empréstimos bancários concedidos a particulares para outros fins que não a aquisição de habitação desaceleraram de forma significativa ao longo de 2002. A sua taxa de variação anual, que já tinha baixado de forma substancial em 2001, diminuiu de 6.2 por cento em Dezembro de 2001 para 2.4 por cento em Dezembro de 2002. No início de 2003, observou-se uma ligeira recuperação desta taxa de variação, que atingiu 3.9 por cento em Fevereiro.

(14) Entre estes factores específicos, que não estariam directamente relacionados com a conjuntura económica, podem-se referir as operações de investimento directo de empresas portuguesas no exterior e as necessidades de financiamento associadas a operações de fusão e aquisição e à realização de obras públicas (nomeadamente, infra-estruturas rodoviárias de "portagem virtual").

(15) A evolução do número de contratos de crédito à habitação, de acordo com dados da Direcção Geral do Tesouro, sustenta, em certa medida, esta hipótese. De facto, nos primeiros três trimestres de 2002, o número de contratos de crédito à habitação aumentou 20.5 por cento face aos trimestres homólogos do ano anterior. Este aumento foi particularmente significativo nos contratos em regime bonificado, que aumentaram 88.8 por cento em termos homólogos no terceiro trimestre do ano. No último trimestre de 2002, observou-se uma redução significativa do número de contratos de crédito à habitação (-22.3 por cento, em termos homólogos).

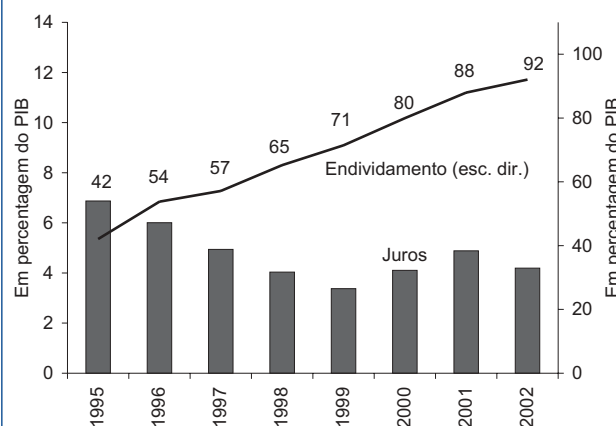
(16) Estes novos produtos prevêm condições mais favoráveis na contratação de crédito para aquisição de habitação, tais como a amortização em períodos até 40 anos, a carência de capital nos primeiros anos do contrato ou a possibilidade de atingir rácios *loan-to-value* próximos de 100 por cento (acentuando deste modo uma tendência que tem vindo a ser observada ao longo dos últimos anos).

Gráfico 3.8
ENDIVIDAMENTO E JUROS PAGOS
PELOS PARTICULARES



Não obstante a desaceleração observada ao longo de 2002, a manutenção das taxas de crescimento do crédito concedido ao sector privado não financeiro em níveis significativamente superiores aos das taxas de crescimento do rendimento disponível e do PIB nominal traduziu-se num novo aumento dos níveis de endividamento do sector privado não financeiro em 2002. A subida do endividamento foi particularmente significativa para os particulares, essencialmente devido à evolução do crédito à habitação. Deste modo, no final de 2002 o endividamento dos particulares representava cerca de 103 por cento do rendimento disponível, o que compara com 97 por cento no ano precedente (Gráfico 3.8). Apesar do aumento do endividamento, o grau de esforço dos particulares, definido como o serviço de dívida global, que inclui juros pagos e amortizações de capital em percentagem do rendimento disponível, deve ter-se mantido em níveis próximos dos observados no ano anterior. A diminuição da parcela de encargos com juros, devido à redução das taxas de juro nos últimos dois anos, terá compensado o aumento das amortizações de capital, em percentagem do rendimento disponível. Por sua vez, o endividamento das sociedades não financeiras, em percentagem do PIB também aumentou face ao anterior, apesar de se ter verificado uma redução do seu ritmo de crescimento. No final de 2002, o endividamento das empresas não financeiras representava 92 por

Gráfico 3.9
ENDIVIDAMENTO E JUROS PAGOS PELAS
SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS



cento do PIB, mais 4 p.p. do que no ano anterior (Gráfico 3.9).

3.2. Evolução da síntese monetária⁽¹⁷⁾

A desaceleração do crédito e dos depósitos ao longo dos últimos dois anos tem-se repercutido em alterações substanciais na Síntese Monetária. Em 2002, o fluxo de crédito interno diminuiu de forma significativa, quando comparado com os fluxos observados em anos anteriores. Por componentes, a excepção foi o crédito concedido a particulares, que registou um fluxo líquido ligeiramente superior ao de 2001, ainda que bastante inferior ao de 2000. A redução dos fluxos líquidos dos depósitos foi ainda mais significativa, tendo diminuído de +3111 milhões de euros, em 2001, para -569 milhões de euros, em 2002 (Gráfico 3.10 e Quadro 3.2).

O aumento da posição credora líquida das OIFM⁽¹⁸⁾ relativamente ao sector privado não financeiro tem vindo a originar um agravamento da sua posição devedora face ao exterior, ou seja, as OIFM têm vindo a captar externamente os recursos necessários para a expansão dos seus activos

(17) Os agregados de crédito considerados nesta secção não foram ajustados de operações de titularização e não foram corrigidos de reclassificações e de abatimentos ao activo.

(18) 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.

Quadro 3.2

SÍNTESE MONETÁRIA

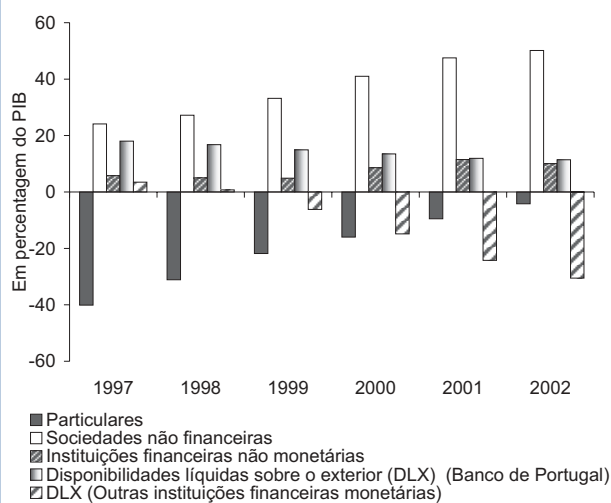
Milhões de euros

							Variações absolutas				
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	1999	2000	2001	2002	Dez. 2002
	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Fev.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	a Fev. 2003
Activos líquidos sobre o exterior	14 960	8 985	-6 788	-19 270	-27 444	-30 771	-5 974	-15 773	-12 483	-8 174	-3 327
Banco de Portugal	16 770	18 623	14 985	16 050	15 521	13 816	1 852	-3 638	1 065	-529	-1 705
Outras instituições financeiras monetárias	-1 810	-9 637	-21 773	-35 321	-42 965	-44 587	-7 827	-12 136	-13 548	-7 644	-1 622
Dos quais:											
Denominados em euros.	-2 364	-10 741	-19 559	-34 518	-39 524	-37 918	-8 377	-8 818	-14 959	-5 006	1 606
Crédito às Administrações Públicas.	12 522	8 764	8 496	9 082	8 069	7 976	-3 758	-268	585	-1 013	-92
Crédito interno (excepto às Administrações Públicas).	102 736	129 577	160 783	179 401	191 038	191 714	26 840	31 206	18 618	11 637	676
Particulares	44 591	56 859	68 921	76 063	83 363	83 819	12 268	12 062	7 142	7 300	456
Sociedades não financeiras.	45 539	56 500	70 667	80 085	86 374	86 454	10 962	14 167	9 418	6 289	80
Instituições financeiras não monetárias	12 606	16 217	21 194	23 253	21 302	21 441	3 611	4 977	2 059	-1 951	139
Circulação monetária	4 562	5 620	5 392	4 451	7 025	6 759	1 059	-228	-941	2 575	-267
Depósitos e equiparados - total.	103 027	114 507	120 125	123 236	122 667	118 466	11 480	5 618	3 111	-569	-4 201
Instituições financeiras não monetárias	7 623	9 661	9 843	10 360	9 641	8 991	2 038	182	517	-719	-650
Administrações Públicas.	8 177	8 872	8 181	6 329	7 866	7 540	695	-690	-1 852	1 536	-325
Sociedades não financeiras e particulares	87 227	95 974	102 100	106 547	105 161	101 935	8 747	6 126	4 447	-1 386	-3 225
Títulos excepto capital	10 769	13 319	17 476	22 514	23 168	23 145	2 550	4 157	5 037	655	-23
Unidades de participação em Fundos do Mercado Monetário . . .	0	0	115	166	665	665	0	115	51	499	0
Capital e reservas	15 905	20 827	25 920	27 867	28 725	31 634	4 921	5 093	1 947	858	2 909
Diversos (líquido)	-4 045	-6 947	-6 537	-9 021	-10 588	-11 749	-2 903	411	-2 484	-1 567	-1 161
<i>Por memória:</i>							Taxas de variação homóloga				
Contributo para o agregado M1 da área do euro	38 164	45 537	47 723	51 177	53 149	50 967	19.3	4.8	7.2	3.9	1.4
Contributo para o agregado M3 da área do euro	103 597	113 135	119 794	126 686	127 270	125 582	9.2	5.9	5.8	0.5	-1.0

Gráfico 3.10

POSIÇÃO LÍQUIDA DO SECTOR MONETÁRIO^(a) (DESAGREGAÇÃO INSTITUCIONAL)

Em percentagem do PIB



Nota:

- (a) 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.

(em particular, do crédito). Note-se que estes passivos são maioritariamente denominados em euros, reflectindo essencialmente emissões internacionais de obrigações por filiais com sede no estrangeiro de bancos portugueses. Contudo, no segundo semestre de 2002, verificou-se uma quebra significativa do recurso a este tipo de financiamento, em linha com a quebra generalizada de emissões brutas de obrigações nos mercados financeiros internacionais neste período. Ainda assim, tendo em consideração informação em base consolidada relativa ao sistema bancário, observa-se que a emissão de títulos nos mercados financeiros internacionais representa uma parte cada vez mais significativa do financiamento do sistema bancário e que, em contrapartida, o financiamento interbancário líquido registou uma queda em 2002, em particular para os bancos domésticos. Para estes últimos, os passivos interbancários, líquidos de activos interbancários, reduziram-se de 8.0 para 5.6 por cento do crédito bruto entre Dezembro de 2001 e de 2002 (em percentagem do PIB, diminuíram de 9.9 para 6.9 por cento).

4. POLÍTICA ORÇAMENTAL

De acordo com a notificação do procedimento dos défices excessivos (PDE) de Março de 2003, o défice das administrações públicas, na óptica da Contabilidade Nacional, situou-se em 2.7 por cento do PIB em 2002,⁽¹⁹⁾ após ter atingido um valor de 4.2 por cento do PIB em 2001 (Quadro 4.1). O défice das administrações públicas em 2002 ficou ligeiramente abaixo do objectivo anunciado no Orçamento Rectificativo de Maio de 2002 (2.8 por cento do PIB), embora beneficiando de um conjunto de medidas extraordinárias que terão representado cerca de 1.5 p.p. do PIB. Estas medidas extraordinárias, implementadas no final de 2002 e não previstas no Orçamento Rectificativo, consistiram no programa de regularização de dívidas fiscais, que aumentou a receita das administrações públicas de 2002 em Contabilidade Nacional em cerca de 0.9 p.p. do PIB,⁽²⁰⁾ e na venda da rede fixa de telecomunicações e dos direitos de reintrodução de portagens na CREL, cujos valores ascenderam a 0.3 e 0.2 p.p. do PIB, respectivamente.⁽²¹⁾ Adicionalmente, a receita proveniente da venda de edifícios e terrenos pelas administrações públicas em 2002 situou-se acima da observada nos últimos anos, em cerca de 0.1 p.p. do PIB, devendo ser também considerada um efeito temporário com impacto positivo no saldo orçamental de 2002.

(19) De acordo com os dados reportados pelo INE ao *Eurostat*, o défice das administrações públicas ter-se-ia situado em 2.6 por cento do PIB, em 2002. No entanto, o *Eurostat*, na nota à imprensa sintetizando os resultados do PDE para os vários Estados-membros, excluiu as receitas recebidas pelo Estado português por ocasião da liquidação do fundo da EFTA para o desenvolvimento industrial em Portugal. Segundo o *Eurostat*, tais receitas não devem ter impacto no défice numa óptica de Contabilidade Nacional, o que se traduziu numa revisão do défice equivalente a € 139.5 milhões (0.1 pontos percentuais do PIB).

(20) Note-se que a receita resultante da regularização extraordinária de dívidas fiscais do dia 3 de Janeiro de 2003 (cerca de 0.15 p.p. do PIB) será registada em Contabilidade Nacional nas contas das administrações públicas de 2003. Os recebimentos de 2002 e do dia 2 de Janeiro de 2003 foram considerados receita de 2002 em Contabilidade Nacional.

(21) Em Contabilidade Nacional, as receitas provenientes da venda da rede fixa de telecomunicações e dos direitos de reintrodução de portagens na CREL foram registadas do lado da despesa com sinal negativo nas rubricas de formação bruta de capital fixo e de aquisição líquida de activos não financeiros e não produzidos (outras despesas de capital), respectivamente.

Quadro 4.1

CONTAS DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS
Contabilidade Nacional

	Em percentagem do PIB				Taxas de crescimento		
	2000 ^(a)	2001	2002 ^(b)		2001	2002 ^(b)	
			c/ efeitos medidas extraordi- nárias	s/ efeitos medidas extraordi- nárias		c/ efeitos medidas extraordi- nárias	s/ efeitos medidas extraordi- nárias
Receitas totais	42.3	41.6	42.9	42.0	5.3	8.4	6.1
Receita corrente	40.8	39.9	41.0	40.1	4.7	7.8	5.5
Impostos sobre o rendimento e património	10.4	9.8	9.7	9.2	0.6	4.1	-1.1
Impostos sobre a produção e a importação	14.4	14.3	15.0	14.7	5.8	10.2	8.0
Contribuições sociais	11.8	11.8	12.1	12.0	7.7	7.6	6.6
Outras receitas correntes	1.7	1.7	1.9	1.9	6.8	16.4	16.4
Vendas	2.5	2.3	2.3	2.3	-0.3	3.7	3.7
Receitas de capital	1.4	1.7	1.9	1.9	23.4	21.7	21.7
Despesas totais	45.4	45.8	45.7	46.2	8.7	4.7	6.1
Despesa corrente	40.1	40.1	41.0	41.0	7.1	7.4	7.4
Transferências correntes	17.5	17.6	18.4	18.4	7.8	9.4	9.4
Para as famílias	14.0	14.1	14.7	14.7	7.3	9.5	9.5
Para as empresas	1.1	1.3	1.4	1.4	33.0	10.3	10.3
Outras transferências	2.4	2.2	2.3	2.3	-0.9	7.9	7.9
Juros da dívida	3.2	3.1	3.0	3.0	4.0	1.4	1.4
Despesas com pessoal	15.0	15.1	15.3	15.3	8.0	6.5	6.5
Consumo intermédio	4.4	4.3	4.3	4.3	3.3	7.2	7.2
Despesas de capital	5.4	5.7	4.6	5.2	21.6	-14.2	-3.6
Formação bruta de capital fixo	3.8	4.1	3.6	4.0	13.3	-7.4	3.0
Outras despesas de capital	1.5	1.6	1.1	1.2	14.8	-31.5	-20.2
Saldo total	-3.2	-4.2	-2.7	-4.2			
<i>Por memória:</i>							
Despesa corrente primária	36.9	37.0	38.0	38.0	7.3	7.9	7.9
Saldo primário	0.0	-1.1	0.3	-1.2			
Saldo primário ajustado do ciclo	-1.0	-2.0	-0.2	-1.7			
Dívida pública	53.3	55.2	57.8	-			

Notas:

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

(b) Consideraram-se medidas extraordinárias os efeitos da regularização extraordinária de dívidas fiscais, da venda da rede fixa de telecomunicações, dos direitos de reintrodução de portagens na CREL e de edifícios e terrenos. Este último é calculado como a diferença entre o valor registado no ano e o observado em 2001, em percentagem do PIB, se ela for positiva.

A correcção do défice de 2002 tendo em conta os efeitos atrás mencionados apontaria para um valor muito próximo do défice observado em 2001. No entanto, uma vez que o cenário macroeconómico se deteriorou significativamente em 2002 em relação a 2001, a evolução do défice representou um esforço de consolidação orçamental, invertendo-se a tendência expansionista da política orçamental observada nos últimos anos. Com efeito, no período 1997-2001 o saldo primário ajustado do ciclo e corrigido de efeitos temporários⁽²²⁾ diminuiu ano após ano, apresentando uma variação acumulada de 3.0 p.p. do PIB (Gráfico 4.1). Em 2002, este saldo registou um acréscimo de 0.3 p.p. do PIB, passando de -2.0 por cento do PIB em 2001

para -1.7 por cento do PIB em 2002. A evolução observada em 2002 decorreu de um acréscimo da re-

(22) O saldo primário ajustado do ciclo é calculado de acordo com a metodologia correntemente utilizada no SEBC. A correcção dos efeitos temporários tem em conta:

- O efeito extraordinário das vendas de edifícios e terrenos em todos os anos do período 1997-2002. Este é calculado como a diferença, em percentagem do PIB, entre o valor registado no ano e o valor contabilizado em 2001. De acordo com esta opção, nos anos de 1999 e 2002, parte das vendas de edifícios e terrenos é considerada como extraordinária.
- As transferências do BNU e de Macau para a Caixa Geral de Aposentações em 1997.
- Os efeitos da regularização extraordinária de dívidas fiscais e da venda da rede fixa de telecomunicações e dos direitos de reintrodução de portagens na CREL em 2002.

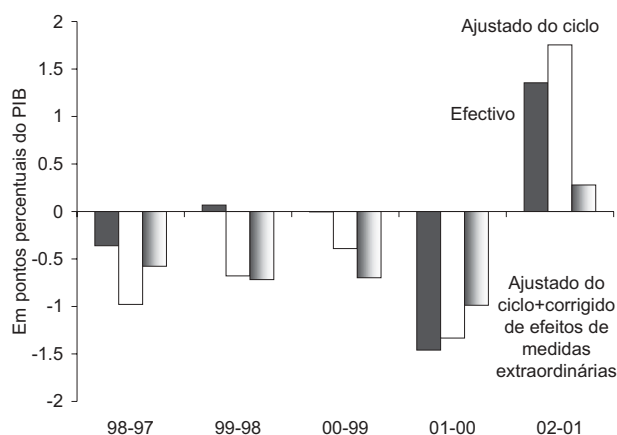
ceita ajustada de efeitos cíclicos e temporários (0.8 p.p. do PIB), que superou o aumento da despesa primária ciclicamente ajustada e corrigida dos efeitos de medidas extraordinárias (0.5 p.p. do PIB) (Gráfico 4.2). Em 2002, o saldo total corrigido de efeitos cíclicos e de medidas extraordinárias terá melhorado 0.4 p.p. relativamente a 2001, situando-se em -4.7 por cento do PIB.⁽²³⁾

O comportamento das receitas totais ajustadas do ciclo e corrigidas dos efeitos de medidas extraordinárias em 2002 foi explicado, em larga medida, pela subida da taxa normal do IVA de 17 para 19 por cento a partir de Junho de 2002 e pelos aumentos do Imposto sobre os Produtos Petrolíferos (ISP) que ocorreram durante o ano de 2002. Adicionalmente, é de notar que as transferências da União Europeia, registadas, em princípio, de acordo com o princípio da neutralidade dos fundos comunitários, apresentaram em 2002 taxas de crescimento elevadas, que se reflectiram no comportamento das outras receitas correntes (registo do Fundo Social Europeu) e das receitas de capital.

Relativamente à despesa primária ajustada do ciclo e de efeitos temporários, a evolução observada em 2002 continuou, tal como nos anos anteriores, a ser fortemente influenciada pelo comportamento da despesa corrente primária, apesar de no segundo semestre terem sido implementadas algumas medidas de controlo e corte efectivo de despesa corrente da administração central. Assim, em 2002, as despesas com pessoal e o consumo intermédio continuam a apresentar taxas de crescimento elevadas, registando acréscimos de 0.2 e 0.1 p.p. do PIB, respectivamente. Adicionalmente, as transferências para as famílias também continuaram a registar um crescimento muito forte, aumentando 0.6 p.p. em rácio do PIB, em resultado, no essencial, do comportamento da despesa em pensões, quer do regime geral de Segurança Social, quer do regime dos funcionários públicos. É de referir, no entanto, que as taxas de crescimento destas três rubricas da despesa são, em 2002, in-

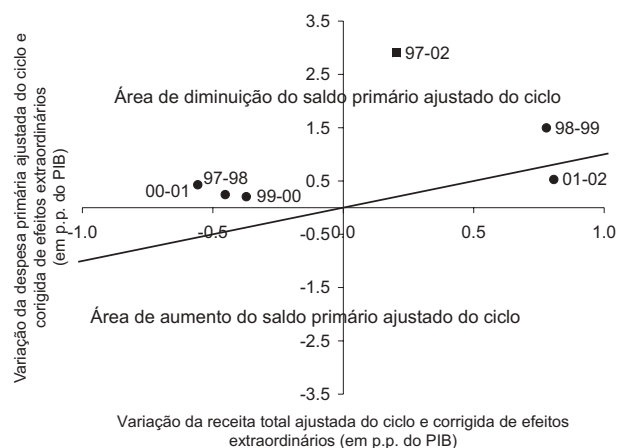
(23) De salientar que, no cálculo dos saldos ajustados de efeitos cíclicos, foi utilizada a metodologia desenvolvida no Sistema Europeu de Bancos Centrais, que considera um parâmetro de alisamento de 30. O uso de um parâmetro de alisamento de 100, porventura mais convencional, levaria a melhorias nos saldos primário e total ajustados do ciclo de 0.5 e 0.4 p.p. do PIB (isto é, mais 0.1 p.p. do que considerando o parâmetro igual a 30).

Gráfico 4.1
VARIAÇÃO DO SALDO PRIMÁRIO
1997-2002



Nota: Os efeitos de medidas extraordinárias incluem o efeito extraordinário das vendas de edifícios e terrenos em todo o período considerado. Este é calculado como a diferença entre o valor registado no ano e o valor observado em 2001, em percentagem do PIB. Adicionalmente, em 1997, excluiram-se as transferências do BNU e de Macau para a CGA.

Gráfico 4.2
VARIAÇÕES DA RECEITA TOTAL
E DA DESPESA PRIMÁRIA AJUSTADAS
DO CICLO E CORRIGIDAS DE EFEITOS
EXTRAORDINÁRIOS
1997-2002



Nota: Ver nota do Gráfico 4.1.

fluenciadas pela empresarialização de 31 hospitais públicos realizada no final do ano, que implicou a reclassificação de € 158.7 milhões relativos a três

semanas de despesa. Esta alteração não teve impacto no défice, levando apenas a um aumento das transferências para as famílias e a uma redução das despesas com pessoal e do consumo intermédio do mesmo montante.

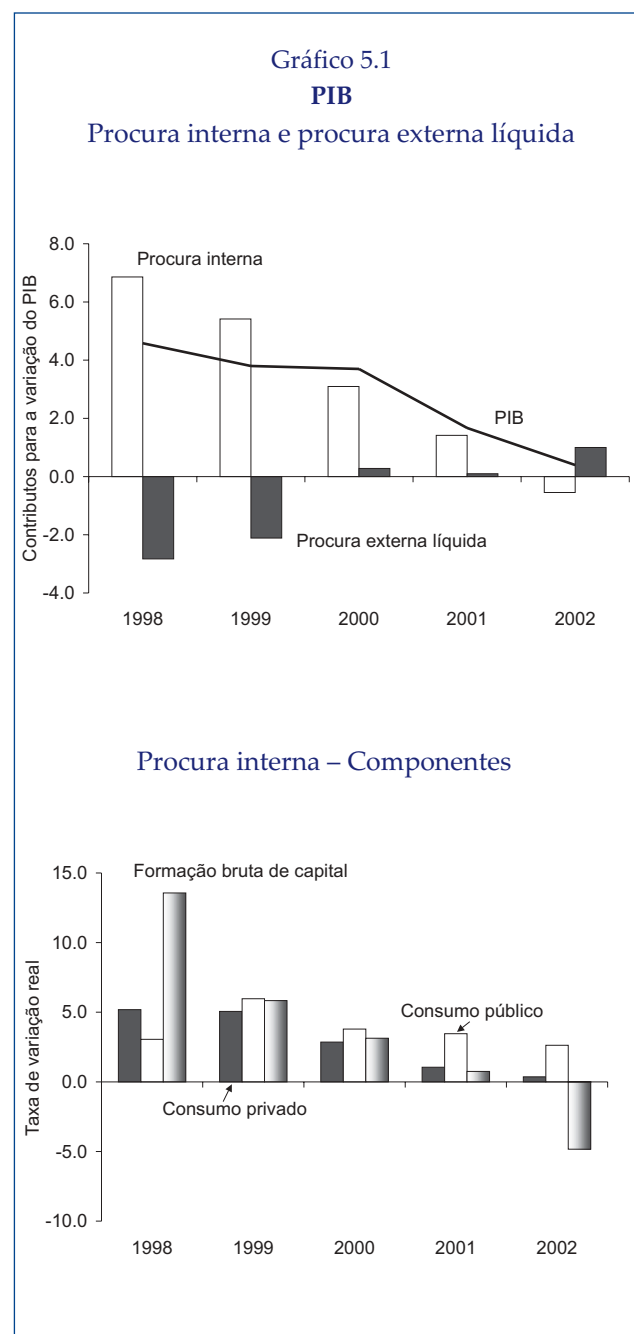
O rácio da dívida pública situou-se em 57.8 por cento do PIB no final de 2002, apresentando um aumento de 2.6 p.p. em relação ao valor registado no final de 2001 e de 4.5 p.p. em relação ao final de 2000. A evolução do rácio da dívida em 2002 decorreu, em larga medida, do efeito considerável dos ajustamentos défice-dívida, uma vez que o contributo do défice para o aumento da dívida foi compensado quase na totalidade pelo efeito favorável do crescimento nominal do PIB.

5. A EVOLUÇÃO DO PRODUTO EM 2002: DESPESA E PRODUÇÃO

De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, o PIB cresceu 0.4 por cento em 2002, o que traduz um abrandamento significativo relativamente ao crescimento de 1.7 por cento registado em 2001 (Quadro 1.1). A desaceleração da actividade em 2002 é particularmente notória quando se analisa o seu comportamento ao longo do ano. Entre o primeiro e o segundo semestres do ano evidenciou-se um acentuado perfil de abrandamento da actividade, sendo o segundo semestre marcado por uma variação real negativa do PIB (ver Caixa: "Evolução intra-anual da actividade económica em 2002").

A desaceleração da actividade económica foi determinada pelo comportamento negativo da procura interna (com um contributo de -0.6 por cento para o crescimento do PIB), reflectindo o abrandamento do consumo privado e, sobretudo, a diminuição da despesa em bens de investimento (Gráfico 5.1). Por sua vez, o contributo da procura externa líquida para o crescimento (1.0 por cento) foi mais favorável do que o registado no ano anterior (0.1 por cento), com as exportações a acelerarem ligeiramente e as importações a diminuírem, em linha com a evolução da procura interna.

Comparativamente com as estimativas apresentadas nos BE de Junho, Setembro e Dezembro de 2002 (Quadro 5.1), o crescimento real do produto encontra-se muito próximo do ponto médio do intervalo de previsão então divulgado, embora se verifiquem algumas diferenças na composição



desse crescimento, em particular no crescimento das componentes da procura interna. Também os contributos da procura interna e da procura externa líquida para os crescimentos são, globalmente, muito semelhantes aos que estavam implícitos nas estimativas anteriormente divulgadas. Contudo, é de sublinhar uma alteração da composição da procura interna, caracterizada por uma redução mais acentuada da FBCF e por um maior crescimento do consumo público. Adicionalmente, os fluxos do comércio com o exterior, tanto no caso das exportações como no das importações, estão ligeiramente mais fortes do que o anteriormente projectado,

Quadro 5.1

PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICOS

Taxas de variação em percentagem - 2002

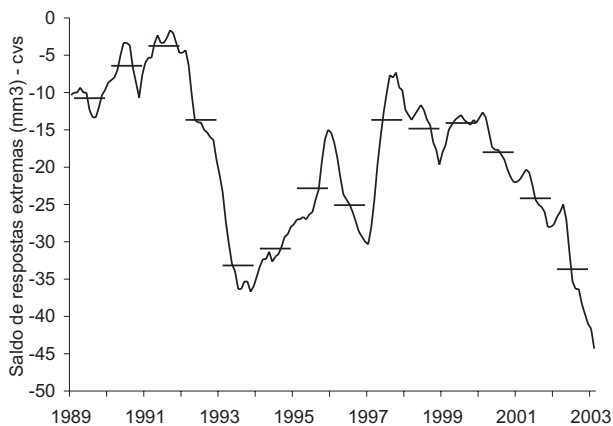
	BE Junho 2002	BE Setembro 2002	BE Dezembro 2002	BE Março 2003
Consumo privado	½ ; 1½	-¼ ; ¾	0 ; ¾	0.4
Consumo público	0.9	1.1	1.5	2.6
FBCF	-5 ; -3	-5¼ ; -3¼	-5 ; -3	-5.4
Procura interna	-¾ ; ¼	-1 ; 0	-¾ ; -¼	-0.5
Exportações	1 ; 2½	¾ ; 2¼	1 ; 2	2.4
Procura global	-¼ ; ¾	-½ ; ½	-¼ ; ¼	0.1
Importações	-1½ ; ½	-2½ ; -½	-2¼ ; -¼	-0.6
PIB	0 ; 1	0 ; 1	¼ ; ¾	0.4
Balança corrente + balança de capital (%PIB)	-6½ ; -5.0	-6¾ ; -5¼	-6½ ; -5½	-5.7
IHPC	3.5; 4.5	3.5; 3.7	3.7	3.7

apesar de o contributo da procura externa líquida para o crescimento real do produto se ter mantido em cerca de 1 ponto percentual.

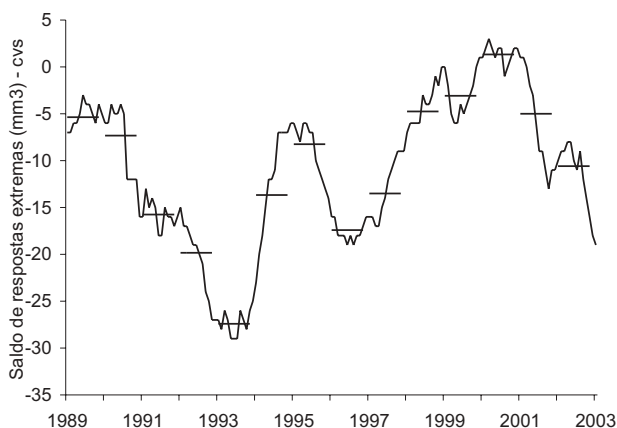
O consumo privado em Portugal apresentou um fraco crescimento, voltando a desacelerar relativamente ao ano anterior (o crescimento real foi de 0.4 por cento em 2002 e de 1.0 por cento em 2001). Este abrandamento foi acompanhado de uma forte deterioração do indicador de confiança dos consumidores portugueses, que no final do ano se encontrava em níveis historicamente baixos (Gráfico 5.2). A queda do indicador de confiança em Portugal, mais forte do que no conjunto da área do euro, foi particularmente acentuada no segundo trimestre. Esta evolução deverá ter estado relacionada com a consciencialização pela opinião pública da gravidade e insustentabilidade do desequilíbrio das finanças públicas portuguesas, e com a tomada das primeiras medidas correctoras, nomeadamente o aumento da taxa normal do IVA. Para a explicação do comportamento diferenciado dos indicadores de confiança em Portugal e na área do euro deverão ter também contribuído a vulnerabilidade da situação financeira de muitas famílias, com elevados níveis de endividamento, e perspectivas muito desfavoráveis de evolução do desemprego, que se foram confirmando ao longo do segundo semestre.

O fraco crescimento das despesas de consumo privado pode ser ilustrado por um conjunto de indicadores quantitativos e qualitativos. O índice de volume de vendas no comércio a retalho (que não abrange as vendas de veículos automóveis e de combustíveis) registou um significativo abrandamento relativamente ao ano de 2001, tendo crescido em termos nominais 1.6 por cento em 2002 (6.1 por cento em 2001). Dada a evolução dos preços dos produtos abrangidos por este indicador, a variação real deste índice em 2002 deverá ter sido aproximadamente nula. Contudo, a parcela deste índice respeitante a bens duradouros cresceu apenas 0.8 em termos nominais (3.3 por cento em 2001), o que deverá corresponder a uma variação real negativa. A despesa de consumo em aquisição de automóveis voltou a apresentar um decréscimo significativo, atestado pelo número de veículos ligeiros de passageiros vendidos, que diminuiu 11.4 por cento em 2002, após uma queda de 12 por cento em 2001. Recorde-se, no entanto, que em 2001, as vendas de automóveis ligeiros de passageiros, em particular veículos todo-o-terreno, foram particularmente afectadas pelas alterações na fiscalidade sobre veículos. Não considerando os veículos todo-o-terreno, a queda nas vendas de automóveis é assim mais pronunciada em 2002 (-10.2 por cento que compara com -3.6 por cento em 2001). Desta forma, a despesa em bens duradouros (automó-

Gráfico 5.2
PORTUGAL – INDICADOR
DE CONFIANÇA DOS CONSUMIDORES



ÁREA DO EURO – INDICADOR
DE CONFIANÇA DOS CONSUMIDORES



veis e não automóveis) apresentou uma queda em termos reais, traduzindo a habitual maior sensibilidade deste tipo de bens ao ciclo económico. O consumo de serviços também deverá ter apresentado um crescimento moderado e inferior ao verificado em 2001, embora superior ao observado no consumo de bens. Os resultados qualitativos do inquérito de conjuntura ao comércio a retalho (questões sobre volume de vendas, encomendas a fornecedores e actividade corrente e futura) apresentaram ao longo de 2002 uma trajectória descendente, em linha com a evolução do indicador de confiança dos consumidores.

A evolução do consumo privado foi condicionada pelo baixo crescimento em termos reais do rendimento disponível dos particulares, que terá registado uma variação de 1.1. por cento (1.5 por cento em 2001). A desaceleração mais pronunciada do consumo privado do que a do rendimento disponível traduziu-se num aumento da taxa de poupança das famílias, de 11.8 para 12.4 por cento. Refira-se que 2002 foi o terceiro ano consecutivo em que subiu a taxa de poupança e que, em relação ao ano de 1999, o aumento acumulado foi de cerca de 3.5 p.p. Para além de um aumento da poupança por motivo de precaução, associado à deterioração das perspectivas económicas e ao aumento do desemprego, o aumento da poupança em 2002 deve reflectir a necessidade de as famílias afectarem uma parte crescente da sua poupança para fazer face à amortização de dívidas contraídas junto do sistema bancário, associadas em particular a empréstimos para aquisição de habitação.

O consumo público aumentou, em volume, 2.6 por cento em 2002, 1.4 p.p. acima do valor apresentado no BE de Dezembro, destacando-se como a componente da procura interna que apresentou um maior crescimento (Gráfico 5.1). Desta forma, embora em desaceleração relativamente ao ano anterior (3.5 por cento de crescimento em volume), esta componente da despesa manteve um crescimento claramente acima do crescimento real do produto. Em termos nominais, em 2002 o consumo público cresceu 7.4 por cento (7.9 por cento em 2001). A desaceleração da componente de despesas com pessoal, que mesmo assim cresceu 6.5 por cento em termos nominais (8.0 por cento em 2001), foi parcialmente contrariada pela aceleração de 7.6 para 9.8 por centos das restantes componentes do consumo público.

A variação de existências apresentou um contributo ligeiramente positivo para o crescimento do PIB. Os resultados dos inquéritos de conjuntura do INE sugerem que se assistiu a um aumento do nível de existências na indústria transformadora ao longo do ano de 2002 (Gráfico 5.3). Já nos casos do comércio a retalho e do comércio por grosso, a evidência apontada por estes inquéritos não permite concluir por qualquer processo de acumulação ou desacumulação de existências.

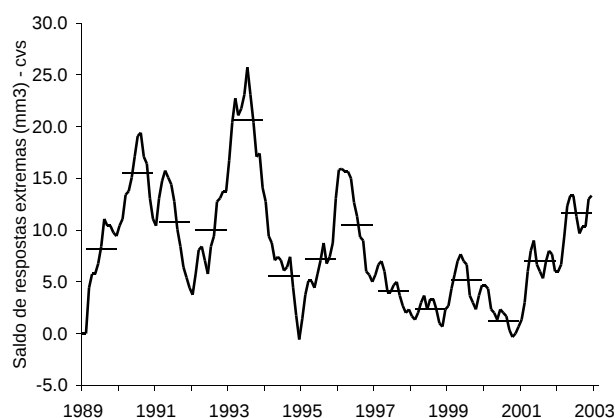
A FBCF registou um decréscimo de 5.4 por cento em 2002, que compara com um crescimento de 0.3 por cento em 2001. A redução na aquisição de

bens de capital fixo foi generalizada a todas as suas componentes (material de transporte, máquinas e equipamentos e construção). Em particular, ocorreu pelo segundo ano consecutivo uma forte queda do investimento em material de transporte, de cerca de 23 por cento, quando no ano anterior a redução tinha sido próxima de 15 por cento. A diminuição do investimento em máquinas e produtos metálicos foi de -5.2 por cento, após um crescimento de 1.6 por cento em 2001. Por sua vez, a FBCF em construção registou uma variação de -3.2 por cento. Por sector institucional, é de realçar a queda do investimento das empresas e das famílias. No que respeita às administrações públicas, o seu investimento terá caído 7.4 por cento em 2002, em termos nominais, embora esta taxa seja muito influenciada pelas vendas de património que são registadas como desinvestimento. Quando não se consideram estas vendas, a formação de capital fixo das administrações públicas cresce 3 por cento em termos nominais, o que, ainda assim corresponde a uma desaceleração significativa relativamente ao ano anterior (9.3 por cento).

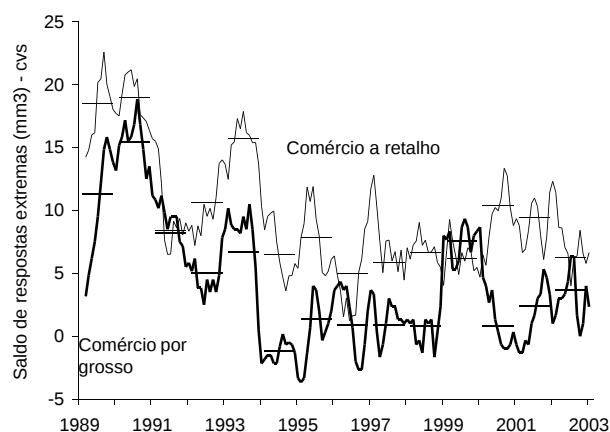
A redução do investimento privado, em particular da componente equipamento (máquinas e material de transporte) deverá, em grande parte, reflectir os baixos níveis de confiança dos empresários associados ao fraco dinamismo evidenciado pelas procuras interna e externa, que não incentivam o aumento da capacidade produtiva, quando as taxas de utilização desta última se encontram em níveis relativamente baixos, em parte devido aos investimentos volumosos dos últimos anos. Adicionalmente, os níveis de endividamento atingidos por algumas empresas constituem limitações ao crescimento desta variável.

Todas as subcomponentes do investimento em construção (habitação, obras públicas e edifícios não residenciais) apresentaram ritmos de crescimento mais fracos do que os observados em 2001, como pode ser ilustrado pelo Gráfico 5.4. Em particular, a actividade do segmento de novas habitações deve ter registado uma queda em 2002. Nesse sentido apontam vários indicadores, como a redução sustentada do número de fogos novos licenciados para habitação (-8.9 por cento em 2002, após uma queda de 10.2 por cento em 2001) e do número de fogos concluídos para habitação (-2.3 por cento até Setembro e -2.0 por cento em 2001). A aparente contradição com a evolução dos emprés-

Gráfico 5.3
APRECIAÇÃO DE EXISTÊNCIAS
NA INDÚSTRIA



APRECIAÇÃO DE EXISTÊNCIAS
NO COMÉRCIO A RETALHO E POR GROSSO



timos bancários para aquisição de habitação, que manteve um crescimento apreciável (15.4 por cento de crescimento em 2002, contra 15.5 por cento em 2001), poderá resultar da venda de habitações novas e usadas em *stock*, bem como de um eventual aumento do rácio entre crédito concedido e valor da habitação. No que respeita ao primeiro aspecto, note-se que, por falta de indicadores fiáveis sobre o momento da venda, as estimativas de contas nacionais portuguesas tipicamente registam o investimento em habitação no momento da construção e não no momento da venda das habitações. Assim sendo, as casas de habitação novas

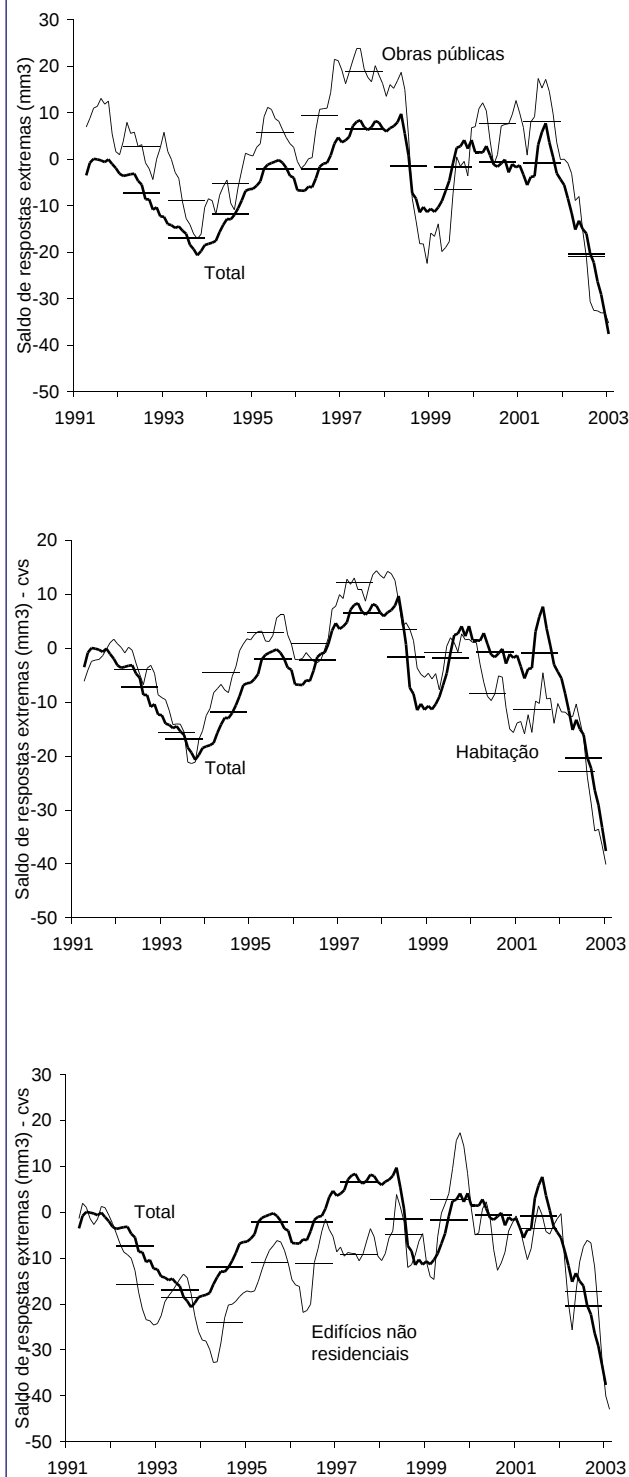
agora vendidas, e que estão reflectidas na concessão de crédito à habitação, foram registadas como investimento em construção em anos anteriores.⁽²⁴⁾

As exportações de bens e serviços registaram em 2002 um crescimento real de 2.4 por cento, o que corresponde a uma aceleração de 0.6 pontos percentuais relativamente ao ano anterior. É de salientar que tanto a componente de bens, que cresceu 2.1 por cento em termos reais (mais 0.3 p.p. do que em 2001), como a componente serviços, que aumentou 3.2 por cento em volume (mais 1.5 p.p. do que no ano anterior), contribuíram para esta aceleração ligeira. Ela verificou-se apesar do abrandamento da procura externa relevante para a economia portuguesa, que registou uma taxa de crescimento de 0.7 por cento em 2002. Este diferencial entre o crescimento das exportações portuguesas e o do mercado externo relevante corresponde a um ganho de quota de mercado de 1.4 p.p. que se segue a um ganho de 0.5 p.p. em 2001. Refira-se, no entanto, que a magnitude deste ganho de quota de mercado, para além de estar sujeita à habitual incerteza estatística inerente ao seu cálculo, corresponde apenas a uma pequena proporção da perda acumulada de quotas ocorrida no período 1997-2000 (cerca de 15 por cento) e, adicionalmente, só terá sido possível através de uma nova redução das margens de lucro dos exportadores. O crescimento das exportações de serviços ficou a dever-se à componente de serviços excluindo turismo, cujo crescimento (superior a 10 por cento) compensou a diminuição em volume (de 2 por cento) das despesas de turismo.

Por sua vez, as importações de bens e serviços diminuíram 0.6 por cento em termos reais (em 2001 tinham crescido 1.1 por cento) em resultado de uma redução de 0.8 por cento nas importações de mercadorias e de um crescimento de 1.2 por cento das importações de serviços. As importações

(24) No caso de habitações cujo comprador final está determinado durante a fase de construção, este é o procedimento mais de acordo com os princípios de contabilidade nacional. Porém, se o comprador final ainda não estiver estabelecido na fase de construção, os mesmos princípios recomendariam que houvesse um registo como variação de *stocks* positiva dos bens em fase de produção. Só depois, no momento da venda, deveria ser registado o investimento em habitação, por contrapartida de redução de *stocks*. De qualquer forma, a estimativa do PIB, a menos da decomposição do investimento entre FBCF e variação de existências, é idêntica nas duas versões.

Gráfico 5.4
APRECIAÇÃO DA ACTIVIDADE NO SECTOR
DE CONSTRUÇÃO E OBRAS PÚBLICAS
Principais subsectores



de mercadorias reflectiram, assim, a menor procura interna, em particular a quebra no investimento

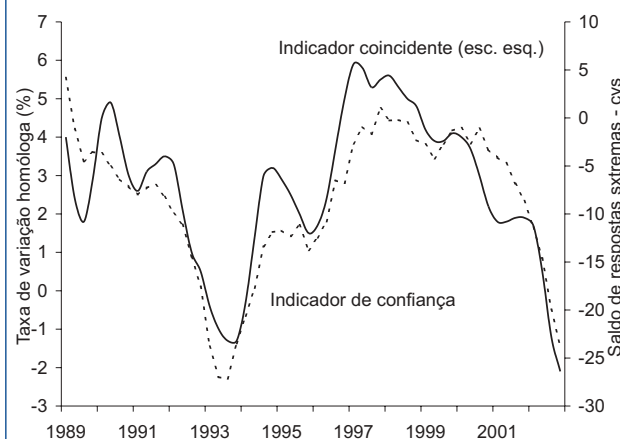
em bens de equipamento, sobretudo em material de transporte.

Dado que os preços da importação de mercadorias se reduziram mais do que os da exportação, o diferencial da evolução destes preços foi favorável a Portugal pelo segundo ano consecutivo. O ganho dos termos de troca foi de 2.4 por cento em 2002 (1.5 por cento em 2001).

A desaceleração da actividade em 2002 foi generalizada a todos os sectores de actividade com excepção da agricultura, silvicultura e pescas, que registou um significativo crescimento em volume (7.2 por cento), após uma queda no ano anterior (-1.6 por cento). Estimam-se taxas de crescimento negativas na construção e, em menor grau, na indústria. Com efeito, o índice de volume de negócios na indústria transformadora apresentou em 2002 uma queda de 1.1 por cento em termos nominais (crescimento de 2.5 por cento em 2001). Contudo, a parcela deste índice respeitante à produção para mercado externo cresceu ligeiramente (0.3 por cento), embora em desaceleração face ao ano anterior (5.6 por cento). Por sua vez, o índice de produção da indústria transformadora desacelerou de 2.3 por cento em 2001 para 0.3 por cento em 2002. A actividade nos serviços apresentou um crescimento fraco e em desaceleração face ao ano anterior, o que em grande parte, resultou da queda na actividade do comércio (reflectindo a evolução do consumo privado e do investimento). Refira-se ainda o abrandamento na componente alojamento e restauração, resultante, sobretudo, do comportamento negativo das despesas de não residentes. O sector das comunicações continuou a crescer a um ritmo apreciável, embora em desaceleração relativamente a 2001.

O abrandamento generalizado aos vários sectores reflectiu-se no indicador coincidente da actividade calculado pelo Banco de Portugal, que sintetiza um conjunto de informação de natureza qualitativa sobre a actividade dos sectores construção, indústria e comércio. Este indicador apresentou uma variação média anual em 2002 de -0.3 por cento, que compara com 1.9 por cento em 2001 (Gráfico 5.5).

Gráfico 5.5
**INDICADOR COINCIDENTE
DA ACTIVIDADE E CONFIANÇA
NA INDÚSTRIA, CONSTRUÇÃO E COMÉRCIO**



6. EMPREGO E SALÁRIOS

Em 2002, o mercado de trabalho em Portugal foi caracterizado por um forte crescimento da taxa de desemprego, em particular na parte final do ano. Verificou-se também uma desaceleração do emprego total, que apresentou um aumento praticamente nulo em relação ao ano anterior. Refira-se, em particular, a redução do emprego no sector privado. A taxa de actividade apresentou também um aumento menos significativo do que em anos anteriores, reflectindo, no essencial, a contribuição de factores demográficos. A evolução dos salários nominais foi mais moderada do que no ano anterior. No entanto, no sector privado os salários reais apresentam um crescimento semelhante ao de 2001, bastante acima da taxa de aumento da produtividade.

Os dados do Inquérito ao Emprego do INE⁽²⁵⁾ mostram um crescimento do emprego total de 0.2 por cento em 2002 (1.4 por cento em 2001) (Quadro 6.1). O emprego por conta de outrem desacelerou para 0.7 por cento (1.5 e 2.5 por cento em 2001 e 2000, respectivamente). O maior contributo para o crescimento do emprego, segundo a situação na profissão, foi dado pelos contratos não permanen-

(25) A informação do Inquérito ao Emprego para 2002 utilizada neste Boletim utiliza os novos ponderadores individuais calculados pelo INE com base nos resultados do Censos 2001.

Quadro 6.1

POPULAÇÃO, EMPREGO E DESEMPREGO

					2001				2002			
	1999	2000	2001	2002	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Em milhares:												
Emprego total	4928.7	5028.9	5098.4	5106.5	5080.8	5087.6	5105.9	5119.2	5106.6	5132.7	5129.6	5057.2
(t.v.)	1.3	2.0	1.4	0.2	1.9	1.4	1.1	1.2	0.5	0.9	0.5	-1.2
Emprego por conta												
de outrem	3563.3	3651.6	3705.2	3732.4	3702.7	3677.3	3710.7	3730.1	3726.1	3732.9	3751.2	3719.5
(t.v.)	2.8	2.5	1.5	0.7	2.3	0.8	1.1	1.6	0.6	1.5	1.1	-0.3
População desem-												
pregada ^(a)	226.8	205.6	215.6	272.3	220.8	206.6	213.2	221.8	238.4	243.0	276.1	331.8
(t.v.)	-10.6	-9.3	4.9	26.3	-2.6	7.4	2.9	13.0	8.0	17.6	29.5	49.6
Em percentagem:												
Taxa de participação,												
activos dos 15-64 anos .	70.7	71.3	71.7	72.0	71.8	71.4	71.7	71.9	71.8	72.0	72.2	72.0
Taxa de desemprego ^(b)	4.4	3.9	4.1	5.1	4.2	3.9	4.0	4.2	4.5	4.5	5.1	6.2

Fonte: INE, "Inquérito ao Emprego".

Notas:

(a) Em sentido restrito: apenas são considerados desempregados, os indivíduos que, não estando empregados, fizeram diligências para encontrar emprego nas quatro semanas anteriores ao inquérito e estavam disponíveis para trabalhar.

(b) Nas colunas respeitantes aos anos, as taxas são obtidas a partir das médias dos valores trimestrais.

t.v.: Taxa de variação em percentagem. Nas colunas respeitantes aos trimestres as taxas apresentadas são taxas homólogas.

tes, que aumentaram 7.2 por cento em 2002 (4.3 por cento em 2001). O emprego por conta própria cresceu apenas 0.4 por cento em 2002, quando tinha sido a componente mais dinâmica no ano anterior (5.7 por cento).⁽²⁶⁾ A composição sectorial do crescimento do emprego sofreu igualmente uma alteração importante em 2002. Os sectores da Construção e dos "Outros Serviços"⁽²⁷⁾ registaram o contributo mais elevado para a criação do emprego (0.7 e 0.6 p.p., respectivamente). Enquanto o sector dos "Outros Serviços" tem sido, de forma continuada, uma das principais fontes de criação de emprego, a evolução do emprego no sector da Construção tem apresentado fortes flutuações (crescimento de 6.2 por cento em 2002, após um decréscimo de 1.7 em 2001). É de notar, no entanto, que a estimativa para o crescimento sectorial do emprego em 2002, nomeadamente na Construção, se encontra fortemente influenciada pelo efeito estatístico produzido pela rotação da amostra do Inquérito ao Emprego. De facto, em amostra constante (isto é, considerando apenas a compo-

nente da amostra do Inquérito ao Emprego que é comum em dois trimestres consecutivos), a taxa de crescimento do emprego neste sector fixa-se em 1.9 por cento, que compara com o apuramento de 6.2 por cento quando se considera a totalidade da amostra. É de salientar também que, ao longo do ano, a taxa de crescimento do emprego neste sector, utilizando a estimativa em amostra constante, revela uma forte desaceleração (variações homólogas de 4.2, 4.3, 1.4 e -2.1 por cento, respectivamente, nos sucessivos trimestres do ano). De realçar ainda que o emprego na Indústria retomou, em 2002, as taxas de crescimento negativas que caracterizaram a sua evolução na fase final da década de 90 e que tinham sido interrompidas no ano de 2001.

Pelo segundo ano consecutivo, o abrandamento da actividade económica, a par do crescimento observado do emprego, traduziu-se numa taxa de variação da produtividade aparente por trabalhador quase nula (0.2 por cento em 2002 e 0.3 por cento em 2001). O baixo crescimento da produtividade nos dois últimos anos tem sido comum ao conjunto da área do euro e constitui uma característica das outras fases descendentes do ciclo económico, que é a manifestação do desfasamento habitual da evolução do emprego face ao produto.

(26) As restantes formas de emprego ("trabalho familiar não remunerado" e "outras formas de emprego") registaram um decréscimo de 1.7 por cento em 2002.

(27) Inclui todos os serviços, excepto administração pública, ensino e saúde.

Em 2002, o número de desempregados registou um crescimento de 26.3 por cento, o que representa uma forte aceleração face à evolução registada em 2001, em que o desemprego cresceu 4.9 por cento. Esta variação deveu-se a um aumento significativo quer do número de indivíduos à procura de primeiro emprego (20.8 por cento), quer, principalmente, do número de desempregados à procura de novo emprego (mais 27.4 por cento). A evolução do número de desempregados à procura de novo emprego não se processou de forma homogénea ao longo do ano, tendo sido mais pronunciada no final do ano, com um crescimento de 12.4 e 42.7 por cento, respectivamente no primeiro e segundo semestres. Este comportamento intra-anual reflectiu-se também na taxa de desemprego, que em média anual se fixou em 5.1 por cento da população activa (mais 1 p.p. do que 2001 e já bastante próximo das estimativas disponíveis para a taxa natural de desemprego), revelando um forte crescimento nos terceiro e quarto trimestres. No último trimestre do ano, atingiu 6.2 por cento, mais 2.0 p.p. do que no período homólogo.

A taxa de actividade, para indivíduos de idade compreendida entre os 15 e os 64 anos, registou um aumento de 0.3 p.p. em 2002, para 72 por cento. Esta variação foi inferior à que resultaria do impacto de factores demográficos — em particular, o gradual envelhecimento da estrutura etária da população e o aumento tendencial da taxa de participação feminina — reflectindo o habitual comportamento pró-cíclico desta variável.

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 2002 (6.3 por cento em 2001) (Quadro 6.2). Este valor fixa o desvio estimado relativamente aos salários acordados em processo de negociação colectiva em 1.7 p.p., 0.7 p.p. menos do que em 2001. Esta evolução dos salários estará, em parte, associada às condições menos favoráveis do mercado de trabalho, que se reflectiu no comportamento cíclico do desvio salarial. Refira-se, contudo, que o crescimento dos salários continuou a ser bastante mais elevado do que o observado na área do euro (2.8 por cento nos três primeiros trimestres de 2002). Assim, o diferencial de crescimento dos custos unitários do trabalho entre a área do euro e Portugal, apesar da redução de 1.3 p.p. em 2002, continua a ser expressivo e insusten-

Quadro 6.2

REMUNERAÇÕES POR TRABALHADOR ^(a)

Taxas de variação

	Total da economia ^(b)		Sector empresarial ^(c)	
	Nominais	Reais ^(d)	Nominais	Reais ^(d)
1998	5.3	2.6	5.0	2.3
1999	5.4	3.2	4.5	2.3
2000	6.2	3.0	5.3	2.2
2001	6.3	1.7	6.3	1.7
2002	4.9	1.3	5.4	1.7

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.

tável (a taxa de crescimento dos custos unitários do trabalho para Portugal foi 4.7 por cento em 2002, que compara com 2.7 por cento para a área do euro nos três primeiros trimestres do ano). Saliente-se, também, que o crescimento real das remunerações do sector privado manteve-se estabilizado e continuou acima do crescimento da produtividade pelo sexto ano consecutivo.

7. INFLAÇÃO

A taxa de inflação em Portugal, medida pela variação média anual do Índice de Preços no Consumidor (IPC), diminuiu de 4.4 por cento em 2001 para 3.6 por cento em 2002 (Quadro 7.1). No entanto, em termos intra-anuais, a taxa de variação homóloga do IPC apresentou uma trajectória ascendente desde o segundo trimestre do ano, passando, a partir de Agosto, a ser superior à taxa de variação média (Gráfico 7.1). Em Dezembro de 2002, a taxa de variação homóloga do IPC situava-se em 4.0 por cento — nível registado desde Outubro —, mais 0.3 p.p. do que em Dezembro de 2001 e mais 0.8 p.p. do que em Março de 2002, mês em que atingiu o valor mais baixo. Excluindo os bens alimentares não transformados e os industriais energéticos, a variação média anual do IPC

passou de 3.6 por cento em 2001 para 4.4 por cento em 2002, reflectindo, em particular, os aumentos acentuados dos preços dos serviços (Gráfico 7.2).

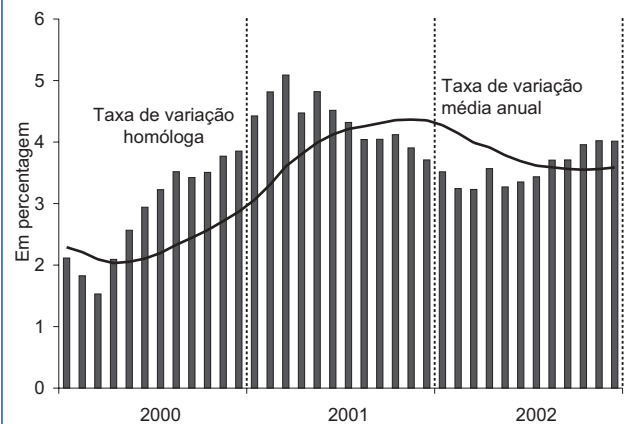
A comparação da taxa de variação homóloga do IPC com os indicadores de tendência de inflação habitualmente utilizados pelo Banco de Portugal confirma a importância de factores temporários na redução do IPC em 2002 (Gráfico 7.3 e Quadro 7.1). Considerando variações em termos médios anuais, a média aparada a 10 por cento apresentou um valor semelhante ao do ano anterior (3.9 por cento), enquanto a componente principal aumentou de 3.4 para 3.8 por cento. Refira-se que estas medidas tendem a excluir ou a atribuir um peso reduzido a componentes cujos preços apresentem comportamentos anormalmente voláteis, o que se verifica com frequência no caso dos bens alimentares não transformados. Note-se, no entanto, que em 2002 estas medidas de tendência não foram imunes ao processo de conversão dos escudos em euros e ao aumento da taxa normal do IVA. De acordo com os resultados publicados no *Boletim Económico* de Setembro de 2002,⁽²⁸⁾ o impacto da conversão em euros de preços em escudos terá sido sensivelmente de 0.2 p.p. na taxa homóloga do primeiro trimestre, com especial importância no caso dos preços dos serviços (cerca de 0.5 p.p.). Adicionalmente, o aumento em Junho da taxa normal do IVA, de 17 para 19 por cento, afectou gradualmente o índice de preços na segunda metade do ano.⁽²⁹⁾ A informação disponível sugere que, em 2002, em termos médios anuais, o impacto deste último efeito, estimado em cerca de um quarto de ponto percentual, terá sido menor do que o inicialmente esperado e mais desfasado no tempo. Assim, poder-se-á concluir que a tendência de inflação, mesmo abstraindo estes factores, ter-se-á mantido relativamente estabilizada em 2002, a um nível elevado. Esta constatação contrasta com o comportamento dos principais determinantes da inflação.

Em 2002, os fundamentos económicos apresentaram uma evolução favorável a uma diminuição da inflação, uma vez que se observou uma redu-

(28) Veja-se Santos, D., R. Evangelista, T. Nascimento e C. Coimbra (2002), "Análise do impacto da conversão de escudos em euros", Banco de Portugal, *Boletim Económico*, Setembro.

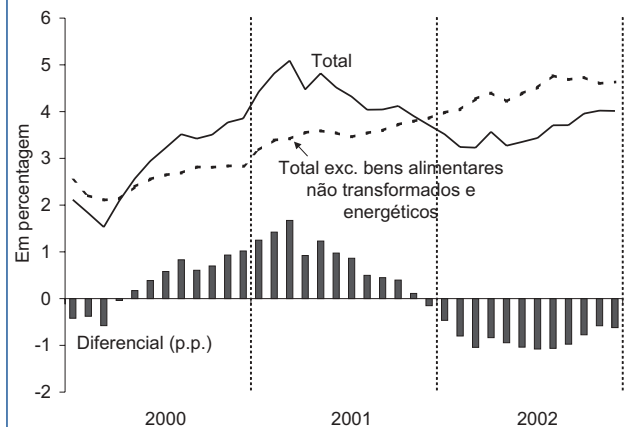
(29) Note-se que o INE recolhe os preços de algumas rubricas do índice numa base trimestral.

Gráfico 7.1
ÍNDICE DE PREÇOS NO CONSUMIDOR
Taxas de variação homóloga e média



Fonte: INE.

Gráfico 7.2
**IPC – TOTAL EXCLUINDO BENS ALIMENTARES
NÃO TRANSFORMADOS E INDUSTRIAIS
ENERGÉTICOS**
Taxas de variação homóloga



Fontes: INE e Banco de Portugal.

ção dos preços de importação e alguma desaceleração das remunerações nominais. De acordo com estimativas do Banco de Portugal, baseadas em informação disponibilizada pelo INE, os deflatores de importação passaram, em termos médios anuais, de um crescimento virtualmente nulo em 2001 para uma variação negativa de 2.9 por cento em 2002. Esta redução, tendo sido generalizada a

Quadro 7.1

IPC - PRINCIPAIS CLASSES E AGREGADOS
Taxas de variação média e homóloga, em percentagem

	Pesos no total	Taxas de variação média				Taxas de variação homóloga mensal				
		1999	2000	2001	2002	Dez.01	Mar.02	Jun.02	Set.02	Dez.02
Total	100	2.3	2.9	4.4	3.6	3.7	3.2	3.4	3.7	4.0
Total excl.alimentares não transformados e energéticos.	78.1	2.7	2.5	3.6	4.4	3.9	4.3	4.4	4.7	4.6
Agregados										
Bens.	68.9	1.7	2.2	4.2	2.4	3.3	2.2	2.2	2.2	2.5
Alimentares.	25.8	2.7	1.9	6.1	1.9	4.3	2.4	0.9	1.2	1.5
Não transformados.	13.0	2.7	2.5	8.8	0.3	4.6	0.9	-1.6	-1.0	-0.1
Transformados	12.8	2.8	1.4	3.1	3.8	4.0	4.1	3.7	3.7	3.3
Industriais.	43.1	1.1	2.4	3.1	2.7	2.7	2.1	3.0	2.9	3.1
Não energéticos.	34.3	1.8	1.4	2.5	3.1	2.9	3.2	3.2	3.0	2.9
Energéticos.	8.8	-1.9	6.1	5.2	1.2	2.0	-1.8	2.5	2.3	3.9
Serviços.	31.1	3.7	4.2	4.8	6.0	4.8	5.4	5.8	6.7	6.9
Classes										
Produtos alimentares e bebidas não alcoólicas	22.7	2.2	2.1	6.5	1.5	4.4	2.0	0.3	0.6	1.0
Bebidas alcoólicas e tabaco	3.2	7.2	0.8	3.2	4.8	3.6	4.3	3.9	5.2	5.5
Vestuário e calçado.	7.2	0.4	0.8	1.5	2.5	2.3	3.0	3.2	1.8	2.1
Habituação, água, electricidade, gás e out. comb.	10.1	0.8	3.7	3.9	2.9	2.4	2.3	2.7	3.6	3.6
Acessórios, equip. dom., manut. corr. da habitação	8.1	2.2	2.0	3.2	3.1	3.4	2.9	3.0	3.3	3.0
Saúde	6.0	4.2	3.1	3.6	4.8	4.2	4.7	5.0	5.0	4.6
Transportes	21.2	2.9	4.8	4.8	5.0	4.5	3.6	5.4	5.9	6.3
Comunicações	2.5	-3.7	-4.8	-2.2	0.8	-1.8	-0.2	1.4	1.7	1.6
Lazer, recreação e cultura	4.2	0.7	0.8	2.2	2.2	1.6	2.2	1.9	2.5	2.1
Educação	1.6	4.8	5.0	5.2	5.8	6.0	6.1	6.1	6.1	4.8
Hotéis, cafés e restaurantes	9.2	2.9	3.6	4.2	5.7	4.4	5.1	5.6	6.0	7.3
Bens e serviços diversos.	4.0	3.8	4.3	5.5	5.8	5.2	5.5	5.6	5.9	6.1
<i>Por memória:</i>										
Medidas de tendência										
Média aparada a 10 por cento		2.1	2.8	3.9	3.9	3.7	3.7	3.9	3.8	4.0
Componente principal		2.5	2.7	3.4	3.8	3.6	3.6	3.7	3.9	4.0

Fontes: INE e Banco de Portugal.

todos os tipos de produtos, foi muito influenciada pela evolução dos preços de importação de bens de consumo, os mais relevantes para o andamento da inflação. De facto, os deflatores de importação de bens de consumo alimentares e não alimentares diminuíram 1.6 e 1.0 por cento em 2002, após aumentos de 3.5 e 3.8 por cento em 2001, respectivamente. No ano de 2002, as pressões salariais sobre a evolução dos preços foram um pouco menores, embora ainda muito elevadas, por continuarem associadas a um crescimento praticamente nulo da produtividade.

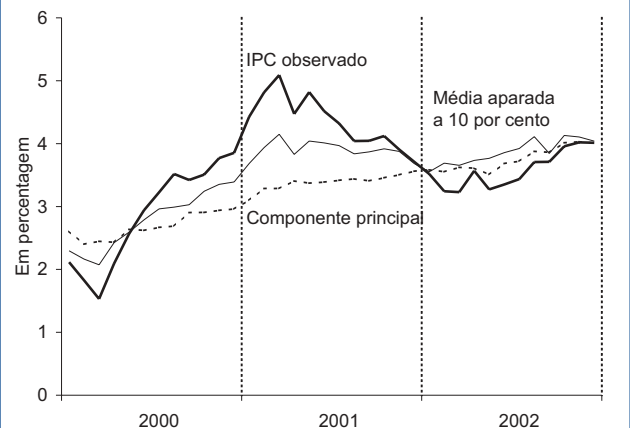
A taxa de inflação média anual do IHPC reduziu-se de 4.4 por cento em 2001 para 3.7 por cento em 2002. Esta redução ocorreu num contexto em que os preços no consumidor também desaceleraram no conjunto da área do euro (de 2.4 por cento em 2001 para 2.3 por cento em 2002). Deste modo, registou-se uma redução do diferencial de inflação entre Portugal e a área do euro⁽³⁰⁾ em 2002 (de 2.0 para 1.4 p.p.). Porém, o diferencial entre as taxas de crescimento do IHPC português e da área do euro, quando se excluem os preços dos bens alimentares não transformados e industriais energéticos, aumentou de forma continuada ao longo de 2002, reflectindo essencialmente o comportamento dos preços dos serviços (Gráfico 7.4). Este diferencial passou de 1.5 e 1.6 p.p., respectivamente no quarto trimestre de 2001 e no primeiro trimestre de 2002, sucessivamente para 1.8, 2.3 e 2.4 p.p. nos três últimos trimestres de 2002. A manutenção do diferencial no primeiro trimestre em valores semelhantes aos observados no ano anterior sugere que a conversão em euros de preços em escudos não determinou uma diferença significativa entre Portugal e o conjunto da área. O aumento do diferencial nos outros trimestres do ano estará, em parte, associado à subida da taxa normal do IVA, mas não parece esgotar-se neste factor.

Os preços da componente de serviços do IPC registaram uma forte aceleração em 2002, crescendo 6.0 e 6.9 por cento, respectivamente em média anual e em termos homólogos no final do ano (4.8 por cento em 2001, para ambas as taxas). O comportamento dos preços dos serviços foi mais pronunciado do que o que seria naturalmente atribuível a factores como o processo de conversão em eu-

(30) Ver nota de pé-de-página (1).

(31) Ver secção 5. *A evolução do produto em 2002: despesa e produção.*

Gráfico 7.3
IPC – MEDIDAS DE TENDÊNCIA
Taxas de variação homóloga



Fontes: INE e Banco de Portugal.

ros dos preços em escudos e o aumento da taxa normal do IVA. De acordo com o IHPC, o diferencial de inflação dos serviços entre Portugal e a área do euro⁽³¹⁾ continuou a apresentar valores muito significativos, tendo aumentado para 2.8 p.p. (2.3 p.p. em 2001). Ao longo do ano, o diferencial, passou de 2.1 p.p. no quarto trimestre de 2001 para 2.0 p.p. no primeiro trimestre de 2002, subindo de forma acentuada, para 2.5 p.p. no segundo trimestre e para 3.1 e 3.5 p.p. no terceiro e quarto trimestres do ano, respectivamente (Gráfico 7.4). A aceleração dos preços dos serviços foi extensiva à generalidade das rubricas elementares que compõem o agregado (Quadro 7.2). Em alguns casos, esta aceleração foi superior à que se poderia atribuir aos factores especiais mencionados. Refira-se, por exemplo, a evolução do preço das rubricas “restaurantes e cafés”, que não está sujeita à taxa normal de IVA e que acelerou de 4.0 para 7.0 por cento entre Dezembro de 2001 e Dezembro de 2002. Saliente-se também a rubrica “manutenção e reparações”, cuja taxa de variação homóloga atingia 11.3 por cento no final de 2002 (7.2 por cento em Dezembro de 2001). Em conjunto, estas duas rubricas contribuíram com quase 50 por cento da aceleração observada nos preços dos serviços. Deste modo, a evolução da inflação nos serviços, por um lado, espelha o crescimento elevado dos custos salariais em Portugal (embora em desaceleração) e, por outro, indicia a existência de uma estrutura de mercado pou-

Quadro 7.2

IPC - SERVIÇOS

Taxas de variação média e homóloga, em percentagem

	Pesos no total	(a)	Taxas de variação média			Contributos para a variação em 2002	Taxas de variação homóloga mensal				
			2000	2001	2002		Dez.01	Mar.02	Jun.02	Set.02	Dez.02
Serviços	100		4.2	4.8	6.0	1.2	4.8	5.4	5.8	6.7	6.9
Sub-Grupos - principais contributos para a variação da taxa de variação média entre 2002 e 2001											
Serviços recreativos e culturais colectivos - Espectáculos	0.5		4.4	3.2	12.0	0.04	3.7	12.0	12.2	13.3	12.3
Seguros relacionados com o transporte	1.9	IVA	6.4	8.2	10.2	0.04	8.0	7.4	10.7	11.5	11.3
Manutenção e reparações	12.0	IVA	8.3	7.7	9.5	0.27	7.2	8.0	9.2	11.0	11.3
Serviços prestados por médicos	5.8		6.2	6.8	7.4	0.04	7.4	7.4	7.5	7.5	6.8
Serviços para manutenção e reparação regular da habitação	4.7	IVA	6.1	5.8	7.2	0.07	5.8	6.6	6.2	8.8	8.6
Salões de cabeleireiro e estética corporal	3.3	IVA	5.0	5.3	7.2	0.06	5.4	6.6	6.9	7.8	8.1
Cantinas	2.8		4.2	2.9	6.4	0.09	4.6	4.6	4.6	4.6	11.6
Serviços de educação	5.1		5.0	5.2	5.8	0.04	6.0	6.1	6.1	6.1	4.8
Restaurantes e cafés	24.9		3.5	4.4	5.6	0.29	4.0	5.0	5.7	6.2	7.0
Serviços de telefone, telégrafo e telefax	7.8	IVA	-4.8	-2.2	0.8	0.18	-1.8	-0.2	1.4	1.7	1.6

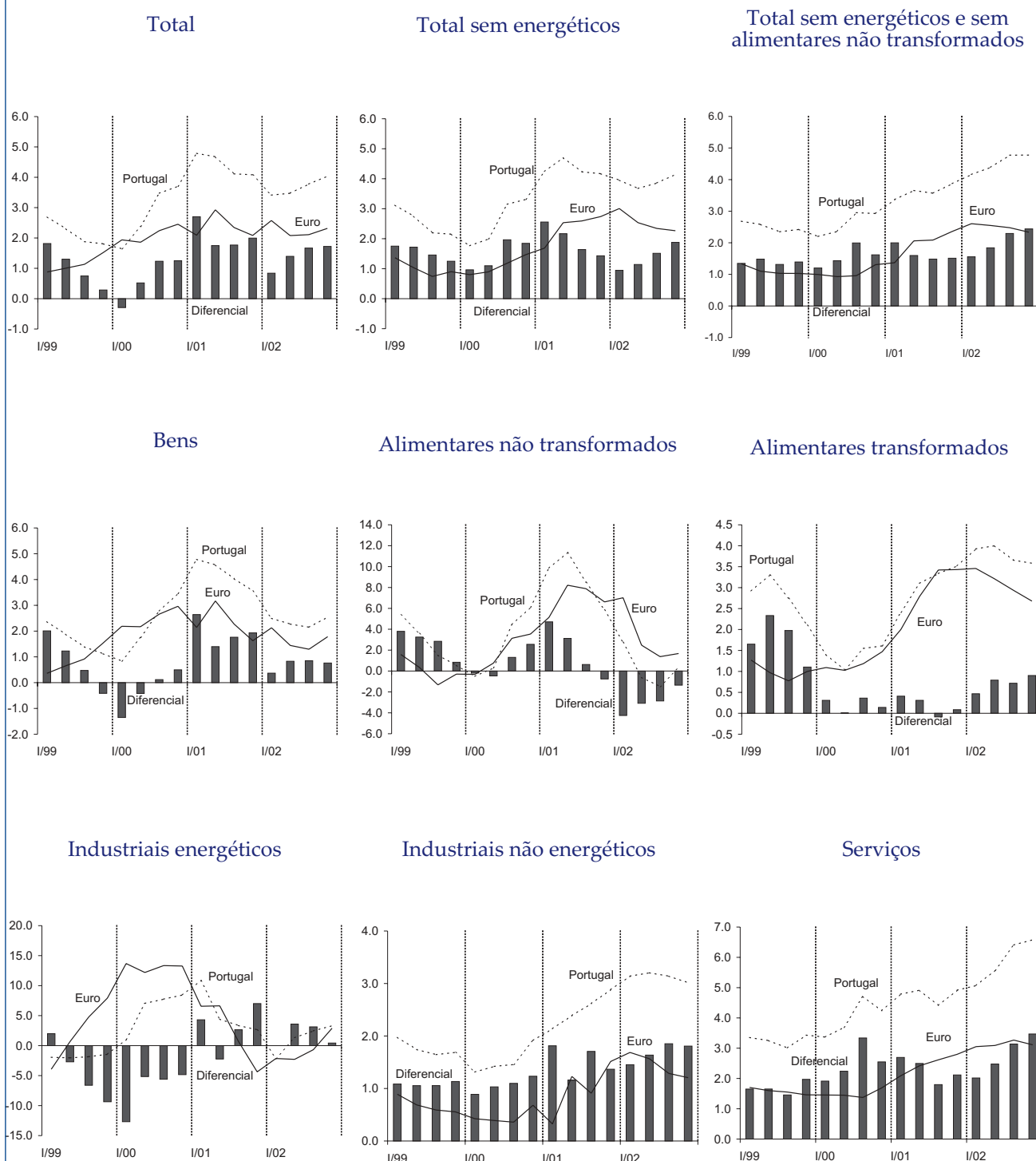
Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota:

(a) IVA - inclui IVA à taxa normal.

Gráfico 7.4

ÍNDICE HARMONIZADO DE PREÇOS NO CONSUMIDOR – TOTAL E AGREGADOS



Fonte: Eurostat.

co competitiva em alguns sub-setores dos serviços, que tem permitido o alargamento das margens de lucro, não obstante o contexto de pronunciada desaceleração económica.

A evolução dos preços dos serviços contrasta com a dos preços dos bens, que desaceleraram de 4.2 para 2.4 por cento, em média anual (medindo quer pelo IPC, quer pelo IHPC). Este abrandamen-

to foi bastante superior ao observado no conjunto da área do euro. Deste modo, registou-se uma redução do diferencial de inflação dos bens entre Portugal e a área do euro (de 1.9 para 0.7 p.p.). Estes valores traduzem essencialmente o comportamento diferenciado dos preços dos bens alimentares não transformados, uma vez que o contributo para a variação do diferencial das restantes subcomponentes manteve-se relativamente estável, apesar da subida da taxa normal do IVA.

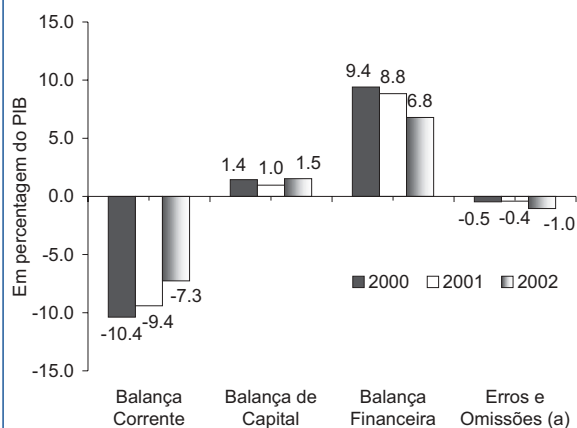
8. BALANÇA DE PAGAMENTOS

Em 2002, as necessidades líquidas de financiamento externo da economia portuguesa, que correspondem ao défice conjunto das balanças corrente e de capital, reduziram-se de 8.4 para 5.7 por cento do PIB. Este resultado, que ocorre num enquadramento internacional pouco dinâmico, espelha a desaceleração da actividade portuguesa, associada a um aumento da taxa de poupança dos particulares e a uma contracção do investimento. Reflecte também, em parte, a evolução favorável dos termos de troca do comércio de bens e serviços. Desagregando nas duas principais componentes, verifica-se que o défice da balança corrente diminuiu para 7.3 por cento do PIB, que compara com 9.4 por cento em 2001, e que o excedente da Balança de Capital aumentou de 1.0 para 1.5 por cento do PIB (Gráfico 8.1, Quadro 8.1). Em termos de contrapartidas, as operações classificadas na rubrica outro investimento continuaram a ser a principal forma de entrada de fundos, em particular as efectuadas por instituições financeiras monetárias.

A redução do défice da balança corrente resultou, essencialmente, de uma nova redução do défice da balança de mercadorias, de um aumento do excedente da balança de serviços e de uma ligeira redução do défice da balança de rendimentos. Pelo contrário, verificou-se uma diminuição do excedente de transferências correntes (Gráfico 8.2).

O défice da balança de mercadorias baixou de 12.0 por cento do PIB, em 2001, para 9.9 por cento do PIB, em 2002. A redução do défice comercial resultou, essencialmente, de um efeito volume e de um efeito termos de troca favoráveis (Gráfico 8.3). Em contraste com o observado nos anos anteriores, o efeito volume foi positivo em 2002, já que as exportações aceleraram ligeiramente enquanto as

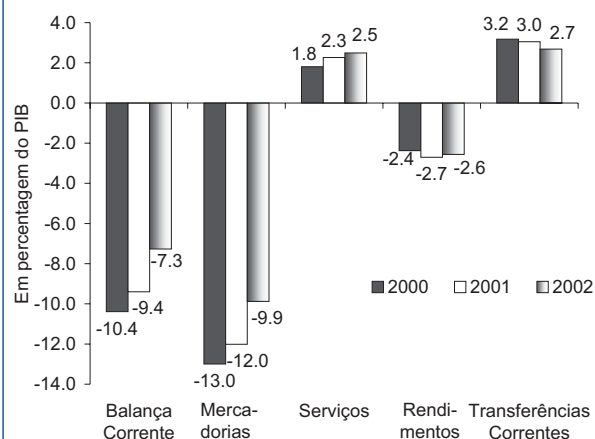
Gráfico 8.1
COMPOSIÇÃO DA BALANÇA
DE PAGAMENTOS
Saldos



Nota:

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

Gráfico 8.2
COMPOSIÇÃO DA BALANÇA CORRENTE
Saldos



importações diminuíram, em termos reais.⁽³¹⁾ Adicionalmente e pelo segundo ano consecutivo, o diferencial da evolução dos preços de exportação e de importação de mercadorias foi também favorável. Em 2002, a significativa variação positiva dos termos de troca no comércio de mercadorias (2.4 por cento, que compara com 1.5 por cento em 2001) explica cerca de 40 por cento da melhoria observada do saldo da balança comercial. Embora

Quadro 8.1

BALANÇA DE PAGAMENTOS

Em milhões de euros

	2000	2001			2002			Saldo em percentagem do PIB		
	Saldo	Débito	Crédito	Saldo	Débito	Crédito	Saldo	2000	2001	2002
Balança Corrente	-12 001.4	61 875.5	50 240.3	-11 635.2	60 594.5	51 154.5	-9 440.0	-10.4	-9.4	-7.3
Mercadorias	-15 017.0	43 073.7	28 207.2	-14 866.5	41 462.2	28 630.0	-12 832.2	-13.0	-12.0	-9.9
Serviços	2 085.8	7 087.2	9 891.5	2 804.3	7 132.4	10 369.2	3 236.7	1.8	2.3	2.5
Transportes	-531.4	2 334.4	1 769.2	-565.2	2 304.5	1 915.2	-389.3	-0.5	-0.5	-0.3
Viagens e turismo	3 297.6	2 350.2	6 124.8	3 774.5	2 407.1	6 259.9	3 852.8	2.9	3.1	3.0
Seguros	-44.2	107.9	67.1	-40.8	149.6	78.3	-71.2	0.0	0.0	-0.1
Direitos de utilização	-266.7	278.3	28.4	-249.9	311.7	33.3	-278.4	-0.2	-0.2	-0.2
Outros serviços	-237.3	1 813.6	1 758.3	-55.3	1 793.7	1 939.6	145.9	-0.2	0.0	0.1
Operações governamentais	-132.3	202.8	143.7	-59.0	165.9	142.9	-23.0	-0.1	0.0	0.0
Rendimentos	-2 743.5	9 285.7	5 940.0	-3 345.6	9 101.4	5 773.6	-3 327.8	-2.4	-2.7	-2.6
Rendimentos de trabalho	27.2	177.7	155.1	-22.6	174.2	138.2	-36.1	0.0	0.0	0.0
Rendimentos de investimento	-2 770.7	9 107.9	5 784.9	-3 323.1	8 927.2	5 635.4	-3 291.8	-2.4	-2.7	-2.5
Transferências correntes	3 673.3	2 428.9	6 201.5	3 772.7	2 898.5	6 381.8	3 483.3	3.2	3.0	2.7
Transferências públicas	152.6	1 439.2	1 609.2	170.0	1 631.9	1 975.3	343.5	0.1	0.1	0.3
Transferências privadas	3 520.6	989.7	4 592.3	3 602.7	1 266.6	4 406.5	3 139.8	3.0	2.9	2.4
Balança de Capital	1 669.8	235.2	1 431.7	1 196.6	207.4	2 186.1	1 978.7	1.4	1.0	1.5
Transferências de capital	1 652.1	184.5	1 397.7	1 213.2	183.8	2 157.8	1 974.1	1.4	1.0	1.5
Transferências públicas	1 649.2	54.3	1 260.2	1 206.0	41.0	2 049.8	2 008.8	1.4	1.0	1.5
Transferências privadas	2.9	130.3	137.5	7.2	142.8	108.1	-34.7	0.0	0.0	0.0
Aquisição/cedência de activos não prod. não fin.	17.6	50.6	34.0	-16.6	23.7	28.3	4.6	0.0	0.0	0.0
Balança Financeira	10 870.3	667 548.9	678 487.0	10 938.0	620 066.5	628 880.7	8 814.2	9.4	8.8	6.8
Investimento directo	-786.7	32 646.3	30 778.1	-1 868.3	25 553.7	26 350.2	796.6	-0.7	-1.5	0.6
Investimento de Portugal no exterior	-8 153.6	14 993.8	6 541.1	-8 452.8	8 517.3	4 791.5	-3 725.9	-7.1	-6.8	-2.9
Investimento do exterior em Portugal	7 367.0	17 652.5	24 237.0	6 584.5	17 036.4	21 558.8	4 522.4	6.4	5.3	3.5
Investimento de carteira	-2 078.0	170 774.1	173 687.3	2 913.2	181 967.6	185 185.6	3 218.0	-1.8	2.4	2.5
Activos	-5 040.3	61 834.4	53 851.3	-7 983.1	82 143.1	74 771.4	-7 371.7	-4.4	-6.5	-5.7
Passivos	2 962.3	108 939.7	119 836.0	10 896.3	99 824.5	110 414.2	10 589.7	2.6	8.8	8.2
Derivados financeiros	338.4	3 161.7	3 446.0	284.3	4 019.5	4 007.8	-11.8	0.3	0.2	0.0
Outro investimento	13 801.7	414 729.9	425 308.5	10 578.6	360 345.1	366 252.5	5 907.4	11.9	8.5	4.5
Activos	-11 792.6	214 381.5	209 093.9	-5 287.6	182 723.1	179 141.1	-3 582.0	-10.2	-4.3	-2.8
Passivos	25 594.3	200 348.4	216 214.6	15 866.2	177 622.0	187 111.4	9 489.5	22.1	12.8	7.3
Activos de reserva	-405.1	46 236.9	45 267.1	-969.8	48 180.5	47 084.5	-1 096.0	-0.4	-0.8	-0.8
Erros e omissões	-538.6			-499.4			-1 352.9	-0.5	-0.4	-1.0
<i>Por memória:</i>										
Balança Corrente + Balança de Capital	-10 331.6	62 110.6	51 672.0	-10 438.6	60 801.9	53 340.6	-7 461.3	-8.9	-8.4	-5.7

em menor grau, o efeito preço teve igualmente um impacto positivo na redução do défice comercial.

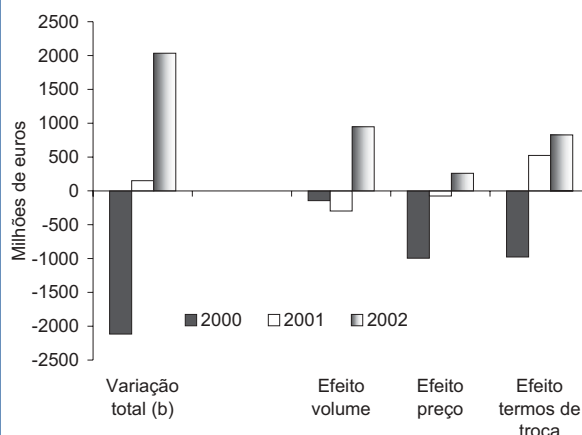
O excedente da balança de serviços ascendeu a 2.5 por cento do PIB em 2002, mais 0.2 p.p. do que no ano anterior. Este aumento reflectiu a redução do défice de serviços de transportes — resultante, em parte, da evolução do défice associado a fretes de mercadorias — e o comportamento mais favorável do saldo de outros serviços fornecidos por empresas, nomeadamente serviços jurídicos, de contabilidade e consultoria. O saldo de viagens e turismo manteve-se relativamente estável em percentagem do PIB. As receitas nominais de turismo registaram um aumento de 2.2 por cento, após um crescimento de 7.1 por cento no ano anterior, em linha com a evolução desfavorável da situação económica internacional. Por sua vez, as despesas em viagens e turismo efectuadas no exterior por residentes registaram um aumento de 2.4 por cento, em termos nominais, após uma queda de 3.0 por cento em 2001.

Em 2002, o défice da balança de rendimentos reduziu-se ligeiramente, de 2.7 para 2.6 por cento do PIB. Este comportamento deve-se à descida das taxas de juro, já que a posição devedora líquida da economia portuguesa face ao resto do mundo se tem vindo a agravar nos últimos anos. Por tipo de investimento, verificou-se uma diminuição do défice de rendimentos de outro investimento, de 1.3 para 1.2 por cento do PIB, e também uma redução do défice de rendimentos de investimento directo (de 1.2 para 1.1 por cento do PIB). O défice de rendimentos de investimento de carteira apresentou um valor semelhante ao do ano anterior (0.2 por cento do PIB).

O excedente de transferências correntes diminuiu 0.3 p.p., para 2.7 por cento do PIB, em resultado da evolução das transferências privadas. Esta evolução decorreu da contracção, em cerca de 8.9 por cento, do saldo de remessas de emigrantes — para a qual contribuíram, em particular, as remessas provenientes de França e Alemanha — e também de um novo aumento das remessas de imigrantes (39.9 por cento), associados aos fluxos migratórios provenientes da Europa do Leste. Pelo contrário, os recebimentos líquidos das transferências correntes públicas, aumentaram de 0.1 para 0.3 por cento do PIB em 2002.

O excedente da balança de capital aumentou de 1.0 para 1.5 por cento do PIB, reflectindo essencial-

Gráfico 8.3
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

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

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

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

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

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

Sendo:

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

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

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

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

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

(b) Uma variação positiva significa uma redução do défice da balança de mercadorias.

mente a recuperação das transferências públicas de capital recebidas por Portugal da União Europeia. Refira-se, em particular, que os recebimentos no âmbito do FEDER aumentaram significativamente, após variações negativas nos dois anos anteriores.

A balança financeira registou uma entrada líquida de fundos equivalente a 6.8 por cento do

Quadro 8.2

EVOLUÇÃO DA BALANÇA FINANCEIRA ^(a)

Em percentagem do PIB

	2000	2001				2002	
	Variação líquida	Variação de passivos	Variação de activos	Variação líquida	Variação de passivos	Variação de activos	Variação líquida
Balança Financeira	9.4	24.4	-15.6	8.8	15.8	-9.1	6.8
Investimento Directo	-0.7	5.3	-6.8	-1.5	3.5	-2.9	0.6
Investimento de Carteira	-1.8	8.8	-6.5	2.4	8.2	-5.7	2.5
Derivados Financeiros	0.3	-2.6	2.8	0.2	-3.1	3.1	0.0
Outro Investimento	11.9	12.8	-4.3	8.5	7.3	-2.8	4.5
Activos de Reserva	-0.4	-	-0.8	-0.8	-	-0.8	-0.8
Por sector institucional residente:							
Autoridades Monetárias	3.5	0.1	-0.4	-0.3	0.8	-0.7	0.1
Investimento de Carteira	-0.5	-	0.4	0.4	-	0.4	0.4
Derivados Financeiros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Outro Investimento	4.3	0.1	0.0	0.1	0.8	-0.2	0.6
Activos de Reserva	-0.4	-	-0.8	-0.8	-	-0.8	-0.8
Administrações Públicas	1.9	2.4	-0.1	2.4	2.6	0.4	3.1
Investimento Directo	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Investimento de Carteira	1.9	3.1	-0.6	2.5	3.1	-0.3	2.7
Derivados Financeiros	0.2	-0.5	0.6	0.1	-0.6	0.8	0.2
Outro Investimento	-0.2	-0.2	0.0	-0.2	0.1	0.0	0.2
Instituições Financeiras Monetárias	11.6	12.9	0.0	12.9	5.5	0.4	6.0
Investimento Directo	0.6	0.0	-0.2	-0.2	0.3	0.0	0.3
Investimento de Carteira	1.0	1.9	-0.7	1.2	0.0	-1.0	-1.0
Derivados Financeiros	0.2	-1.7	1.9	0.2	-2.0	1.9	-0.1
Outro Investimento	9.8	12.6	-1.0	11.6	7.3	-0.5	6.8
Instituições Financeiras não Monetárias	-1.3	0.9	-5.5	-4.6	2.5	-3.4	-0.9
Investimento Directo	1.1	0.2	-1.5	-1.3	0.7	-0.2	0.5
Investimento de Carteira	-3.6	0.9	-4.3	-3.4	2.1	-3.3	-1.2
Derivados Financeiros	0.0	-0.2	0.2	0.0	-0.2	0.2	0.0
Outro Investimento	1.1	0.0	0.1	0.1	-0.1	-0.1	-0.2
Sociedades não Financeiras e Particulares ...	-6.3	8.1	-9.6	-1.5	4.4	-5.8	-1.5
Investimento Directo	-2.4	5.1	-5.1	0.0	2.5	-2.7	-0.2
Investimento de Carteira	-0.7	2.9	-1.2	1.6	3.0	-1.4	1.6
Derivados Financeiros	-0.1	-0.2	0.1	-0.1	-0.2	0.2	0.0
Outro Investimento	-3.1	0.3	-3.4	-3.1	-0.9	-1.9	-2.8

Nota:

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

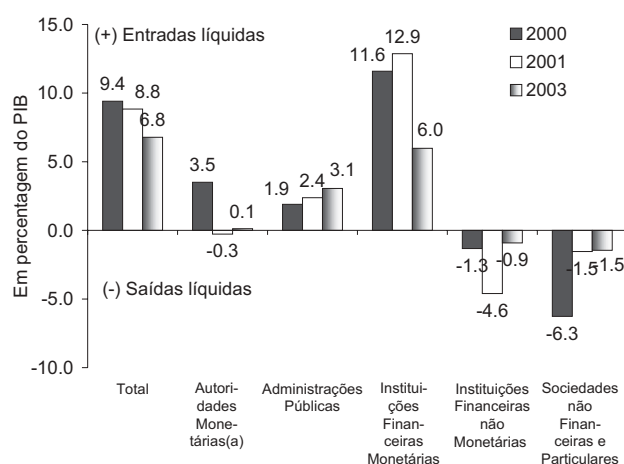
Um sinal (-) significa uma diminuição de passivos externos ou um aumento de activos externos, isto é uma saída de fundos.

PIB, que compara com 8.8 por cento em 2001 (Quadro 8.2). Analisando os fluxos financeiros por sector institucional residente (Gráfico 8.4), verifica-se que as instituições financeiras monetárias continuaram a ser o sector que mais contribuiu para a entrada líquida de fundos na economia portuguesa em 2002 (6.0 por cento do PIB), embora em muito menor grau do que o observado no ano anterior (12.9 por cento do PIB). As operações financeiras sobre activos e passivos das administrações públicas estiveram, igualmente, na origem de entradas de fundos na economia portuguesa em 2002 (3.1 por cento do PIB, mais 0.7 p.p. do que em

2001). Tal como em anos anteriores, as operações efectuadas pelas instituições financeiras não monetárias e pelas sociedades não financeiras e particulares resultaram em saídas líquidas de fundos, embora no primeiro caso muito inferiores às registadas em 2001.

Analisando por tipo de investimento (Gráfico 8.5), as operações incluídas em outro investimento continuaram a ser a principal fonte de entradas líquidas de fundos, embora em montante muito inferior, em percentagem do PIB, ao observado no ano anterior (8.5 e 4.5 por cento do PIB, respectivamente). Estas entradas de fundos resultaram, es-

Gráfico 8.4
BALANÇA FINANCEIRA
Saldos



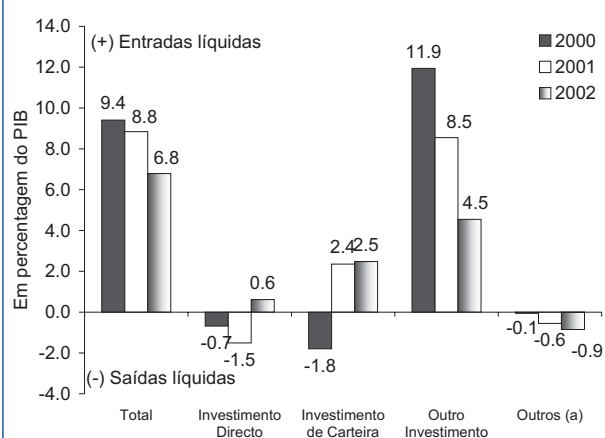
Nota:

(a) Inclui a variação de passivos do Banco de Portugal em relação ao exterior no âmbito do sistema TARGET.

sencialmente, de operações com o exterior efectuadas por instituições financeiras monetárias. Tal como em 2001, a captação de recursos por parte destas instituições esteve associada a operações de depósito e empréstimos (6.8 por cento do PIB face a 11.6 por cento do PIB em 2001). Parte destas entradas continuou a estar relacionada com o registo de transferências para instituições financeiras monetárias residentes de fundos obtidos através da emissão de títulos de dívida de médio e longo prazo, em mercados internacionais, por filiais dessas instituições no exterior. Em sentido contrário, as operações incluídas na rubrica outro investimento efectuadas por sociedades não financeiras e particulares, na sua maior parte depósitos no exterior, resultaram novamente numa saída líquida de fundos (2.8 por cento do PIB em 2002, que compara com 3.1 por cento do PIB em 2001).

As operações de investimento de carteira corresponderam a uma entrada líquida de fundos equivalente a 2.5 por cento do PIB, ligeiramente superior à registada no ano de 2001 (2.4 por cento do PIB). Para esta situação contribuiu a redução registada nas aplicações líquidas de residentes em títulos estrangeiros, mais expressiva que a redução do investimento de não residentes em títulos nacionais. Com efeito, as aplicações de carteira de Portugal no exterior originaram uma saída líquida

Gráfico 8.5
BALANÇA FINANCEIRA
Saldos



Nota:

(a) Inclui Activos de Reserva e Derivados Financeiros.

de fundos equivalente a 5.7 por cento do PIB, em termos líquidos, inferior à verificada no ano anterior (6.5 por cento). Estas menores aplicações líquidas no exterior foram extensivas aos diversos tipos de títulos emitidos por entidades não residentes. De facto, em 2002, registaram-se diminuições das aquisições líquidas de títulos de dívida (de 5.0 para 4.7 por cento do PIB) e de títulos de participação no capital (de 1.5 para 1.0 por cento do PIB). As aquisições de títulos de dívida de longo prazo estrangeiros continuaram a constituir o segmento mais importante em termos de investimento de carteira de Portugal no exterior. Por sector institucional do investidor residente, verifica-se que, em termos líquidos, as operações de investimento de carteira no exterior continuaram a ser efectuadas, principalmente, por fundos de investimento, companhias de seguros e fundos de pensões. No que respeita ao investimento de carteira do exterior em Portugal, verificou-se uma entrada líquida de fundos equivalente a 8.2 por cento do PIB, ligeiramente inferior à verificada no ano anterior (8.8 por cento do PIB). Para esta situação contribuiu o menor investimento em instrumentos do mercado monetário (1.0 por cento do PIB em 2002, que compara com 2.6 por cento do PIB em 2001). Este comportamento esteve, essencialmente, relacionado com a evolução das amortizações de títulos de

curto prazo emitidos pelas administrações públicas. Pelo contrário, verificou-se um aumento das aplicações líquidas de não residentes em obrigações e outros títulos de dívida de longo prazo emitidos pelas administrações públicas, e em títulos de participação no capital.

Em 2002, as operações de investimento directo entre Portugal e o exterior resultaram numa entrada líquida de fundos equivalente a 0.6 por cento do PIB, que contrasta com a saída verificada nos anos anteriores (0.7 e 1.5 por cento do PIB, respectivamente em 2000 e 2001). Em termos líquidos, quer o investimento directo do estrangeiro em Portugal, quer o investimento directo de Portugal no exterior, registaram uma redução face ao ano anterior, bastante mais significativa no segundo caso. Estes fluxos terão sido menos afectados por grandes operações intra-grupo do que nos anos anteriores. Adicionalmente, a desaceleração da actividade económica a nível mundial e nacional terá também contribuído para a redução dos fluxos de investimento directo. Em termos de destino geográfico, refira-se que mais de 80 por cento do total do investimento directo no exterior foi dirigido para Espanha. Relativamente ao investimento directo em Portugal, tal como em anos anteriores, a maior parte foi oriunda de outros países da União Europeia, nomeadamente da Espanha e da Alemanha.

9. CONCLUSÃO

Ao longo do ano de 2002, assistiu-se a uma desaceleração pronunciada da actividade económica em Portugal. O crescimento do produto foi negativo no segundo semestre, com os indicadores disponíveis a indicarem que a taxa de variação continuou a ser negativa no primeiro trimestre de 2003. Esta evolução deveu-se ao comportamento da procura interna, já que as exportações mantiveram em 2002 um crescimento moderadamente positivo e em ligeira aceleração face a 2001, apesar do abrandamento da procura externa relevante para a economia portuguesa. O ganho de quota de mercado externo resultante ocorreu num contexto em que os custos unitários de trabalho mantiveram um crescimento bastante mais acentuado do que nos principais parceiros comerciais portugueses, estando por isso associado, à semelhança de 2001, a uma redução de margens de lucro do sector expor-

tador. De facto, apesar da desaceleração em 2002, os salários reais continuaram a aumentar pelo sexto ano consecutivo acima da produtividade, cujo crescimento foi praticamente nulo. Esta evolução não é sustentável e deverá começar a ser corrigida este ano. Aliás, ela está a contribuir para o excessivo alargamento do diferencial entre as variações dos preços no consumidor de bens e serviços ao longo de 2002.

A componente de serviços do IPC acelerou substancialmente durante 2002, atingindo no final do ano, em termos agregados, taxas de variação homóloga próximas de 7 por cento. Embora a subida possa ser atribuída, em parte, ao aumento da taxa normal do IVA, é necessário salientar que ela acontece num contexto em que a actividade desacelerou de forma acentuada e em que os preços das importações apresentaram variações claramente negativas. Muitos serviços têm maior facilidade de passar para o consumidor aumentos salariais, e aproveitaram também as condições concorrenciais limitadas para alargar margens de lucro, tentando compensar, pelo menos temporariamente, a desaceleração da actividade.

O comportamento da procura interna privada, consumo e investimento, traduz a continuação do processo de ajustamento face aos elevados níveis de necessidades de financiamento em relação ao exterior e de endividamento atingidos. A participação de Portugal na área do euro tem tornado possível, durante os últimos anos, a manutenção de um elevado desequilíbrio entre oferta e procura internas. Contudo, esse desequilíbrio, que atingiu a sua expressão máxima em 2000, tem vindo a ser corrigido, através de menores crescimentos, ou mesmo reduções, da procura interna. Para o sector privado, o processo de ajustamento começou em meados de 2000, tendo-se acentuado em 2002, ano em que se iniciou para o sector público.

No que diz respeito ao sector privado, a acentuação do ritmo de ajustamento no último ano deve ter estado relacionada com a crescente percepção da dimensão do ajustamento necessário, bem como com a tomada de consciência da real situação das finanças públicas portuguesas, que ocorreu em simultâneo com as primeiras medidas correctoras decididas pelo Governo, num contexto de perspectivas económicas internacionais em clara deterioração. O valor excessivo do défice das administrações públicas de 2001, claramente supe-

rior ao permitido pelo Tratado da União Europeia e à revelia das disposições do Pacto de Estabilidade e Crescimento, traduz a natureza marcadamente pró-cíclica prosseguida durante a fase anterior de expansão da procura interna. Parece óbvio que a política orçamental no período 1997-2001 não poderia ter contrariado de forma substancial os efeitos sobre a procura interna privada resultantes da redução de taxas de juro nominais e reais associada ao processo de convergência com vista à participação no euro. Porém, não só não contrariou, como, ao invés, constituiu um factor de estímulo adicional, contribuindo para o aumento do desequilíbrio entre a oferta e a procura internas e para a pressão sobre o mercado de trabalho, com consequência na perda de competitividade do sector transaccionável da economia. Adicionalmente, foram criadas as condições para o surgimento posterior de uma grave crise orçamental, quando se iniciou o processo de ajustamento do sector privado e, por essa razão e pela deterioração da envolvente externa, a economia começou a desacelerar.

Como referido, em 2002, foi interrompido o processo de deterioração da situação orçamental e iniciado para o sector público o processo de ajustamento financeiro. Abstraindo das medidas temporárias e especiais, o défice público em 2002 ter-se-á mantido num valor próximo do observado em 2001, o que significa que as medidas de consolidação tomadas apenas permitiram contrariar os efeitos negativos da desaceleração económica sobre o

saldo. A despesa primária, ajustada do ciclo e de efeitos temporários, continuou a aumentar em percentagem do PIB, com destaque para a despesa corrente. Deste modo, o esforço de saneamento financeiro das administrações públicas portuguesas terá que ser continuado nos próximos anos.

A situação portuguesa de partida no que respeita às finanças públicas é mais desfavorável do que noutros Estados-membros, e seria ilusório considerar que existe margem de manobra para deixar de cumprir o Pacto de Estabilidade e introduzir estímulos de natureza orçamental. Dado o fraco crescimento da procura interna privada e o enquadramento externo desfavorável, se não forem tomadas medidas de consolidação adicionais, a tendência será para um agravamento considerável do défice público, apenas por efeito da evolução cíclica, mesmo sem quaisquer medidas discricionárias de estímulo orçamental. Por outro lado, um eventual estímulo orçamental nas actuais condições da economia portuguesa provocaria um mero adiamento do ajustamento da procura interna privada, com o inconveniente de aumentar a probabilidade de que, quando ocorresse, ser mais brusco e mais forte. A retoma do crescimento económico terá que vir de um novo dinamismo da procura externa e da recuperação de confiança por parte dos agentes privados, após o ajustamento em curso das suas situações financeiras.

Redigido com informação disponível até meados de Abril de 2003

Caixa: EVOLUÇÃO INTRA-ANUAL DA ACTIVIDADE ECONÓMICA EM 2002

Ao longo de 2002 assistiu-se a um abrandamento pronunciado da actividade económica. O indicador coincidente da actividade económica, cujo objectivo é sintetizar a evolução da actividade na indústria, construção e comércio, evidencia de forma clara esse perfil descendente, passando de uma taxa de variação positiva de 1.2 por cento no primeiro semestre para uma variação negativa de 1.7 por cento no segundo. No mesmo sentido apontam a desagregação semestral das estimativas anuais do Banco de Portugal (Quadro 1 e Gráfico 1). De acordo com estas estimativas, após um crescimento homólogo do PIB no primeiro semestre de 1.3 por cento, ter-se-á verificado uma variação negativa de 0.5 por cento no segundo semestre de 2002. Esta inversão de sinal foi determinada pela evolução da procura interna, em consequência, sobretudo, de uma queda mais acentuada do investimento e do abrandamento sensível do consumo privado. Apesar de um enquadramento internacional pouco favorável, as exportações resistiram à tendência de abrandamento das restantes componentes do PIB. As exportações de mercadorias registaram mesmo uma aceleração no segundo semestre de 1.7 para 2.5 por cento. Globalmente, estas indicações são muito semelhantes às que se observam nas estimativas de Contas Nacionais Trimestrais do INE.

De acordo com os resultados do inquérito ao emprego do INE, o emprego total terá crescido 0.7 por cento no primeiro semestre, diminuindo 0.4 por cento na segunda metade do ano. Considerando amostras comuns entre trimestres consecutivos, esta evolução não é tão marcada, obtendo-se variações de +0.3 por cento e de -0.2 por cento, respectivamente para o primeiro e segundo semestres de 2002. O perfil intra-anual do emprego, menos acentuado do que o do produto, num contexto em que este sofre uma forte desaceleração, decorre em parte do habitual desfazamento do emprego em relação ao andamento da actividade.

De referir, ainda, que os padrões de desaceleração do produto e do emprego ao longo de 2002, com variações negativas no segundo semestre, criam um efeito aritmético de base (efeito de “carry-over”) que condicionará desfavoravelmente as taxas de crescimento anual destas variáveis em 2003.

Quadro 1

DESPESA

Taxas de variação homóloga em volume

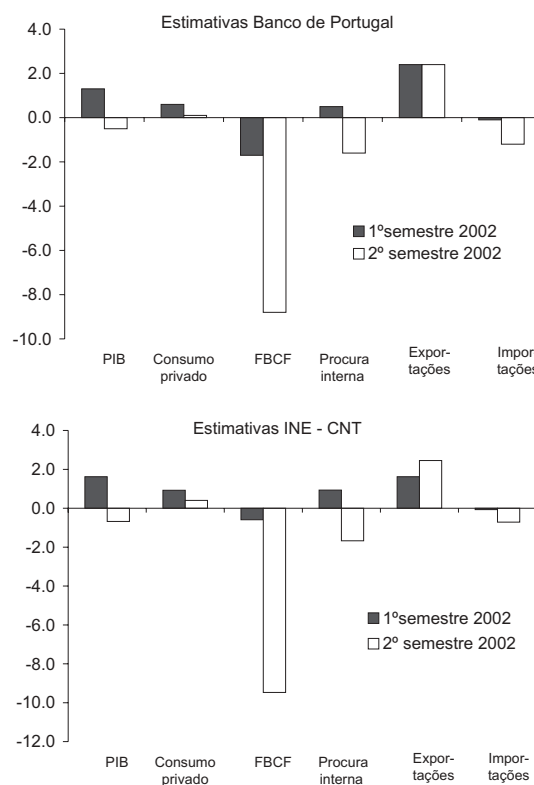
	Estimativas Banco de Portugal			
	1º	2º	1º	2º
	Sem. 2001	Sem. 2001	Sem. 2002	Sem. 2002
PIB	2.6	0.8	1.3	-0.5
Consumo privado	1.7	0.4	0.6	0.1
FBCF	-1.6	2.1	-1.7	-8.8
Procura interna	1.3	1.5	0.5	-1.6
Exportações	4.6	-0.8	2.4	2.4
das quais mercadorias	5.2	-1.4	1.7	2.5
Importações	0.6	1.6	-0.1	-1.2
das quais mercadorias	1.1	2.8	-0.3	-1.4

	Estimativas INE Contas Nacionais Trimestrais			
	1º	2º	1º	2º
	Sem. 2001	Sem. 2001	Sem. 2002	Sem. 2002
PIB	2.3	1.0	1.6	-0.7
Consumo Privado	1.4	1.0	0.9	0.4
FBCF	-2.0	2.1	-0.6	-9.5
Procura interna	0.8	1.7	0.9	-1.7
Exportações	3.9	0.0	1.6	2.5
Importações	-0.1	1.9	-0.1	-0.7

Gráfico 1

DESPESA

Taxas de variação em volume



O SISTEMA BANCÁRIO PORTUGUÊS: EVOLUÇÃO E COMPARAÇÃO INTERNACIONAL

1. INTRODUÇÃO

Neste artigo pretende-se analisar as alterações estruturais experimentadas pelo sistema bancário português na última década, ao nível quer do balanço quer da conta de exploração, bem como aferir o seu posicionamento a nível internacional.

A liberalização do sistema bancário português tem sido reconhecida como um caso de sucesso. Não obstante a sua abrangência e complexidade,⁽¹⁾ foi possível obter os ganhos de eficiência decorrentes da liberalização sem suportar os custos em termos de estabilidade financeira que, por vezes, estão associados a processos deste tipo. Tal resultou da conjugação de uma sequência e uma calendarização adequadas das medidas que foi necessário tomar, com uma gestão macroeconómica cautelosa, em particular no que se refere à política monetária.

Posteriormente ao período mais intenso de liberalização do sistema bancário, a participação de Portugal na área do euro, bem como o processo de convergência nominal que a antecedeu, representou um desafio adicional para a economia portuguesa e, em particular, para o sistema bancário, tendo em conta o papel fundamental que este desempenha no seu financiamento. Neste contexto, verificaram-se fortes reduções do nível e da volatilidade das taxas de juro nominais e reais relevantes para a economia portuguesa. A diminuição do custo do capital tornou substancialmente menos activas as restrições de liquidez dos agentes económicos, permitindo-lhes, durante estes anos, antecipar despesa futura com recurso a uma menor proporção de autofinanciamento. Por esta via, a participação de Portugal na área do euro teve efeitos semelhantes a um novo processo de liberalização financeira, mas beneficiando, desta feita, da rede de segurança decorrente da participação numa união monetária, nomeadamente da capacidade

de os agentes económicos nacionais passarem a poder financiar-se na sua própria moeda num mercado financeiro alargado.

Sublinhe-se que o sistema se ajustou com sucesso ao novo regime de juros baixos, que contribuiu para reduzir a margem financeira. As instituições de crédito alargaram progressivamente o conjunto de serviços que disponibilizam, o que lhes permitiu um aumento das receitas provenientes de comissões, e conseguiram obter melhorias no controlo dos custos administrativos, traduzidas em rácios de eficiência que comparam favoravelmente com outros sistemas bancários. Ao mesmo tempo, o sistema modernizou-se tecnologicamente. O período mais recente de desaceleração económica veio, porém, criar uma fase mais exigente para a correcta gestão de riscos e rendibilidade.

(1) A liberalização financeira da economia portuguesa foi um processo longo e gradual, abrangendo diversos domínios na vertente interna e externa: (a) a abertura da actividade de intermediação financeira ao sector privado em meados da década de 80, reforçada pelo respectivo processo de privatização; (b) o levantamento de restrições explícitas ao desenvolvimento da actividade bancária, nomeadamente, o esbatimento da segmentação legalmente imposta do âmbito das actividades das instituições de crédito, que culminou com a consagração da banca universal, o princípio do livre estabelecimento e prestação de serviços e a harmonização de instrumentos de supervisão no espaço da União Europeia, em finais de 1992, e o fim das aplicações obrigatórias em títulos da dívida pública (c) liberalização do quadro concorrencial dos bancos, que deixou de ser controlado directamente via limites de crédito, através de regulamentação administrativa das taxas de juro e da expansão da rede de balcões; (d) liberalização gradual dos movimentos de capitais no espaço da União Europeia, entre 1986 e 1992.

Quadro 1
BALANÇO DO SISTEMA BANCÁRIO
Base consolidada

Em percentagem do activo

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.
Caixa e activos face a bancos centrais ^(a)	9.2	1.8	1.4	1.8	1.8	4.7	4.9	3.8	3.6	3.1
dos quais: caixa e activos face ao Banco de Portugal.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	4.5	4.6	3.4	3.2	2.8
Aplicações em outras instituições de crédito ^(b)	19.4	26.2	26.1	24.2	22.9	16.3	12.4	11.4	12.2	10.4
No país	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	4.4	4.6	3.3
No estrangeiro	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	7.0	7.6	7.1
Crédito sobre clientes (líquido de provisões)	40.7	39.8	40.3	42.5	46.2	54.3	59.9	63.9	65.2	68.8
Crédito vencido	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1.4	1.4	1.6
Provisões	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1.4	1.1	1.0	0.9	1.0
Títulos e imobilizações financeiras (líquidos de provisões)	22.7	24.8	24.5	23.7	21.1	17.6	14.5	14.8	12.9	11.4
Obrigações e outros títulos de rendimento fixo - de emissores públicos	16.9	17.9	16.4	14.8	12.3	n.d.	n.d.	4.0	3.7	3.1
Imobilizado não financeiro e outros activos	7.9	7.5	7.7	7.8	8.1	7.1	8.2	6.1	6.1	6.3
Total do activo	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Recursos de bancos centrais	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0.9	1.4	1.4	1.0	0.5
dos quais: do Banco de Portugal.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0.7	1.2	1.3	0.8	0.4
Recursos de outras instituições de crédito ^(c)	19.5	20.5	21.6	20.8	20.5	21.9	20.5	20.7	20.5	19.0
No país	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	4.0	4.0	2.6
No estrangeiro	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	16.7	16.5	16.4
Recursos de clientes	62.9	64.3	64.6	65.0	63.8	61.3	58.3	55.9	53.9	54.8
dos quais:										
Depósitos de clientes residentes	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	43.9	40.9	41.4
Depósitos de clientes não residentes.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	12.0	13.0	12.4
Responsabilidades representadas por títulos	3.7	1.7	1.5	2.1	2.5	3.5	6.0	9.2	11.8	13.9
das quais: obrigações	1.5	1.3	1.0	1.5	1.9	2.8	4.6	7.3	9.8	11.1
Passivos subordinados	1.1	1.2	1.5	1.8	2.3	2.0	2.1	2.2	2.9	3.1
Provisões	2.1	2.0	1.3	1.0	0.9	1.0	1.0	1.2	1.2	1.3
Outros passivos	3.9	3.7	3.5	3.4	4.3	3.3	4.3	3.6	3.2	3.0
Capitais próprios	6.8	6.5	6.1	5.9	5.9	6.2	6.3	5.8	5.5	5.5
Resultado líquido do exercício	0.6	0.6	0.4	0.4	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.5
Total do passivo e capitais próprios	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Por memória:										
Empréstimos bancários a sociedades não financeiras (residentes)	20.7	18.9	17.7	17.5	19.0	20.5	22.6	24.5	25.7	28.1
Empréstimos bancários a particulares (residentes)	12.1	13.5	15.4	18.0	20.2	23.4	25.9	27.4	27.3	30.0
dos quais: habitação	8.4	9.5	10.8	12.7	14.4	17.0	19.3	20.2	20.6	23.4
Rácio crédito/recursos de clientes (percentagem)	64.7	61.9	62.5	65.4	72.5	88.7	102.8	114.3	121.0	125.7

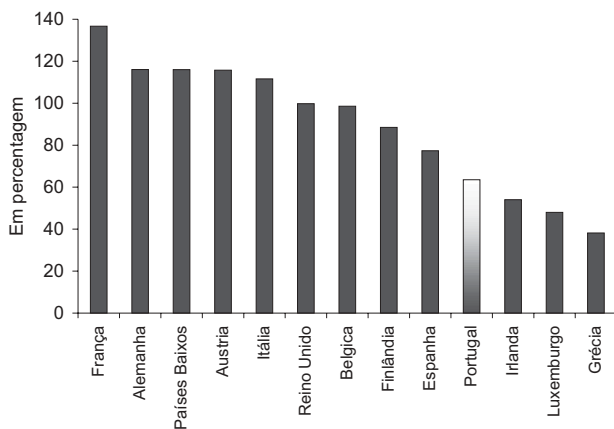
Notas:

(a) Até 1997, inclui apenas os depósitos à ordem no Banco de Portugal, encontrando-se, os restantes activos face ao Banco de Portugal incluídos em “Aplicações em outras instituições de crédito”.

(b) Até 1997, inclui os activos face ao Banco de Portugal, com excepção dos depósitos à ordem que se incluem em “Caixa e activos face ao Banco de Portugal”.

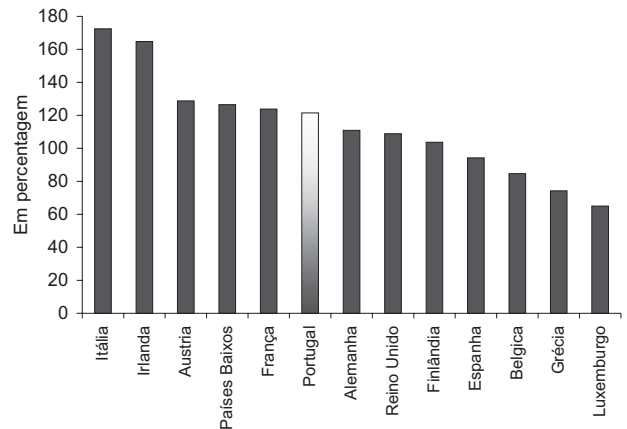
(c) Até 1997, inclui os recursos de bancos centrais.

Gráfico 1
RÁCIO CRÉDITO/RECURSOS DE CLIENTES
1995



Fonte: *Bank Profitability*, edição 2003, OCDE.

Gráfico 2
RÁCIO CRÉDITO/RECURSOS DE CLIENTES
2001



Fonte: *Bank Profitability*, edição 2003, OCDE.

2. ESTRUTURA DO BALANÇO

Do processo de convergência nominal associado à participação de Portugal na área do euro decorreram alterações significativas na estrutura patrimonial do sistema bancário português. Verificou-se um recurso acrescido ao crédito bancário, quer pelas empresas não financeiras, quer, principalmente, pelos particulares (em especial para aquisição de habitação). O aumento do endividamento do sector privado levou a que o peso do crédito a clientes no total do activo tenha aumentado de forma significativa (Quadro 1).⁽²⁾ Em 1993, esse peso era de 40 por cento, aumentando posteriormente para 60 por cento em 1999 e para 69 por cento no final de 2002. Como contrapartida do aumento do peso do crédito a clientes, verificou-se (ao longo da década) uma redução dos activos interbancários e uma contínua redução do peso da carteira de títulos e imobilizações financeiras (em particular no que se refere a títulos de rendimento fixo de emitentes públicos).

A significativa expansão do crédito não foi acompanhada, de forma proporcional, pela expan-

são dos recursos de clientes. O rácio de crédito sobre depósitos passou de 65 por cento em 1993, para 103 por cento em 1999 e para 125 por cento no final de 2002. Recorrendo a dados publicados pela OCDE, constata-se que, não obstante o significativo acréscimo neste rácio verificado em Portugal, a posição dos bancos portugueses se situava em 2001 em níveis semelhantes aos de outros sistemas bancários europeus (Gráficos 1 e 2).

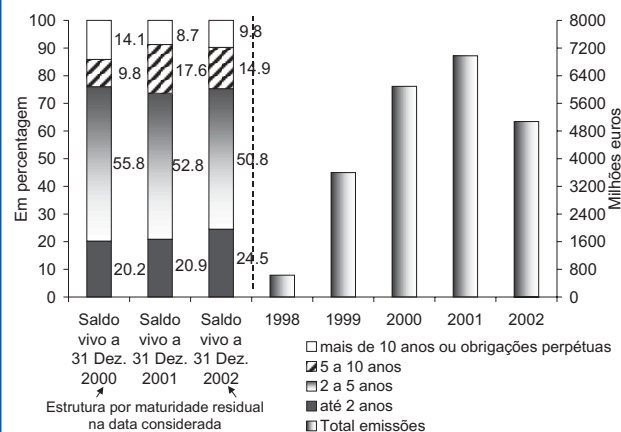
O desequilíbrio no crescimento entre crédito e recursos de clientes implicou também um recurso acrescido aos mercados financeiros internacionais, quer via mercado interbancário quer, principalmente, pela emissão de títulos através de filiais com sede no exterior. O peso dos títulos no financiamento do activo do sistema bancário terá atingido, no final de 2002, cerca de 14 por cento, valor que compara com 3.7 por cento em 1993 e com 6.0 por cento em 1999, ao qual acrescem 3.1 por cento do activo financiado sob a forma de passivos subordinados em Dezembro de 2002 (2.1 e 1.1 por cento, respectivamente em 1999 e 1993).

A posição do sector bancário face ao exterior, expressa na Posição de Investimento Internacional (outro investimento) das outras instituições financeiras monetárias, tem-se tornado crescentemente devedora, atingindo valores na ordem dos 40 por cento do PIB em 2002, valor que, no entanto, há que confrontar com um total de activos (em base

(2) Salvo referência em contrário, os dados analisados neste texto referem-se ao agregado das contas consolidadas dos grupos bancários com actividade em Portugal, com excepção daqueles que têm sede e/ou actividade predominante no *off-shore* da Madeira.

Gráfico 3

EMISSÕES INTERNACIONAIS DE OBRIGAÇÕES ATRAVÉS DE FILIAIS, COM SEDE NO EXTERIOR, DE GRUPOS BANCÁRIOS PORTUGUESES



Fontes: Dealogic e Bloomberg.

consolidada, ver nota de pé-de-página 2) de 220 por cento do PIB. Por outro lado, sublinhe-se também que, maioritariamente, essa dívida se encontra denominada em euros, não existindo, assim, risco cambial (Quadro 2.A e 2.B). Finalmente, importa assinalar a melhoria da maturidade da dívida resultante da alteração da origem/natureza destes fundos desde 2000, na medida em que a componente de financiamento interbancário (de curto prazo) no exterior diminuiu em 2001 e 2002 (em especial para as instituições domésticas⁽³⁾) (Quadro 2.A e Gráfico 3). De facto, depois dos passivos interbancários líquidos no agregado das contas

(3) Nos quadros 2.A e 2.B apresentam-se dois agregados distintos das contas consolidadas dos grupos bancários portugueses: total do sistema (excepto instituições com sede e/ou actividade predominante no *off-shore* da Madeira) e instituições domésticas. Neste último agregado excluem-se, relativamente ao primeiro, as instituições cujo controlo de gestão esteja assegurado por instituições não residentes, quer se tratem de instituições de direito português filiais de grupos bancários não residentes (sujeitas à supervisão do Banco de Portugal) ou de sucursais de instituições de crédito com sede na União Europeia (não sujeitas à supervisão do Banco de Portugal). O interesse de definir um agregado excluindo as instituições acima mencionadas traduz o facto de o financiamento que estas obtêm no exterior ser tipicamente assegurado por entidades com as quais têm uma relação estreita (contrariamente ao que sucede com as instituições domésticas). Como tal, o tipo de financiamento, bem como a respectiva maturidade, por se tratar de um financiamento intra-grupo, são menos relevantes.

consolidadas das instituições bancárias domésticas terem atingido cerca de 17 por cento do PIB em 2000, representavam apenas 12 por cento do PIB no final de 2002. Este desenvolvimento positivo teve lugar não obstante as condições desfavoráveis de financiamento nos mercados de títulos internacionais que vigoraram na segunda metade de 2002 e que se traduziram no virtual desaparecimento durante este período das emissões de títulos nestes mercados por parte dos grupos bancários portugueses. De facto, e ainda no conjunto das instituições domésticas, não obstante a estimativa para o financiamento de mercado (soma do financiamento interbancário e através de títulos, com e sem cláusulas de subordinação) obtido no exterior seja de cerca de 21 por cento do activo total em Dezembro de 2002 (apenas ligeiramente superior ao verificado em Dezembro de 2001), a parcela que destes fundos que dizem respeito a financiamento interbancário era apenas de cerca de 7 por cento do activo total deste conjunto de instituições, na mesma data (em redução significativa face aos 9.7 por cento registados em Dezembro de 2000).

3. EXPOSIÇÃO INTERNACIONAL

O montante total de activos sobre o exterior detido pelo sistema bancário português, em base consolidada, que corresponde à sua exposição internacional, ascendia, no final de 2002, a 45 348 milhões de euros,⁽⁴⁾ representando 16.2 por cento do activo total (18.1 por cento do activo total, no final de 2001), e cerca de 35 por cento do PIB. A importância relativa da exposição internacional do sistema bancário português, em termos do respectivo activo total, tem prosseguido uma trajectória descendente desde o início de 2000 (Gráfico 4). Em Dezembro de 1999, os activos sobre o exterior representavam 23.8 por cento dos activos totais, tendo diminuído para 18.4 por cento um ano depois. Durante 2001, este rácio manteve-se quase estabilizado, para voltar a descer de novo em 2002, situando-se em 16.2 no final do ano.

A exposição internacional do sistema bancário português concentra-se no grupo dos países desenvolvidos (cerca de 77 por cento do total, no fi-

(4) A análise efectuada neste ponto foi baseada, exclusivamente, na informação reportada trimestralmente ao BIS no âmbito das CIBS (*Consolidated International Banking Statistics*).

Quadro 2A

MEDIDAS DE DÍVIDA BANCÁRIA LÍQUIDA FACE AO EXTERIOR – % DO PIB

Posição de investimento internacional – Outro investimento Outras Instituições Financeiras Monetárias				
	Dez.99	Dez.00	Dez.01	Dez.02
Posições em fim de período				
Activos (€ milhões)	39 507	48 451	50 488	48 658
Em percentagem do PIB.	36.6	41.9	40.8	37.5
Passivos (€ milhões)	57 558	77 769	94 330	100 690
Em percentagem do PIB.	53.3	67.3	76.2	77.5
Activos líquidos (€ milhões)	-18 052	-29 318	-43 841	-52 032
Em percentagem do PIB.	-16.7	-25.4	-35.4	-40.1

Contas consolidadas do sistema bancário português

Excluindo instituições com sede e/ou actividade predominante no *off-shore* da Madeira

	Dez.99	Dez.00	Dez.01	Dez.02
Posições de fim de período				
Passivos interbancários (líquidos de activos interbancários)	9.3	14.8	12.8	12.5
No país	n.d.	-5.4	-6.8	-6.8
No estrangeiro.	n.d.	20.1	19.6	19.4

Contas consolidadas do sistema bancário português

Instituições domésticas

	Dez.99	Dez.00	Dez.01	Dez.02
Posições de fim de período				
Passivos interbancários (líquidos de activos interbancários)	6.4	12.9	9.9	6.8
No país	n.d.	-4.3	-4.7	-5.4
No estrangeiro.	n.d.	17.2	14.7	12.2

Quadro 2B

MEDIDAS DE DÍVIDA BANCÁRIA LÍQUIDA FACE AO EXTERIOR – % ACTIVO TOTAL

Contas consolidadas do sistema bancário português (excluindo instituições com sede e/ou actividade predominante no *off-shore* da Madeira)

	Dez.99	Dez.00	Dez.01	Dez.02
Posições de fim de período				
1. Passivos interbancários (líquidos de activos interbancários)	8.1	9.3	8.3	8.5
1.1 No país.	n.d.	-0.4	-0.6	-0.7
1.2 No estrangeiro	n.d.	9.6	8.9	9.2
2. Responsabilidades representadas por títulos e dívida subordinada	8.1	11.4	14.7	16.9
2.1 Detidos pelo sector não monetário residente	n.d.	3.5	3.7	4.1
2.2 Detidos por outros sectores (a)	n.d.	7.9	11.1	12.8
3. Financiamento de mercado total (1.+ 2.)	16.2	20.6	23.0	25.4
3. Financiamento de mercado no exterior (estimativa) (1.2 + 2.2)	n.d.	17.5	20.0	22.0

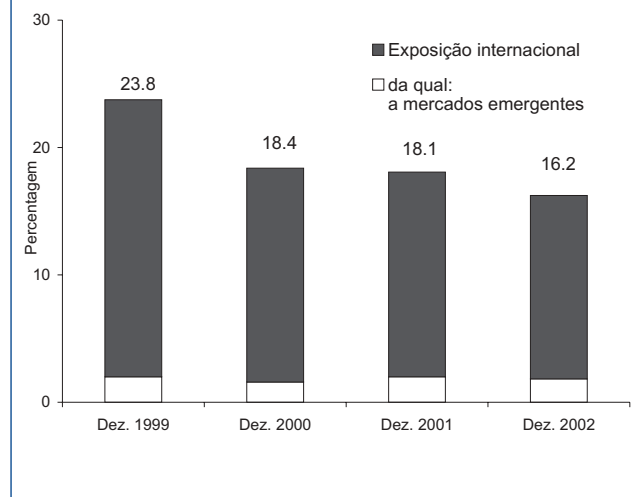
Contas consolidadas do sistema bancário português (Instituições domésticas)

	Dez.99	Dez.00	Dez.01	Dez.02
Posições de fim de período				
1. Passivos interbancários (líquidos de activos interbancários)	7.2	9.4	8.1	6.5
1.1 No país.	n.d.	-0.3	-0.1	-0.5
1.2 No estrangeiro	n.d.	9.7	8.2	7.0
2. Responsabilidades representadas por títulos e dívida subordinada	8.1	12.1	16.1	18.2
2.1 Detidos pelo sector não monetário residente	n.d.	3.5	3.8	4.2
2.2 Detidos por outros sectores (a)	n.d.	8.5	12.3	14.0
3. Financiamento de mercado total (1.+ 2.)	15.3	21.5	24.2	24.7
3. Financiamento de mercado no exterior (estimativa) (1.2 + 2.2)	n.d.	18.3	20.5	21.0

Nota:

(a) Os “outros sectores” incluem o sector não residente e as outras IFM residentes. Como tal, no ponto 3.2, o financiamento de mercado no exterior apresenta algum grau de sobre-estimação, que, contudo, não será muito expressivo.

Gráfico 4
EXPOSIÇÃO INTERNACIONAL
DOS BANCOS PORTUGUESES
Em percentagem do activo total



nal de Dezembro de 2002) e, nestes, em países da área do euro (cerca de metade da exposição total). Dos restantes activos externos de bancos portugueses, uma parte significativa é sobre centros financeiros *off-shore* — ligeiramente acima de 10 por cento, no final de 2002. Porém, a importância relativa da exposição a este conjunto de países e territórios *off-shore* tem vindo a registar uma trajectória claramente descendente desde o final de 2000. As restantes áreas geográficas representam, também, no conjunto, um pouco mais de 10 por cento do total da exposição internacional do sistema bancário, destacando-se neste grupo a América Latina (cuja exposição representa 3.7 por cento do total, três quartos da qual se concentra no Brasil⁽⁵⁾) e a países africanos e do Médio Oriente (cerca de 4 por cento, sendo que metade constitui activos sobre PALOP). Consequentemente, a exposição a países de mercado emergente é de 1.8 por cento do activo.

Em termos de sector institucional, a exposição internacional do sistema bancário concentra-se em bancos (mais de 50 por cento), mas o peso dos activos sobre não bancos tem vindo a aumentar, re-

presentando já quase 40 por cento da exposição internacional total do sistema bancário português.

Por prazos, a exposição internacional é constituída sobretudo por activos com maturidade (contratual) inferior a 1 ano (exactamente 50 por cento), apresentando os prazos mais longos (superior a 2 anos) uma importância relativa crescente: estes activos representavam já 44 por cento do total, no final de 2002, um valor próximo dos níveis europeus.

Comparativamente a outros países desenvolvidos, a exposição internacional dos bancos portugueses é reduzida, conforme se verifica através do Gráfico 5. Tomando os activos externos apenas dos bancos nacionais,⁽⁶⁾ em base consolidada, estes representavam cerca de 32 por cento do PIB no final de 2002 (33.5 por cento, em Setembro de 2002), quando no conjunto da área do euro excluindo a Grécia e o Luxemburgo ascendiam a 80 por cento do PIB.⁽⁷⁾ A exposição a países da Europa de Leste, América Latina e Caraíbas, Ásia e Pacífico e África e Médio Oriente — cujo conjunto integra, para efeitos da presente análise, o grupo denominado economias de “mercados emergentes” — representava cerca de 10 por cento do PIB da área do euro excluindo Grécia e Luxemburgo, muito acima da participação destas zonas geográficas na carteira de activos externos dos bancos portugueses (cerca de 4 por cento do PIB).

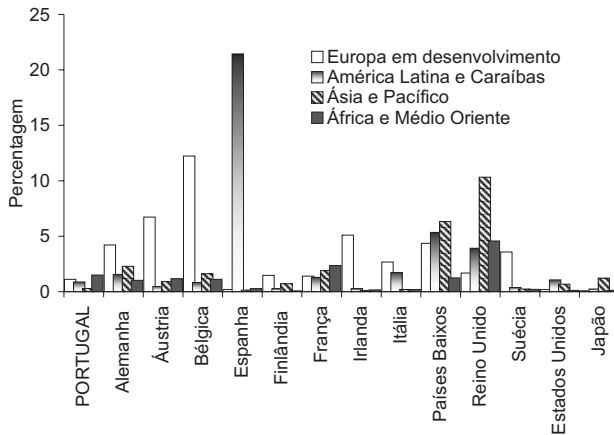
Em termos internacionais, é de realçar a significativa exposição da Espanha ao conjunto de países que constituem a área geográfica “América La-

(5) No final de Dezembro de 2002, 43 por cento da exposição relativamente ao Brasil era detida por filiais em Portugal de bancos de nacionalidade de países não reportantes ao BIS (como seja, o Brasil), sendo a restante (57 por cento) de bancos domésticos, em base consolidada.

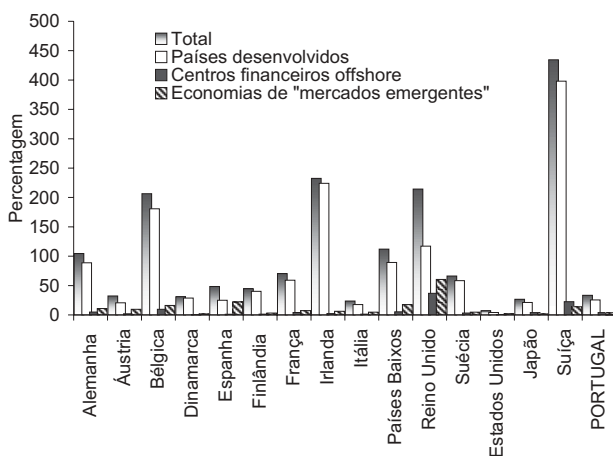
(6) As comparações internacionais efectuadas nesta secção basearam-se nas Estatísticas divulgadas pelo BIS relativas a activos externos em base consolidada (CIBS). Esta informação é apresentada na perspectiva da nacionalidade dos bancos reportantes (ao BIS). Sendo em base consolidada, os activos externos de filiais em países reportantes de bancos com sede também em países reportantes são consideradas como activos externos do país de nacionalidade da sede. Assim, a comparação da exposição dos bancos portugueses com a de outros sistemas bancários só é legítima (a partir da fonte referida), tomando apenas os activos externos dos bancos de nacionalidade portuguesa, em base consolidada; isto é, dos bancos com sede em território nacional, incluindo as respectivas filiais e sucursais no exterior. Os activos externos das filiais de bancos estrangeiros em Portugal são considerados como activos dos países de nacionalidade da sede, não constituindo, para efeitos desta comparação, exposição internacional de bancos portugueses.

(7) Refira-se que, excluindo a Alemanha, Bélgica, Irlanda e Países Baixos, cuja exposição internacional é superior a 100 por cento do PIB, a exposição média nos restantes países da área do euro reduz-se para 48 por cento do PIB.

Gráfico 5
**ACTIVOS SOBRE ECONOMIAS
 DE MERCADOS EMERGENTES**
 Setembro de 2002 – em percentagem do PIB



**ACTIVOS SOBRE O EXTERIOR
 DE BANCOS DOMÉSTICOS**
 Setembro de 2002 – em percentagem do PIB



Fonte: BIS – Consolidated foreign claims, by nationality of reporting banks.

tina e Caraíbas" (21.5 por cento do PIB), em especial face ao México e Chile. A Bélgica e a Áustria também apresentam exposições significativas, mas nestes casos às economias da Europa de Leste (respectivamente, cerca de 12 e 7 por cento do respectivo PIB). O sistema bancário do Reino Unido apresenta igualmente uma exposição relativamente elevada aos mercados emergentes no seu conjunto (20.5 por cento do PIB), concentrada na região Ásia e Pacífico (10 por cento do PIB). De refe-

rir ainda a exposição do sistema bancário (nacional) holandês a mercados emergentes (quase 18 por cento do PIB), sendo esta quase uniformemente repartida pelas três áreas geográficas mencionadas.

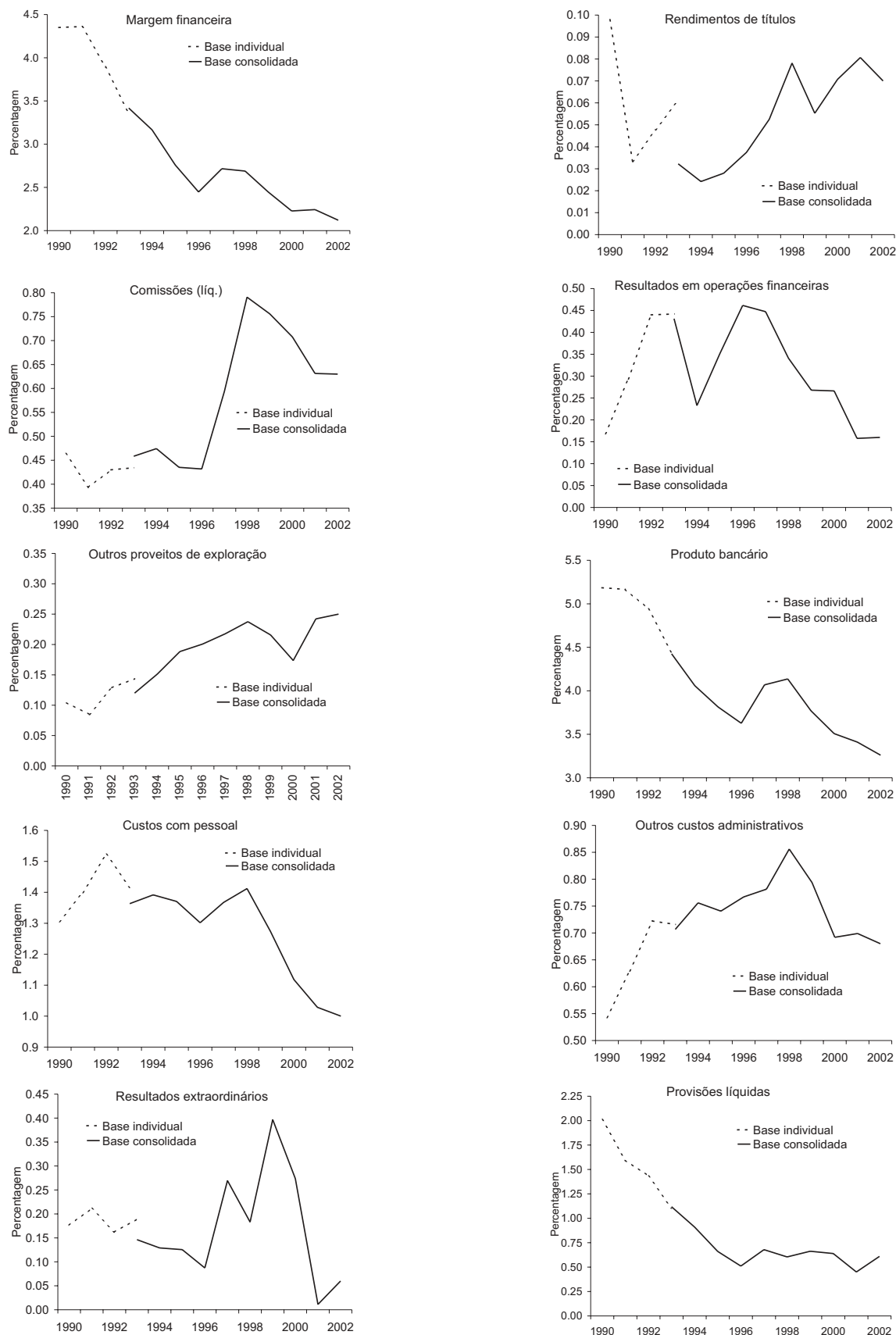
4. RENDIBILIDADE

A evolução da rendibilidade líquida do activo ao longo do último ciclo económico tem subjacente alterações estruturais muito substanciais na estrutura de proveitos, em particular no período entre 1990 e 1996.

O processo de convergência nominal ao longo dos anos 90, conjugado com um clima concorrencial crescente, contribuiu para uma forte diminuição do contributo da margem financeira para o conjunto dos resultados dos bancos na primeira metade dos anos 90 (Gráfico 6), de cerca de 4.4 por cento do activo médio em 1990 para 2.5 por cento em 1996. No mesmo período, assistiu-se a uma redução significativa das dotações de provisões (líquidas), de cerca de 2 por cento do activo médio para cerca de 0.5 por cento em 1996. O seu elevado nível nos primeiros anos da década de 90 reflectia, por um lado, as necessidades de provisionamento específico dos créditos vencidos, que eram em parte uma herança da década de 80 e, por outro lado, eram também fruto do abrandamento da actividade económica que conduziu à recessão de 1993. Após uma interrupção em 1997 e 1998, a margem financeira em percentagem do activo médio retomou a tendência de decréscimo, para se situar em 2.1 por cento em 2002.

Há também que realçar o aumento dos resultados em operações financeiras até 1993, associado essencialmente a ganhos de natureza cambial. Estes resultados, após apresentarem valores mais reduzidos em 1994 e 1995, voltaram a registar níveis elevados em 1996, num contexto em que a convergência das taxas de juro de longo prazo conduziu a ganhos muito substanciais na carteira de títulos de rendimento fixo. Reflectindo a natureza transitória dos ganhos associados ao período de convergência, os resultados em operações financeiras reduziram-se progressivamente após 1997, redução que, ainda assim, foi travada pelo contributo significativo dos ganhos na carteira de títulos de rendimento variável, associados à valorização significativa nos mercados de acções (facto que esteve

Gráfico 6
PRINCIPAIS RUBRICAS DA DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS
EM PORCENTAGEM DO ACTIVO TOTAL MÉDIO



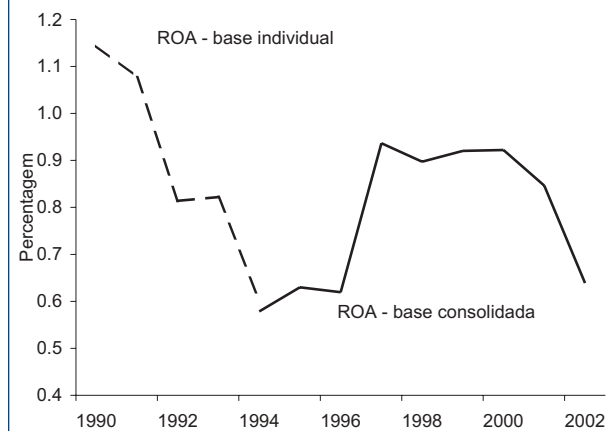
Nota: Até 1993 é apresentada informação em base individual, devido à indisponibilidade de dados em base consolidada.

igualmente associado aos níveis elevados dos resultados extraordinários entre 1997 e 2000). Em 2001 e 2002, tanto os resultados em operações financeiras, como os resultados extraordinários, embora positivos, atingiram, em percentagem do activo médio, os níveis mínimos desde 1990.

As comissões líquidas não registaram alterações muito significativas no período 1990 a 1996, quando avaliadas em percentagem do activo médio. A partir de 1997, estes ganhos passaram a representar uma proporção mais significativa dos resultados, seja porque muitos dos serviços que anteriormente eram prestados sem cobrança de qualquer comissão (ou com uma comissão meramente simbólica) passaram progressivamente a ser tarifados mais de acordo com o respectivo custo, ou porque a dinamização do mercado de capitais incrementou significativamente a prestação de serviços de intermediação de operações no mercado de capitais e gestão/domiciliação de activos, geradoras de comissões em diversos domínios. Em 2001 e 2002, as comissões auferidas pelos bancos situaram-se em 0.63 por cento do activo médio, um valor que, sendo inferior ao máximo de cerca de 0.8 por cento registado em 1998, se situa claramente acima dos valores verificados no início da década de 90. Tal encontra justificação no facto de as operações no mercado primário de acções (incluindo as privatizações), uma fonte importante de comissões para os bancos, se terem concentrado fortemente no período de 1997 a 2000, sendo o seu montante quase insignificante a partir de 2001.

No que diz respeito aos custos administrativos, o sistema conseguiu uma significativa melhoria de eficiência, a que corresponde uma posição internacional de primeiro plano (Gráfico 12). No que se refere à componente de custos com pessoal, não se verificaram alterações muito marcadas, de forma persistente, entre 1990 e 1998, reduzindo-se apreciavelmente a partir de 1999, no contexto do processo de reestruturação dos grupos financeiros, nomeadamente na sequência de operações de aquisição/fusão. Por seu lado, a modernização tecnológica e de canais de distribuição, que envolveu, nomeadamente, a automatização de procedimentos administrativos e de comunicações, conduziu a um aumento expressivo da importância dos outros custos administrativos até 1998, aumento que foi revertido, em grande parte, no período subsequente. No seu conjunto, os custos administrativos

Gráfico 7
RENDIBILIDADE LÍQUIDA DO ACTIVO



situaram-se, em 2002, em 1.69 por cento do activo médio (o nível mais baixo desde 1990) e que compara com 2.13 por cento em 1998 (o nível mais elevado no mesmo período).

O abrandamento económico sentido desde 1999, em conjugação com a redução de cotações nos mercados de acções internacionais a partir de 2000, tem vindo a reflectir-se numa redução da rentabilidade desde 2001, situação que se acentuou em 2002 (Gráfico 7). De facto, em 2002, o ROA reduziu-se cerca de 20 pontos base, para aproximadamente 0.65 por cento, reflectindo essencialmente uma redução da margem financeira em percentagem do activo médio de cerca de 13 pontos de base e um aumento das provisões líquidas em cerca de 15 pontos de base, num contexto em que os ganhos mais relacionados com os mercados de capitais (resultados em operações financeiras, resultados extraordinários e, em menor, grau, as comissões) se situam muito abaixo dos máximos da década de 90.

Se bem que o ROA dos bancos portugueses tenha atingido, em 2002, valores próximos do mínimo do último ciclo económico, registados após a recessão de 1993, no momento presente esse facto tem um significado económico muito diverso, que merece uma qualificação adicional. Numa primeira análise, pode verificar-se que a rentabilidade líquida dos capitais próprios apresenta o mesmo padrão cíclico do ROA. Embora tenha verificado uma redução significativa em 2002 (3.4 pontos per-

Gráfico 8A
RENDIBILIDADE LÍQUIDA DOS CAPITAIS
PRÓPRIOS (ROE)

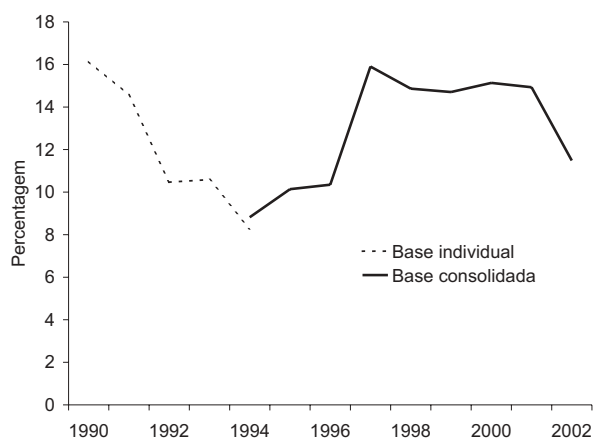
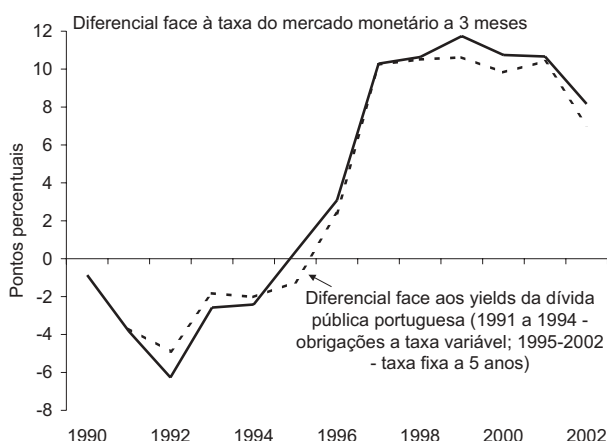


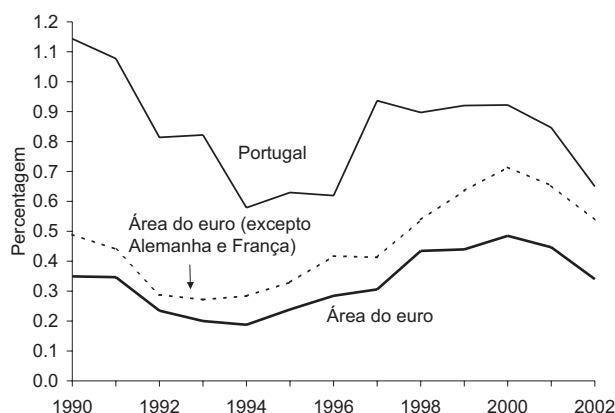
Gráfico 8B
DIFERENCIAL ENTRE O ROE DO SISTEMA
BANCÁRIO E TAXAS DE JURO DE REFERÊNCIA



centuais), o nível alcançado (11.5 por cento) permite cobrir, com larga margem, a taxa de juro de mercado prevalecente (Gráficos 8.A e 8.B), assegurando a remuneração dos capitais investidos no sector. Esta situação não foi tão evidente na primeira metade da década de 90, período em que a rentabilidade dos capitais próprios foi sistematicamente inferior às taxas de juro de referência sem risco.

A redução da rentabilidade em 2002 não ocorreu apenas em Portugal, tendo sido observada igualmente na generalidade dos sistemas bancários europeus. No conjunto dos países da área do

Gráfico 9
RENDIBILIDADE LÍQUIDA DO ACTIVO –
PORTUGAL E MÉDIA DA ÁREA DO EURO



Fontes: *Bank profitability*, OCDE, edição 2003, *Bankscope* e Banco de Portugal.

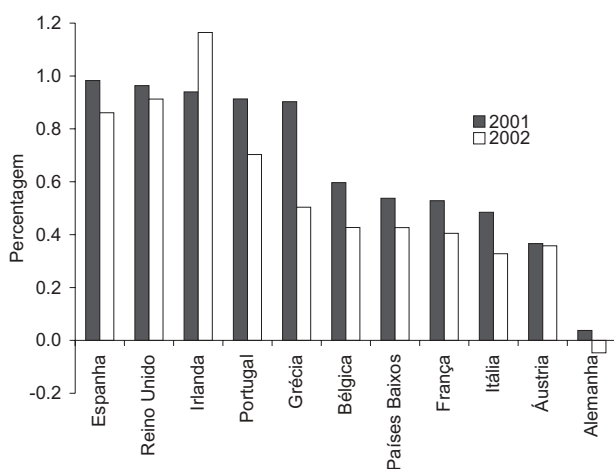
euro estima-se em 11 pontos base a redução da rentabilidade líquida do activo observada em 2002 (Gráfico 9). Para efeitos de comparação com a evolução da rentabilidade dos bancos portugueses em 2002 seleccionou-se uma amostra de bancos europeus⁽⁸⁾ para os quais existe informação pública já disponível. O ROA dos bancos portugueses, tradicionalmente dos mais elevados no contexto europeu, continua a comparar favoravelmente. De facto, apesar da redução significativa do ROA dos bancos portugueses em 2002, este continua a situar-se entre os mais elevados de entre o conjunto de países para os quais existe informação disponível, sendo apenas superado pelo sistema bancário de Espanha, Irlanda e Reino Unido (Gráfico 10).⁽⁹⁾

Registe-se a redução de rentabilidade do sistema bancário da Grécia, cujo ROA diminuiu cerca de 40 pontos base em 2002, no conjunto dos 5 ban-

(8) Os critérios de selecção consistiram na dimensão (os maiores bancos de cada país) e a disponibilidade de dados para o conjunto do ano de 2002. A amostra difere pontualmente da que foi utilizada na secção 2. (cuja informação utilizada se refere a 2001) e inclui sete bancos de Espanha e do Reino Unido; nove da Itália; três da Irlanda, da França e da Alemanha; cinco de Portugal e da Grécia; dois da Bélgica, da Holanda e da Áustria. Fonte: relatórios e contas dos bancos e *Bankscope*.

(9) Não foi possível apresentar informação referente aos sistemas bancários do Luxemburgo e da Finlândia, por indisponibilidade de informação pública relativa ao ano 2002.

Gráfico 10

RENDIBILIDADE LÍQUIDA DO ACTIVO NOS PRINCIPAIS BANCOS EUROPEUS

Nota: Agregados por país constituem médias ponderadas pelo activo total médio dos bancos incluídos na amostra.

Fontes: *Bankscope*, relatórios e contas dos bancos incluídos na amostra e Banco de Portugal. A amostra inclui sete bancos de Espanha e do Reino Unido; nove da Itália; três da Irlanda, da França e da Alemanha; cinco de Portugal e da Grécia; dois da Bélgica, da Países Baixos e da Áustria.

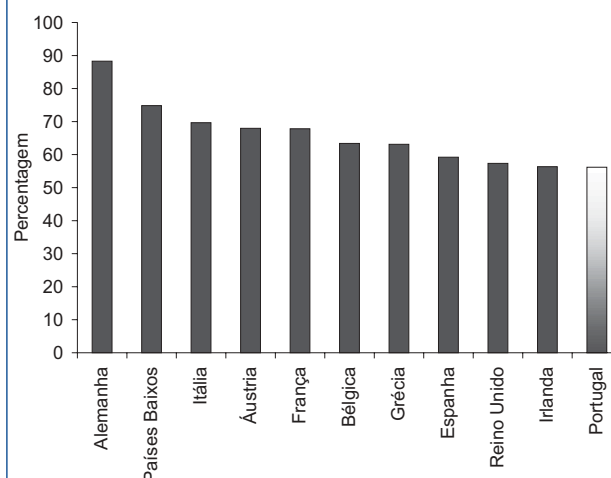
cos seleccionados, e do sistema alemão, cujos três bancos da amostra apresentaram, no seu conjunto, prejuízos em 2002 (após terem registado um ROA já muito baixo em 2001). Em termos gerais, a explicação para a grande disparidade entre as rendibilidades dos sistemas bancários relaciona-se, em particular, com o nível de custos, sendo que os sistemas bancários com maior peso dos custos administrativos no produto bancário, tendem a ser aqueles que apresentam menores níveis de rentabilidade (Gráfico 11). De realçar, a posição particularmente favorável do sistema bancário português, que regista o menor rácio entre os custos administrativos e o produto bancário.

Além disso, pode verificar-se que, comparando com os sistemas bancários para os quais foi possível obter informação referente a Dezembro de 2002, o rácio entre os créditos de cobrança duvidosa e o crédito bruto a clientes dos bancos portugueses apresenta um nível baixo (semelhante ao da Espanha e do Reino Unido) por comparação com o registado pelos bancos da Itália, França ou

Gráfico 11

RÁCIO ENTRE CUSTOS ADMINISTRATIVOS E PRODUTO BANCÁRIO

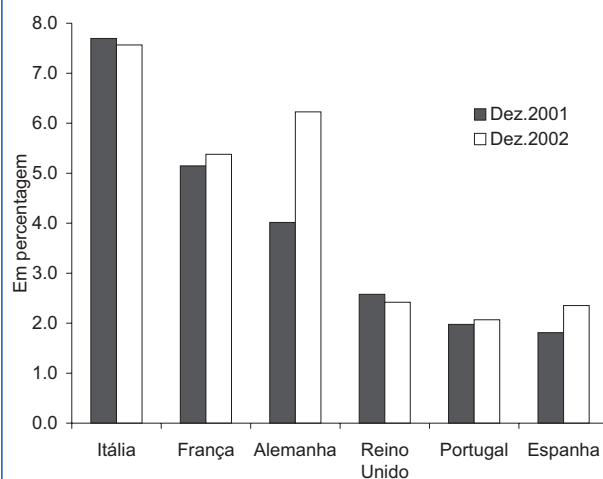
2001



Nota: Agregados por país constituem médias ponderadas pelo activo total médio dos bancos incluídos na amostra.

Fontes: *Bankscope* e Banco de Portugal. A amostra inclui sete bancos de Espanha e do Reino Unido, nove da Itália, três da Irlanda, da França e da Alemanha, cinco de Portugal e da Grécia, dois da Bélgica, dos Países Baixos e da Áustria.

Gráfico 12

CRÉDITO DE COBRANÇA DUVIDOSA EM PERCENTAGEM DO CRÉDITO BRUTO

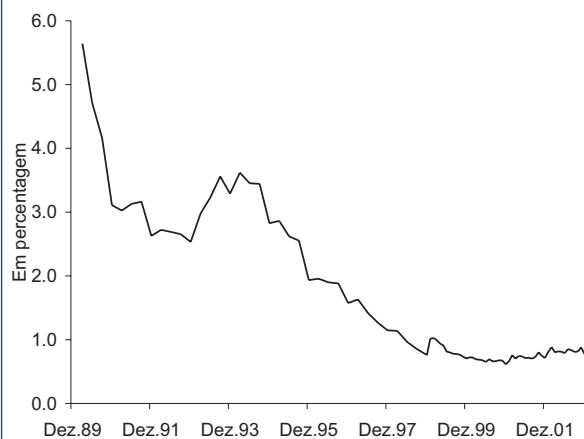
Nota: Agregados por país constituem médias ponderadas pelo activo total médio dos bancos incluídos na amostra.

Fontes: *Bankscope*, relatórios e contas dos bancos incluídos na amostra e Banco de Portugal. A amostra inclui seis bancos de Espanha e do Reino Unido; doze da Itália; três da França; dois da Alemanha.

Gráfico 13

**CRÉDITO E JUROS VENCIDOS (LÍQUIDO
DE PROVISÕES ESPECÍFICAS)
EM PORCENTAGEM DO CRÉDITO (LÍQUIDO)**

Base individual

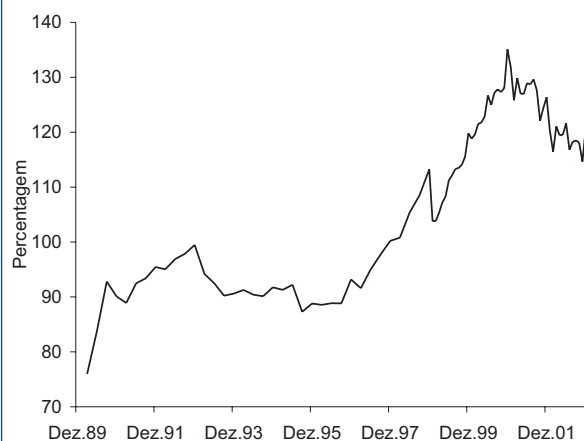


Nota: Quebra de série em Janeiro de 1999.

Gráfico 14

**PROVISIONAMENTO TOTAL DO CRÉDITO
BANCÁRIO EM PORCENTAGEM DO CRÉDITO
VENCIDO**

Base individual



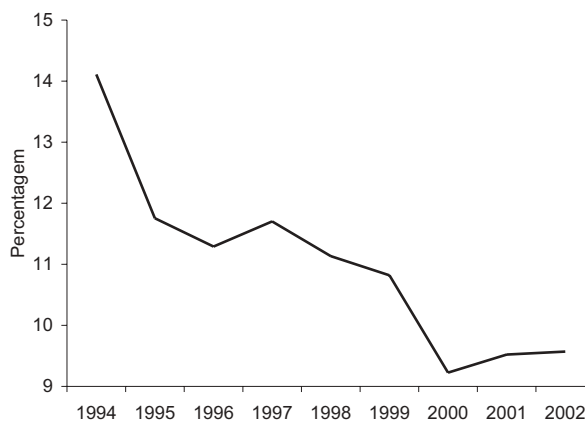
Nota: Quebra de série em Janeiro de 1999.

Alemanha (Gráfico 12). Em relação a estes últimos, note-se o aumento muito significativo neste rácio entre Dezembro de 2001 e Dezembro de 2002, facto que esteve subjacente aos prejuízos apresentados pelos principais bancos alemães em 2002. Para

Gráfico 15

**RÁCIO DE ADEQUAÇÃO
DE FUNDOS PRÓPRIOS**

Base consolidada



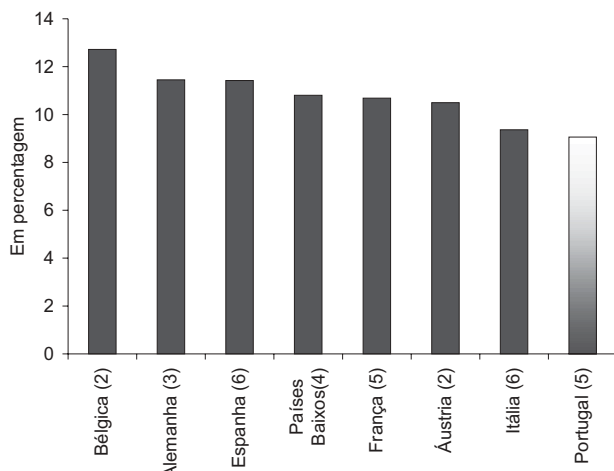
Nota: Agregado do sistema bancário português, excepto instituições com sede e/ou actividade exclusiva no off-shore da Madeira.

além do nível relativamente baixo dos créditos vencidos dos bancos portugueses, quer em termos históricos quer por comparação internacional, deve registar-se ainda que o total das provisões para crédito constituídas pelo conjunto do sistema bancário nacional excede o saldo de créditos vencidos, sendo o respectivo rácio de cobertura de cerca de 120 por cento em Dezembro de 2002 (Gráficos 13 e 14).

5. SOLVABILIDADE

No final de 2002, o rácio de adequação dos fundos próprios do sistema bancário português (em base consolidada) situava-se em 9.6 por cento, nível que compara com 11.1 por cento no final de 1998 (Gráfico 15). Até ao final da década de 90, o rácio atingiu valores superiores a 10 por cento. Esta evolução do rácio reflecte o significativo crescimento dos requisitos de fundos próprios, o que tem estado associado à forte expansão do crédito, e, em menor grau, a um aumento da importância das deduções aos fundos próprios (em Dezembro de 1997 as deduções representavam 0.5 por cento dos riscos ponderados, valor que compara com 1.5 por cento em Junho de 2002). Esta expansão não

Gráfico 16
RÁCIO DE SOLVABILIDADE
2001



Fontes: *Bankscope* e relatórios e contas de uma amostra de bancos europeus. Número de bancos da amostra de cada país entre parênteses. Não se apresentam dados da Finlândia, da Irlanda, da Grécia, do Reino Unido e do Luxemburgo por indisponibilidade de informação.

tem sido acompanhada por um reforço proporcional dos fundos próprios, pelo que o rácio se tem aproximado do limiar (mínimo) dos 8 por cento, se bem que denotando algum aumento desde 2000. Note-se, adicionalmente, que o aumento dos fundos próprios tem reflectido, em larga medida, o crescimento dos fundos próprios complementares.

Tomando, para efeitos de comparação internacional, os dados do conjunto dos cinco maiores grupos bancários portugueses referentes a Dezembro de 2001, pode verificar-se que os bancos portugueses se situavam entre os que registavam menores rácios de adequação de fundos próprios (Gráfico 16). Note-se, no entanto, que ocorreram aumentos de capitais em alguns grupos bancários portugueses nos últimos meses, o que deverá ter contribuído para uma melhoria da sua situação de solvabilidade.

6. CONCLUSÃO

A participação de Portugal na área do euro teve consequências importantes para a estrutura do balanço do sistema bancário português, em que

avulta o aumento da importância do crédito no total do activo, em especial do crédito a particulares para habitação, por contrapartida de uma redução do peso dos activos interbancários e da carteira de dívida pública. Paralelamente, o crescimento menos do que proporcional dos depósitos traduziu-se numa subida acentuada do rácio crédito/depósitos, se bem que para níveis semelhantes aos observados em outros sistemas bancários europeus. Os bancos portugueses aumentaram assim o seu recurso a financiamento de mercado em euros, o qual surgiu facilitado pela participação de Portugal na área do euro. De início, esse recurso dirigiu-se ao mercado interbancário (de curto prazo), mas após 2000 os bancos portugueses intensificaram as suas emissões de títulos nos mercados financeiros internacionais.

Muito embora a posição de investimento internacional do sistema bancário seja devedora e semelhante ao da economia como um todo, situando-se em cerca de 40 por cento do PIB em 2002, o recurso (líquido) a financiamento de curto prazo no mercado interbancário internacional representa um valor bastante inferior. No caso das instituições bancárias domésticas, a utilização do mercado interbancário no estrangeiro, depois de atingir um máximo em 2000, tem vindo a reduzir-se, ascendendo a cerca de 12 por cento do PIB no final de 2002. Por outro lado, o endividamento de mercado (líquido) face ao exterior das instituições domésticas representa apenas 21 por cento dos activos totais do sector.

No que diz respeito à rentabilidade, é importante realçar que o sistema bancário português apresentou, em 2002, uma das mais altas rentabilidades do activo entre os sistemas bancários europeus. Este facto é particularmente relevante tendo em conta a queda estrutural da margem financeira evidenciada desde o início dos anos 90, em ligação com o processo de convergência nominal da economia portuguesa e a acrescida concorrência no sector. Assistiu-se, por um lado, a um aumento da importância das comissões líquidas enquanto fonte de rendimento dos bancos e, por outro, a uma redução dos custos administrativos, com destaque para os custos com pessoal no contexto do processo de reestruturação dos grupos financeiros. Simultaneamente, observou-se neste período uma queda acentuada do crédito de cobrança duvidosa.

Já no que se refere à solvabilidade, as posições do sistema bancário português a nível internacional são menos favoráveis. É de notar, no entanto, que o rácio de solvabilidade se situa claramente acima do mínimo regulamentar, denotando alguma subida desde 2000, e que os aumentos de capital observados nos últimos meses deverão ter contribuído para uma melhoria da situação relativamente a este indicador.

A actual posição cíclica da economia internacional, conjugada com a correcção observada nos

mercados financeiros, a que acresce o processo de ajustamento endógeno da economia portuguesa, constituem uma envolvente muito exigente para o sistema bancário. Muito embora em diversos domínios o ponto de partida dos bancos portugueses seja relativamente favorável, é fundamental que estes mantenham e reforcem uma gestão de risco prudente, bem como aprofundem os ganhos de eficiência conseguidos nos últimos anos.

Artigos

TRAJECTÓRIA DAS TAXAS DE JURO: PERSISTÊNCIA E GRADUALISMO*

Fernando Martins**

1. INTRODUÇÃO

Existe a opinião generalizada de que diversos bancos centrais têm conduzido a política monetária de forma gradual. Esta ideia é normalmente suportada pela evidência de que as alterações nas taxas de juro oficiais dos principais bancos centrais se traduzem, regra geral, em movimentos de pequena amplitude e com inversões de sentido pouco frequentes, motivando uma trajectória caracterizada por um elevado grau de persistência (Gráficos 1, 2, 3 e 4).⁽¹⁾

Para alguma literatura, este padrão comum que se observa no comportamento das taxas de juro oficiais dos principais bancos centrais é apontado como um sinal da preferência destes por uma política monetária gradualista, também designada de “*interest-rate smoothing*”. De acordo com esta visão, os bancos centrais revelam alguma relutância em ajustar as taxas de juro de forma mais agressiva, preferindo fazê-lo gradualmente na direcção de um novo nível óptimo. Do ponto de vista empírico, este comportamento é tradicionalmente incorporado nos modelos introduzindo directamente na função-objectivo do banco central um termo estabilizador da variância da taxa de juro ou, alternativamente, através de um mecanismo de ajustamento parcial, em que a taxa de juro é ajustada de

forma gradual na direcção de uma taxa de juro óptima definida por uma regra de política monetária. Estas abordagens parecem, no entanto, ser motivadas essencialmente pela necessidade de justificar a persistência observada nas taxas de juro, e não por quaisquer considerações teóricas que fundamentem a sua utilização. Não permitem, por isso, fazer a distinção entre, por um lado, a persistência observada nas taxas de juro que resulta de uma preferência explícita das autoridades por uma política monetária gradualista e, por outro, a “persistência natural” que decorre da persistência observada nas variáveis económicas às quais a autoridade monetária reage. Deste modo, como é explicado neste artigo, apenas faz sentido caracterizar uma política monetária como mais ou menos gradualista por comparação com uma regra de política óptima.

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

O autor gostaria de agradecer a Carlos Robalo Marques, Isabel Gameiro, Isabel Horta Correia, José Ferreira Machado, Marta Abreu, Maximiano Pinheiro, Nuno Alves e Pedro Duarte Neves pelos comentários apresentados em versões anteriores deste artigo e que em muito o vieram beneficiar.

** Departamento de Estudo Económicos.

(1) O comportamento da Reserva Federal norte-americana em 2001 contrasta um pouco com esta forma de abordagem, na medida em que apresentou um nível de activismo sem precedentes na história recente. De facto, ao longo de 2001, a Reserva Federal reduziu o objectivo para a taxa de juro dos *Fed funds* num total acumulado de 4.75 pontos percentuais para 1.75 por cento, tendo esta redução sido efectuada através de onze movimentos. Em Novembro de 2002, a Reserva Federal efectuou uma redução adicional de 50 pontos base. A título ilustrativo, e partindo do pressuposto de que a Reserva Federal não efectuará cortes adicionais no objectivo para a taxa de juro dos *Fed funds*, refira-se que o anterior grande ciclo de descida de taxas de juro nos Estados Unidos foi significativamente mais longo, decorrendo entre Junho de 1989 e Setembro de 1992. Durante este período, a Reserva Federal reduziu o objectivo para a taxa de juro dos *Fed funds* em 6.75 pontos percentuais para 3.0 por cento, através de 22 movimentos, 14 dos quais de 25 pontos base.

Gráfico 1
RESERVA FEDERAL
TAXA DE JURO DE REFERÊNCIA
DOS FED FUNDS
Janeiro de 1990 a Dezembro de 2002

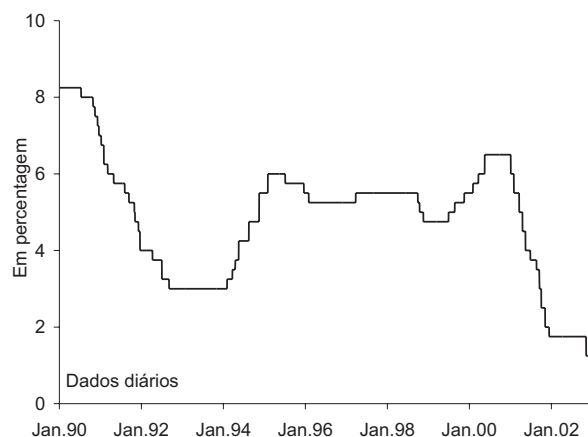


Gráfico 2
BANCO DE INGLATERRA
TAXA REPO
Janeiro de 1990 a Dezembro de 2002

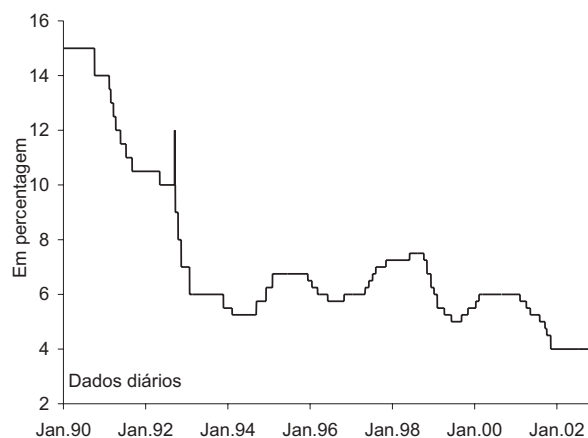


Gráfico 3
BUNDESBANK
TAXAS REPO, LOMBARDA E DE DESCONTO
Outubro de 1992 a Dezembro de 1998

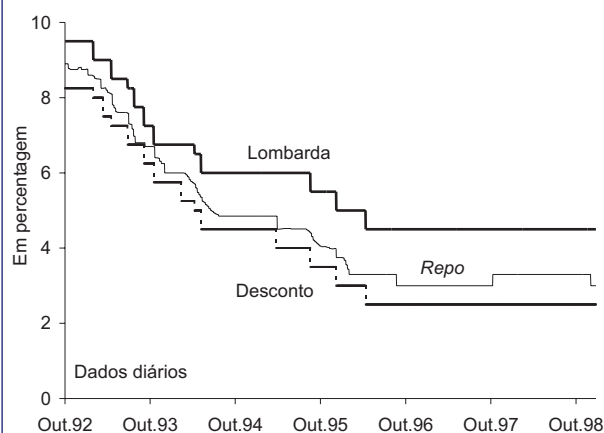
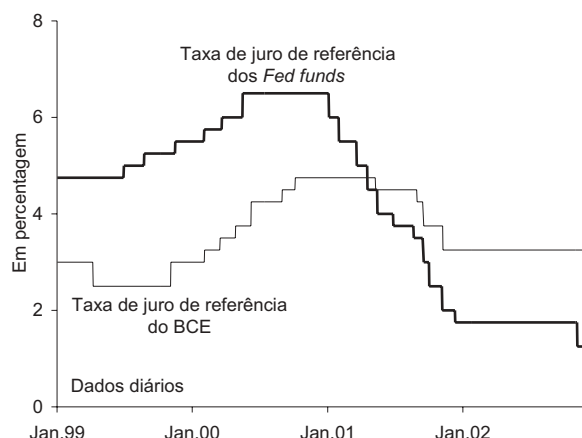


Gráfico 4
RESERVA FEDERAL E BCE
TAXAS DE JURO OFICIAIS
Janeiro de 1999 a Dezembro de 2002



Os resultados obtidos em alguns trabalhos têm mostrado [veja-se Goodhart (1999) e Sack (1998a)] que a política monetária observada tem sido caracterizada por um grau de gradualismo que não pode ser explicado estritamente pela dinâmica da economia. Por outras palavras, a trajectória óptima para as taxas de juro que emerge de diversos modelos macroeconómicos é, por norma, menos gradual do que a observada na prática.⁽²⁾

Uma explicação possível para a divergência entre as indicações dadas pelos modelos e a prática observada é a de que os primeiros podem não tra-

tar de forma adequada a incerteza que existe em

- (2) A própria noção de gradualismo depende do instrumento de política monetária considerado. Por exemplo, uma regra agressiva de taxa de juro é compatível com uma regra mais gradualista para o crescimento monetário e vice-versa, muito embora a maioria dos trabalhos concentrem a análise em regras de taxa de juro.
- (3) Neste artigo não é discutido de que forma o próprio processo de tomada de decisão por um órgão colegial, como o Conselho do BCE ou o *Federal Open Market Committee*, e a regra de decisão que é tipicamente adoptada (maioria simples, maioria qualificada, consenso, etc.) podem influenciar o grau de gradualismo da política monetária.

torno das decisões de política monetária.⁽³⁾ Com efeito, na prática as autoridades monetárias enfrentam um vasto conjunto de incertezas, incluindo a incerteza acerca do estado da economia, a incerteza quanto à magnitude dos parâmetros que caracterizam o mecanismo de transmissão da política monetária ou a incerteza relativamente ao modelo que descreve o comportamento da economia. Nesta perspectiva, este artigo analisa os principais resultados obtidos na literatura no que respeita aos efeitos dos diferentes tipos de incerteza sobre o grau de gradualismo da política monetária.

O artigo encontra-se estruturado da seguinte forma. Na secção 2, é apresentado um conjunto de características comuns ao comportamento das principais taxas de juro oficiais, com base em diversas estatísticas de síntese, as quais são normalmente utilizadas para suportar a ideia de que a política monetária é conduzida de forma gradualista. Na secção 3, é explicado porque razão o conteúdo informativo destas estatísticas deve ser interpretado com cautela, sendo também apresentada uma definição de política monetária gradualista e uma abordagem possível para a sua identificação. A secção 4 descreve os diversos tipos de incerteza que as autoridades monetárias enfrentam, com particular destaque para a chamada incerteza paramétrica, e mostra de que modo o nível “óptimo” de gradualismo da política monetária é sensível à forma de incerteza que é especificada. A secção 5 apresenta algumas considerações finais.

2. CARACTERÍSTICAS COMUNS NO COMPORTAMENTO DAS PRINCIPAIS TAXAS DE JURO OFICIAIS

Muito embora existam diferenças no padrão das alterações das taxas de juro levadas a cabo pelas diferentes autoridades monetárias, subsistem importantes semelhanças de comportamento, que contribuem em última análise para a existência de persistência nas taxas de juro oficiais:

1. *Alterações das taxas de juro pouco frequentes e de reduzida magnitude* — as alterações nas taxas de juro são relativamente pouco frequentes, sobretudo tendo em conta a cadência de divulgação da informação relevante sobre a evolução económica. Diariamente é disponibilizada informação susceptível de conduzir, pelo menos marginalmente, a alterações nas previsões de inflação e/ou crescimen-

to. Não obstante, a maioria dos bancos centrais não altera as taxas de juro mais de uma vez por mês, podendo decorrer vários meses sem que haja qualquer alteração. Adicionalmente, quando ocorrem alterações, em muitos casos não ultrapassam os 25 pontos base. O Quadro 1 mostra que, entre 1992 e 1998, o número médio de dias entre movimentos consecutivos para as autoridades referenciadas variou entre 105 e 148 dias. Note-se que a amplitude dos movimentos não ultrapassou na maioria das situações os 50 pontos base (no caso da Reserva Federal e do Banco de Inglaterra, os movimentos de 25 pontos base foram mais frequentes, enquanto no caso do *Bundesbank* predominaram os movimentos de 50 pontos base).

2. *Inversões raras na trajetória das taxas de juro* — as inversões de sentido das taxas de juro são frequentemente antecedidas por diversos movimentos no mesmo sentido. Na prática, tal significa que existe uma forte persistência nas taxas de juro oficiais. Por exemplo, no caso da Reserva Federal, entre 1992 e 2002, das 35 alterações anunciadas no objectivo para a taxa de juro dos *Fed funds*, apenas seis se traduziram em inversões de sentido.

3. *Manutenção das taxas de juro durante um período de tempo relativamente longo, antes de qualquer inversão da respectiva trajetória* — a evidência mostra que o hiato temporal entre movimentos com o mesmo sinal é bastante inferior ao hiato temporal entre movimentos de sinal contrário. Mais, à medida que aumenta o período de tempo desde a última alteração das taxas de juro maior é a probabilidade de o próximo movimento de taxas se traduzir numa inversão de trajetória.⁽⁴⁾ O Quadro 1 mostra que, nos últimos dez anos, para as autoridades monetárias consideradas, a duração média dos períodos que antecederam as inversões de sentido das taxas de juro foi entre duas e três

(4) Um modelo *Probit* estimado para os Estados Unidos entre Janeiro de 1990 e Dezembro de 2001 — um período em que ocorreram 49 movimentos na taxa de juro dos *Fed funds*, dos quais 9 se traduziram em inversões de sentido, revelou a seguinte equação para a probabilidade de inversão de sentido das taxas de juro:

$$P(I = 1) = \Phi(-4.546 + 0.024D)$$

I assume o valor 1, quando o movimento das taxas de juro corresponde a uma inversão, e 0, caso contrário. $\Phi(\cdot)$ representa a função de distribuição de uma distribuição Normal *standard* e *D* o tempo decorrido (em dias) entre cada alteração das taxas de juro. O rácio-*t* para o coeficiente de *D* é 2.31.

Quadro 1

**RESERVA FEDERAL, BUNDESBANK, BANCO DE INGLATERRA E BCE: MEDIDAS DO GRAU
DE PERSISTÊNCIA OBSERVADO NAS TAXAS DE JURO OFICIAIS**

Com informação disponível até 31 de Dezembro de 2002

Taxas de juro oficiais	Reserva Federal (Fed Funds Target)		Banco de Inglaterra (Repo)		Bundesbank (Desconto)	BCE (Repo)
	Jan92- Dez98	Jan99- Dez02	Jan92- Dez98	Jan99- Dez02	Jan92- Dez98	Jan99- Dez02
Número de movimentos.....	17	18	24	15	15	13
Movimentos de subida.....	8	6	10	4	1	7
Movimentos de descida.....	9	12	14	11	14	6
Amplitude de movimentos (pontos base)						
100 pbs.....	0	0	4	0	0	0
75 pbs.....	1	0	0	0	1	0
50 pbs.....	4	10	7	2	11	6
25 pbs.....	12	8	13	13	3	7
Amplitude das subidas						
100 pbs.....	0	0	0	0	0	0
75 pbs.....	1	0	0	0	1	0
50 pbs.....	3	1	3	0	0	2
25 pbs.....	4	5	7	4	0	5
Amplitude das descidas						
100 pbs.....	0	0	4	0	0	0
75 pbs.....	0	0	0	0	0	0
50 pbs.....	1	9	4	2	11	4
25 pbs.....	8	3	6	9	3	2
Inversões de sentido.....	4	2	4	2	1	2
Média de dias entre cada movimento.....	148	81	111	71	105	113
Número máximo de dias sem movimentos.....	553	330	314	364	322	392
Número mínimo de dias sem movimentos.....	15	15	24	16	28	18
Média de dias entre cada inversão e o movimento anterior.....	411	229	201	227	198	214

vezes superior à duração média da globalidade dos movimentos.

3. PERSISTÊNCIA DAS TAXAS DE JURO E GRADUALISMO DA POLÍTICA MONETÁRIA

Para alguma literatura, o padrão comum no comportamento das principais taxas de juro oficiais identificado na secção anterior é apontado como um sinal da prática de uma política gradualista (*"interest-rate smoothing"*), e que é responsável, em última análise, pela formação dos chamados "ciclos de taxas de juro".⁽⁵⁾ Alguns economistas, como Goodhart (1997), sustentam que os ciclos de taxas

de juro contribuem (e não contrariam, como seria desejável) para a formação de ciclos económicos. De acordo com esta visão, se as taxas de juro apresentassem um comportamento menos cíclico, com os bancos centrais dispostos a alterar as taxas de juro com maior frequência e em movimentos de maior amplitude, a duração dos ciclos económicos poderia ser reduzida. Expressões como *"too little and too late"* ou *"to be behind the curve"* são frequentemente utilizadas para criticar a aparente relutância de várias autoridades monetárias em alterar as taxas de juro de forma mais agressiva.

Do ponto de vista empírico, a preferência das autoridades monetárias por uma política gradualista é tradicionalmente incorporada nos modelos de uma de duas formas: ou introduzindo directamente na função-objectivo do banco central um

(5) Veja-se, por exemplo, Lowe e Ellis (1997).

termo que permita minimizar a variância da taxa de juro [veja-se, por exemplo, Söderlind (2001) ou Rudebusch e Svensson (1999)]; ou, alternativamente, através de um mecanismo de ajustamento parcial, em que o banco central altera a taxa de juro oficial de forma gradual na direcção de uma taxa de juro óptima definida por uma regra de política monetária [veja-se Clarida *et al.* (1997) ou Batini e Haldane (1999)].⁽⁶⁾ No entanto, qualquer uma destas abordagens parece ser motivada essencialmente pela necessidade de justificar a persistência observada nas taxas de juro, e não por quaisquer considerações que fundamentem a sua utilização [veja-se Woodford (1999)].

Existem diversas razões que poderão justificar a preferência das autoridades por uma política monetária gradualista.⁽⁷⁾ No entanto, a inclusão na função-objectivo de um termo estabilizador das ta-

(6) Esta última abordagem pode ser representada em termos formais pela seguinte equação:

$$i_t = (1 - \rho)i_t^* + \rho i_{t-1},$$

em que i_t define uma taxa de juro directamente ou indirectamente controlada pela autoridade monetária e i_t^* uma taxa de juro óptima definida, por exemplo, com base numa regra de Taylor. Os resultados empíricos tipicamente apresentam valores elevados para o parâmetro ρ , que mede o grau de persistência da taxa de juro [veja-se Sack (1998b)].

(7) Diversas justificações têm sido apontadas na literatura para a preferência das autoridades monetárias por uma política gradualista. Uma explicação tradicionalmente avançada diz respeito ao desejo dos bancos centrais de reduzir a volatilidade nos mercados financeiros, uma situação que seria facilitada se as alterações das taxas de juro fossem graduais e previsíveis. Alguns autores defendem que se os bancos centrais investissem frequentemente o sentido das taxas de juro, tal poderia ser interpretado como um sinal de conhecimento imperfeito da economia ou até mesmo de incompetência, um facto que ameaçaria a sua credibilidade. Goodhart (1997) sustenta que a principal causa para a preferência por uma política monetária gradualista reside no conservadorismo natural das autoridades monetárias, que tendem a alterar as taxas de juro oficiais apenas quando existe evidência sólida que justifique a decisão. Como essa evidência surge lentamente, também as taxas de juro são ajustadas gradualmente. Mais recentemente tem sido avançada uma explicação que envolve a interacção entre uma política monetária sistemática e a existência de agentes com expectativas prospectivas (por oposição, a expectativas formadas somente com base na extrapolação do comportamento passado). De acordo com esta perspectiva, uma política monetária gradualista e sistemática permite que pequenas variações nas taxas de juro de curto prazo tenham um impacto superior nas taxas de juro dos prazos mais longos e, como tal, sobre a economia [estes argumentos encontram-se, por exemplo, em Goodfriend (1991), Sack e Wieland (1999) e Amato e Laubach (1999)].

xas de juro não permite fazer a distinção entre a persistência observada nas taxas de juro que resulta de uma preferência explícita das autoridades por uma política monetária gradualista e a “persistência natural” que decorre da inércia observada nas variáveis económicas a que a autoridade monetária reage. Por outras palavras, na formulação da política monetária, as autoridades monetárias têm em consideração a dinâmica das chamadas variáveis fundamentais da economia, como o produto e a inflação. Dado que os choques sobre estas variáveis têm efeitos distribuídos no tempo e apenas sofrem o impacto das alterações da política monetária com algum desfasamento, é natural que exista alguma persistência natural nas taxas de juro, mesmo na ausência de uma preferência deliberada por uma política gradualista. Nesta perspectiva, uma política monetária gradualista deverá ser entendida como a tendência dos bancos centrais para limitar as variações das taxas de juro oficiais num grau superior àquele que seria justificável pela própria dinâmica da economia. Deste modo, apenas faz sentido caracterizar uma política monetária como mais ou menos gradualista por comparação com uma regra de política óptima.

Para distinguir a persistência induzida pela política monetária da persistência resultante da dinâmica da economia, é necessário, em primeiro lugar, caracterizar a forma estrutural da economia, o que pode ser feito através da estimação de um modelo VAR com a seguinte formulação:

$$W_t = \sum_{j=0}^q A_j W_{t-j} + \sum_{j=0}^q b_j i_{t-j} + v_t^W$$

$$i_t = \sum_{j=0}^q c_j W_{t-j} + \sum_{j=0}^q d_j i_{t-j} + v_t^i$$

em que W_t é um vector $n \times 1$ de variáveis não instrumentais (i.e. de variáveis não controladas directamente pela política monetária), e que pode incluir a taxa de inflação, a taxa de crescimento do PIB, a taxa de desemprego ou um índice de preços das matérias-primas, i_t a taxa de juro e q o número de desfasamentos do VAR. O VAR descreve tanto a forma estrutural das variáveis não instrumentais da economia, como a função de reacção da autoridade monetária. No entanto, na derivação da política monetária óptima a função de reacção da autoridade monetária é ignorada. Assim, obtida a dinâmica da economia, é possível determinar uma

taxa de juro óptima, que minimize o valor actualizado da soma dos desvios do produto em relação ao seu nível potencial (o hiato do produto, x_t) e da taxa de inflação (π_t) em relação ao respectivo objectivo (π^*). Uma possível função-objectivo a minimizar poderia ter a seguinte formulação:

$$\frac{1}{2} E_t \left\{ \sum_{i=t}^{\infty} \beta^i \left[(\pi_{t+i} - \pi^*)^2 + \lambda x_{t+i}^2 \right] \right\}$$

em que β representa o factor de desconto ($0 < \beta < 1$) e λ o peso relativo atribuído à estabilização do hiato do produto. Esta formulação da função-objectivo é relativamente convencional na literatura [veja-se Woodford (1999)]. É de notar, no entanto, que não apresenta qualquer termo minimizador da variância da taxa de juro, dado que o objectivo é investigar se a persistência observada nas taxas de juro pode ser explicada sem assumir simplesmente que as autoridades preferem conduzir a política monetária gradualmente. A taxa de juro resultante de um problema de programação dinâmica tem como parâmetros π^* , β e λ , definidos exogenamente, sendo uma função dos valores contemporâneos e desfasados das variáveis do modelo, que para além da taxa de inflação, da taxa de juro e do hiato do produto, poderá incluir outras variáveis:

$$i_t^* = g(x_t, x_{t-1}, \dots, x_{t-k}, \pi_t, \pi_{t-1}, \dots, \pi_{t-k}, i_{t-1}, i_{t-2}, \dots, i_{t-k} | \pi^*, \lambda, \beta)$$

em que k resulta da estrutura de desfasamento determinada pelo modelo VAR. Note-se que a taxa de juro óptima i_t^* depende dos valores desfasados da taxa de juro na medida determinada pelo próprio modelo VAR. Assim, mesmo na ausência de qualquer objectivo de alisamento explícito por parte das autoridades monetárias, a taxa de juro óptima apresenta uma persistência natural. Nesse sentido, dado que pelo menos uma parte da persistência observada nas taxas de juro pode resultar da própria dinâmica da economia, a mera análise das estatísticas apresentadas no Quadro 1 nada permite concluir em termos do grau de gradualis-

mo da política monetária. Estas estatísticas seriam informativas se, na ausência de termo estabilizador na função-objectivo, a série das variações das taxas de juro oficiais tivesse um comportamento do tipo ruído branco.

A avaliação do grau de gradualismo da política monetária requer, assim, a comparação entre as variações na taxa de juro observada (Δi_t) e as variações da taxa de juro óptima (Δi_t^*). Sack (1998a) propõe como medida possível a comparação da volatilidade entre as duas séries, calculando o rácio entre as respectivas variâncias:

$$\frac{Var(\Delta i_t^*)}{Var(\Delta i_t)}$$

Os resultados obtidos em alguns trabalhos [Goodhart (1999) e Sack (1998a)] têm mostrado que a política monetária observada em diversos países tem sido caracterizada por um grau de gradualismo superior àquele que seria explicável pela dinâmica das variáveis económicas às quais as autoridades monetárias reagem. Por outras palavras, a trajectória óptima para as taxas de juro que emerge de diversos modelos macroeconómicos é, por norma, menos persistente do que a observada [veja-se, por exemplo, Goodhart (1999)]. A questão que se coloca é a de saber se tal situação implica que as autoridades monetárias têm adoptado estratégias de política monetária sub-óptimas ou se, pelo contrário, existirão factores não captados nos modelos que justifiquem as estratégias que têm vindo a ser prosseguidas.

4. INCERTEZA E GRAU DE ACTIVISMO DA POLÍTICA MONETÁRIA

Uma explicação possível para a divergência entre as indicações dadas pelos modelos e a prática observada é a de que os primeiros podem não tratar de forma adequada a incerteza que existe em torno das decisões de política monetária. A abordagem tradicional para analisar a política monetária num contexto de incerteza consiste na especificação de uma função-objectivo para as autoridades monetárias e de um modelo macroeconómico, de modo a determinar de que forma a política monetária deverá reagir a choques na economia. A forma como a incerteza afecta a política monetária depende em última instância da especificação do modelo e do tipo de incerteza considerado.

(8) Quando comparada com outras funções-objectivo utilizadas neste tipo de literatura [por exemplo, Woodford (1999)], uma diferença que sobressai é a ausência dos valores futuros da inflação e do hiato do produto. Como Woodford (*op cit*) demonstra, estes valores futuros podem criar por si só um incentivo para um certo gradualismo da política monetária.

4.1. Política monetária óptima na presença de incerteza aditiva

Muitos estudos académicos assumem que as autoridades tomam as suas decisões de política monetária como se estivessem numa situação de certeza. Tal facto resulta de se admitir que a incerteza enfrentada pelos decisores assume uma forma particular. Especificamente, a incerteza é introduzida na análise através de choques aditivos (média nula) sobre as variáveis-objectivo da autoridade monetária, o que dada a especificação quadrático-linear destes modelos (assim designados, porque a função-objectivo é quadrática e a restrição é linear) não afecta o problema de optimização. Esta situação corresponde àquilo que é designado na literatura por “equivalência certa”, i.e. a regra óptima que é obtida num contexto de incerteza é a mesma que resultaria se o estado da economia fosse perfeitamente observado (informação completa).⁽⁹⁾

Neste tipo de trabalhos, os modelos especificados admitem que a incerteza é independente do comportamento das autoridades monetárias. Assim, a única incerteza considerada é aquela que surge quando as variáveis da economia se desviam daquilo que se encontrava previsto — a chamada incerteza aditiva. Neste contexto, o melhor que as autoridades devem fazer é ignorar os efeitos da incerteza sobre a economia.

Esta situação pode ser ilustrada através de um modelo teórico simples para uma economia fechada, semelhante ao apresentado em Svensson (1996), que permite discutir as consequências da incerteza sobre a determinação da política monetária óptima, num contexto em que uma autoridade ajusta a taxa de juro por forma a atingir um objectivo para a taxa de inflação.⁽¹⁰⁾ No entanto, o modelo, pela sua simplicidade, tem necessariamente algumas fraquezas. Em particular, é um modelo sem fundamentos microeconómicos e, ao apresentar as equações na forma reduzida, não permite distinguir a origem dos choques sobre a economia.

(9) Neste caso, aplica-se o chamado “princípio da separação”, segundo o qual o problema de selecção da política óptima (problema de optimização) e o problema de estimação do modelo da economia (problema de extracção do sinal) podem ser tratados separadamente [veja-se, por exemplo, Svensson e Woodford (2002)].

(10) Veja-se Martin (1999) para uma aplicação do mesmo tipo de modelo no contexto de uma economia aberta.

Existem na literatura modelos alternativos, com fundamentos microeconómicos, mas menos tratáveis para ilustrar o ponto em análise [veja-se, por exemplo, Khan *et al.* (2000)].

A base do modelo é um sistema de duas equações. A primeira equação (uma versão da curva de Phillips) relaciona a taxa de inflação π_t com o hiato do produto x_t :

$$\pi_{t+1} = a\pi_t + \gamma x_{t+1} \quad (1)$$

A segunda equação (uma versão da curva IS) relaciona inversamente o hiato do produto com as alterações ocorridas na taxa de juro real (r_t) do período anterior, definida em termos de desvio face ao nível neutral ou de equilíbrio, sujeito a choques aditivos, ξ_{t+1} , com média nula e variância σ_ξ^2 :

$$x_{t+1} = -\delta r_t + \xi_{t+1} \quad (2)$$

A taxa de juro real fixada no final de t para vigorar até $t+1$ é dada pela equação de Fisher:

$$r_t = i_t - E_t \pi_{t+1} \quad (3)$$

sendo i_t a taxa de juro nominal, também definida em termos de desvio face ao valor neutral ou de equilíbrio. Substituindo (2) em (1) obtém-se a forma reduzida para a taxa de inflação:

$$\pi_{t+1} = a\pi_t - b r_t + \varepsilon_{t+1} \quad (4)$$

com $b = \gamma\delta$ e $\varepsilon_{t+1} = \gamma\xi_{t+1}$. As autoridades monetárias fixam as taxas de juro visando atingir um objectivo de inflação π^* . Especificamente, é assumido que a intenção das autoridades monetárias é minimizar o valor esperado do quadrado dos desvios da inflação em relação ao respectivo objectivo, sendo este normalizado para zero. Este propósito das autoridades é equivalente a minimizar o valor esperado dos desvios futuros da inflação em relação ao objectivo (o enviesamento da inflação) e a incerteza em relação à inflação futura (a variância da inflação). Formalmente, podemos escrever a função-objectivo a ser minimizada como:

$$E_t \pi_{t+1}^2 \quad (5)$$

ou, alternativamente,

$$E_t(\text{envies}_t \pi_{t+1})^2 + \text{var}_t(\pi_{t+1}) \quad (5a)^{(12)}$$

A única fonte de incerteza no modelo (4) resulta do choque introduzido na equação IS. Deste modo, é assumido que as autoridades conhecem com total certeza: i) os parâmetros do modelo; ii) o estado da economia, o que implica, por exemplo, que a inflação e o hiato do produto não apresentem erros de medição e que as autoridades conseguem identificar perfeitamente os tipos de choque que afectam a economia; e, porventura mais importante, iii) a forma funcional da economia (i.e. a forma como a inflação e o hiato do produto se encontram relacionados). Tendo em conta estas hipóteses, substituindo (4) em (5), diferenciando em ordem a r_t e igualando a zero, a regra óptima é dada por:

$$r_t = \frac{a}{b} \pi_t \quad (6)$$

Substituindo (6) em (4), obtém-se a trajectória de equilíbrio para a taxa de inflação:

$$\pi_{t+1} = \varepsilon_{t+1} \quad (7)$$

Com base em (6) e (7), calcula-se a regra de política monetária óptima em função dos choques aditivos:

$$r_t = \frac{a}{b} \varepsilon_t \quad (8)$$

Para atingir esta trajectória óptima para a taxa de juro real, com base em (3) e tendo em conta que as expectativas de inflação são nulas, a taxa de juro deverá ser fixada de acordo com a seguinte regra:

$$i_t = r_t + E_t \pi_{t+1} = \frac{a}{b} \varepsilon_t \quad (9)$$

(11) Este problema pode ser resolvido através de programação dinâmica. No entanto, Svensson (1996 e 1997) mostra que a solução coincide normalmente com a encontrada realizando a optimização para um único período, com a função-objectivo a ser dada pela equação (5).

(12) O enviesamento (*envies*) da variável aleatória π_{t+1} é definido como $E_t \pi_{t+1} - \pi^*$ e mede a diferença entre a inflação esperada e o objectivo de inflação. A equação (5a) resulta do facto de:

$$E_t(\pi_{t+1} - \pi^*)^2 = E_t(E_t \pi_{t+1} - \pi^*)^2 + E_t(\pi_{t+1} - E_t \pi_{t+1})^2,$$

com o segundo termo a traduzir a variância.

Esta regra é “equivalente certa”: a mesma regra óptima seria obtida se não existisse qualquer incerteza. Uma vez observado o choque sobre a inflação, a resposta óptima das autoridades seria anular completamente os seus efeitos, de modo a que a taxa de inflação regressasse ao respectivo objectivo no período seguinte. Ou seja, muito embora as autoridades não consigam evitar desvios temporários da inflação em relação ao objectivo, podem assegurar que esses desvios não são permanentes. Deste modo, a política monetária óptima caracterizar-se-ia por um elevado grau de agressividade.

É evidente que este resultado depende das hipóteses (i) a (iii) acima assumidas, que permitem às autoridades identificar sem ambiguidades o tipo de choque enfrentado e o modo como o instrumento de política monetária deverá ser ajustado. No entanto, na realidade as autoridades monetárias não conseguem identificar o tipo de choque enfrentado pela economia nem identificar claramente a melhor resposta a esse choque.

4.2. Política monetária óptima na presença de incerteza paramétrica

Alguns trabalhos mais recentes tentam explorar as implicações para a política monetária de um conjunto mais alargado de incertezas [veja-se, por exemplo, Sack (1998a)]. Uma corrente de investigação tem procurado averiguar em que medida a incerteza no que respeita à magnitude dos parâmetros do mecanismo de transmissão poderá levar a uma resposta menos agressiva da política monetária a choques na economia. Esta análise, que tem as suas raízes no trabalho de Brainard (1967), é baseada na premissa de que a incerteza sobre a relação entre as taxas de juro oficiais e o resto da economia (uma forma de incerteza paramétrica) cria um *trade-off* para as autoridades monetárias: a presença de incerteza paramétrica pode implicar que os movimentos nas taxas de juro levem a um acréscimo de incerteza relativamente à trajectória da economia. Neste caso, seria justificável um comportamento mais cauteloso por parte das autoridades monetárias, mesmo que tal signifique um pior resultado em média, de forma a reduzir a probabilidade de falhar significativamente o objectivo definido (Princípio de Brainard): “(...) *central banks must avoid becoming a source of additional*

uncertainty themselves when there is only limited knowledge about the economy and the behaviour of economic agents" [Issing (2002)].

A consideração da chamada incerteza paramétrica leva à eliminação da hipótese (i) acima apresentada. Este tipo de incerteza surge quando se assume que as autoridades conhecem as equações estruturais que caracterizam a economia, mas não sabem a dimensão dos multiplicadores, tendo por isso de estimá-los. Por exemplo, se na equação (4), as autoridades desconhecem o valor do parâmetro b , não podem avaliar o impacto das variações das taxas de juro sobre o hiato do produto e, como tal, sobre a inflação.

Brainard (1967) assumiu que as autoridades não conhecem os verdadeiros valores dos parâmetros do modelo, mas sabem qual a sua distribuição. Utilizando o modelo acima apresentado, é assumido que os parâmetros a e b seguem uma distribuição normal,⁽¹³⁾ com médias $\bar{a}$ e $\bar{b}$, desvios-padrão σ_a^2 e σ_b^2 , respectivamente, e covariância σ_{ab} :

$$\begin{pmatrix} a \\ b \end{pmatrix} \sim N \left\{ \begin{pmatrix} \bar{a} \\ \bar{b} \end{pmatrix}; \begin{bmatrix} \sigma_a^2 & \sigma_{ab} \\ \sigma_{ab} & \sigma_b^2 \end{bmatrix} \right\}$$

Admite-se, numa primeira análise, que a covariância entre estes dois parâmetros é nula. Neste caso, utilizando (4), a função-objectivo (5a) pode ser escrita como

$$\left(\bar{a}^2 \pi_t^2 + \bar{b}^2 r_t^2 - 2\bar{a}\bar{b}\pi_t r_t \right) + (\sigma_a^2 \pi_t^2 + \sigma_b^2 r_t^2 + \sigma_\varepsilon^2) \quad (5b)$$

Diferenciando em ordem a r_t e igualando a zero, obtém-se a regra óptima:

$$r_t = \left[\frac{\bar{a}\bar{b}}{\bar{b}^2 + \sigma_b^2} \right] \pi_t \quad (10)$$

Para melhor comparação com a situação apresentada na secção anterior, represente-se por cv o coeficiente de variação $\frac{\sigma_b}{\bar{b}}$ e defina-se o parâmetro h , tal que $h = \frac{1}{1 + cv^2}$. Deste modo, a equação (10) pode ser escrita como:

$$r_t = h \frac{\bar{a}}{\bar{b}} \pi_t \quad (10a)$$

(13) A hipótese de normalidade dos parâmetros não é estritamente necessária.

O parâmetro h define o hiato identificado por Brainard (1967, pág. 415), e mostra que a resposta ao choque ε_t , na presença de incerteza paramétrica, é uma fracção da resposta na situação em que ocorre equivalência certa (dado que h se situa entre zero e um). Esta fracção é determinada exclusivamente pelo coeficiente de variação, i.e. pela dimensão relativa da incerteza (medida pela variância) em relação à média do multiplicador que mede o impacto da política monetária. Quando a incerteza é elevada, h é pequeno e a política monetária torna-se mais gradualista. À medida que o peso relativo da incerteza diminui, h tende para um e a resposta óptima da política monetária aproxima-se da situação descrita na subsecção anterior. Neste contexto, as autoridades monetárias enfrentam um *trade-off* entre o desejo de fazer regressar a taxa de inflação ao objectivo definido (redução do enviesamento) e o desejo de minimizar o risco de uma volatilidade acrescida na inflação, tendo à disposição apenas um instrumento (i_t). Como decorre de (5b), a variância da inflação depende positivamente do desvio da taxa de juro real em relação ao seu nível neutral, pelo que as decisões de política monetária afectam a incerteza em torno da inflação futura. Ao contrário do modelo com incerteza aditiva, a variância passa a ser endógena. Deste modo, neste modelo as autoridades monetárias alteram as taxas de juro numa amplitude menor do que aquela que resultaria num cenário de ausência de incerteza, não eliminando totalmente o choque sobre a inflação quando este ocorre. Esta situação traduz aquilo que Blinder (1998) designa por "conservadorismo à Brainard": *"Estimate how much you need to tighten or loosen monetary policy to get it right. Then do less"*. A resposta da política monetária é, assim, diluída por vários períodos.⁽¹⁴⁾

(14) Alguns trabalhos têm procurado quantificar a importância do "efeito de Brainard". Sack (1998a) constata que se o impacto da política monetária na economia é incerto, uma política mais agressiva pode induzir uma volatilidade excessiva nas variáveis objectivo. Nesse sentido, pode ser óptimo ajustar as taxas de juro oficiais gradualmente de forma a limitar deliberadamente os riscos de uma volatilidade acrescida na economia. A análise sob incerteza nos parâmetros explica uma parte importante da persistência observada nas taxas de juro. No entanto, mesmo tendo em consideração os efeitos resultantes da dinâmica da economia e da incerteza dos parâmetros, permanece um elemento de inércia nas taxas de juro que não é explicável pelos dados.

Substituindo a regra de política monetária (10a) em (4) e aplicando o operador de expectativas, obtém-se:

$$E_t \pi_{t+1} = \bar{a}(1-h)\pi_t \quad (11)$$

A taxa de juro nominal óptima resulta da soma da regra óptima para a taxa de juro real (10a) com a inflação esperada (11):

$$i_t = \frac{h\bar{a}}{b} \pi_t + \bar{a}(1-h)\pi_t \quad (12)$$

A equação (12) mostra que as implicações em termos de manipulação do instrumento de política monetária resultantes de uma regra gradualista para a taxa de juro real podem ser ambíguas. Analisando o segundo membro da equação (12), constata-se que: o primeiro termo (taxa de juro real) aponta para uma política mais gradualista, enquanto o segundo termo (expectativas de inflação) traduz o facto de uma regra gradualista para a taxa de juro real conduzir a um aumento das expectativas de inflação. O efeito combinado aponta, no entanto, para uma regra para a taxa de juro nominal gradualista, a menos que o valor b seja muito elevado, o que de acordo com estimativas apresentadas por Rudebusch e Svensson (1999) não parece ser razoável admitir.

É ainda interessante considerar a situação em que a covariância entre os parâmetros (σ_{ab}) não é nula. Neste caso, a função-objectivo (5b) será igual a:

$$\left(\bar{a}^2 \pi_t^2 + \bar{b}^2 r_t^2 - 2\bar{a}\bar{b}\pi_t r_t \right) + \left(\sigma_a^2 \pi_t^2 + \sigma_b^2 r_t^2 + \sigma_\varepsilon^2 - 2\pi_t r_t \sigma_{ab} \right) \quad (5c)$$

sendo a regra de política monetária óptima dada por

$$r_t = \left[\frac{\bar{a}\bar{b} + \sigma_{ab}}{\bar{b}^2 + \sigma_b^2} \right] \pi_t \quad (10b)$$

Como decorre da equação (10b), uma covariância elevada entre os parâmetros poderia levar a uma situação em que uma política mais agressiva seria óptima (veja-se Anexo).⁽¹⁵⁾

Finalmente, refira-se que as conclusões obtidas dependem obviamente do tipo de modelo que foi apresentado. Partindo de um modelo com uma função-objectivo que atribui algum peso à estabilização do produto, Söderstrom (2000) mostra que

em determinadas situações a incerteza paramétrica poderá levar as autoridades monetárias a enveredarem por uma política monetária mais agressiva. Em particular, quando existe incerteza acerca do grau de persistência da inflação (parâmetro a), poderá haver casos em que será óptimo alterar as taxas de juro de forma mais agressiva, de modo a reduzir a incerteza quanto à evolução futura da economia. No entanto, a incerteza em torno do impacto da política monetária sobre a economia (parâmetro b) continua a conduzir a uma política menos agressiva, em linha com a análise de Brainard.

4.3. Política monetária óptima na presença de incerteza em relação ao estado da economia

A hipótese assumida de que as autoridades conhecem com total certeza o estado da economia negligencia duas importantes fontes de incerteza: a existência de erros na medição das variáveis e a incerteza quanto aos tipos de choque que afectam a economia. Tal situação pode surgir porque determinadas variáveis, como o PIB, apenas se encontram disponíveis com algum desfaseamento temporal e são sujeitas a frequentes revisões, ou porque existe outro tipo de variáveis, como o hiato do produto, cuja medição não é directa, sendo os resultados sensíveis ao método de estimação que é utilizado.

Os erros de medição podem ser tratados nos modelos de forma análoga aos choques aditivos. Se tal for o caso, não haverá qualquer alteração da regra de política óptima. Por exemplo, no modelo anterior, se for admitido que o hiato do produto apresenta erros de medição, a equação (2) pode ser alterada para:

$$\hat{x}_{t+1} = -br_t + \varepsilon_{t+1} + \xi_{t+1} \quad (2a)$$

em que $\hat{x}_{t+1}$ representa a medida do hiato do produto utilizada pelas autoridades monetárias e ξ_{t+1} o erro de medição associado. Como as autoridades não conseguem distinguir o contributo para

(15) Embora a conclusão que aponta no sentido de um maior gradualismo seja a mais conhecida, Brainard (1967) reconhece que a existência de covariâncias elevadas entre os parâmetros do modelo pode conduzir a uma política monetária mais agressiva. Martin e Salomon (1998) avaliam o impacto da existência de covariâncias não nulas para o caso do Reino Unido.

a estimativa do hiato do produto que resulta do choque aditivo daquele que deriva de um erro de medição, a regra de política ótima dado (1) e (2a) permanece (6).

No entanto, em modelos com diferentes tipos de choques, que exigem respostas de política diferentes, a existência de erros de medição pode tornar o problema de identificação dos choques particularmente complexo. Por exemplo, uma autoridade monetária que tenha como objectivo limitar as flutuações do hiato do produto e da inflação em relação a um objectivo, tipicamente aumenta a taxa de juro sempre que ocorre um choque de procura. No entanto, se a estimativa do produto apresentar erros de medição torna-se complicado saber se um dado aumento do produto reflecte um choque de procura, um choque de oferta ou se é apenas o resultado de um erro de medição. Assim, assumir que o aumento do produto resultou de um choque de procura e, como tal, proceder-se a uma subida das taxas de juro pode revelar-se uma decisão errada.

Smets (1998) e Orphanides (1998) analisam em que medida os erros cometidos na medição do hiato do produto (Smets) e do hiato do produto e da inflação (Orphanides) podem afectar a resposta ótima da Reserva Federal. Ambos os trabalhos assumem que a política monetária é definida de acordo com uma regra de Taylor. Em primeiro lugar, é calculada a regra ótima, assumindo que não existem erros de medição. Esta regra é posteriormente calculada, admitindo a existência de erros na medição. Os resultados sugerem que, se estes erros forem significativos, a resposta ótima da política monetária tende a ser mais gradual:⁽¹⁶⁾ *“When the noise content of the data is properly taken into account, policy reactions are cautious and less sensitive to the apparent imbalances in the unfiltered data. The resulting policy prescriptions reflect the recognition that excessively activist policy can increase rather than decrease economic instability”* [Orphanides (1998)].

(16) Em ambos os trabalhos, os erros de medição não são introduzidos como choques aditivos de média nula sobre as variáveis económicas. Por exemplo, Orphanides (1998) assume que os erros de medição no hiato do produto seguem um processo AR (1).

4.4. Política monetária ótima na presença de incerteza em relação ao modelo económico

A análise realizada nas três subsecções anteriores assumiu que as autoridades conhecem o tipo de incerteza que enfrentam. Por exemplo, para calcular a regra de política ótima (10), é necessário conhecer a variância dos parâmetros, bem como identificar os choques aditivos sobre a economia. Do mesmo modo, o trabalho de Orphanides (1998) admite que as autoridades conhecem a variância dos erros de medição das variáveis. No entanto, na prática o tipo de incertezas enfrentado pelos decisores é bastante mais vasto. Em concreto, as autoridades monetárias desconhecem qual a forma funcional do “verdadeiro” modelo da economia e quais as variáveis a incluir nesse modelo.

Alguns trabalhos têm procurado analisar de que forma a política monetária deverá ser conduzida na presença de incerteza sobre o modelo a adoptar — também designada na literatura por incerteza à Knight (*“Knightian uncertainty”*). A chamada literatura de controlo de robustez (*“robust control”*) leva em consideração este tipo de incerteza e apresenta alguns princípios acerca do modo como se deve calcular a regra de política monetária ótima, tendo em conta os diversos modelos/paradigmas à disposição de uma autoridade monetária. Svensson (2000) identifica três abordagens na literatura.

A primeira abordagem, designada por Bayesiana, começa por calcular para cada regra de política monetária f , a perda em cada um dos modelos (m) no conjunto de modelos e/ou paradigmas disponíveis (M). Numa segunda fase, é atribuída uma probabilidade subjectiva a cada uma das perdas obtidas e calculada a chamada perda esperada:

$$E_M L = \sum_{m \in M} p_m L(f, m)$$

em que $L(f, m)$ define a função de perda do modelo m , utilizando a regra de política f . A regra de política ótima f^* é aquela que minimiza a perda esperada:

$$f^* = \underset{f \in F}{\text{Min}} E_M L$$

Gerdsmeyer *et al.* (2002) apresentam outras alternativas de ponderação, como a ponderação dos próprios modelos ou das regras de política ótima

obtidas em cada um destes, concluindo que qualquer uma destas duas abordagens produz resultados inferiores aos do método anterior.

Mais recentemente, a literatura de controlo de robustez tem vindo a adoptar uma abordagem que não requer a existência antecipada de quaisquer probabilidades subjectivas para ponderar os diversos modelos em análise. A metodologia utilizada consiste no chamado critério *min-max* [veja-se, por exemplo, Onatski e Stock (2000) ou Gerdsmeyer *et al.* (2002)]. Para cada regra de política monetária f , é calculada a perda máxima no conjunto dos modelos disponíveis, sendo a regra de política ótima f^* aquela que minimiza as perdas máximas obtidas. Por outras palavras, a regra de política ótima é a que apresenta o melhor resultado no conjunto dos diversos cenários mais negativos. Em termos formais, tem-se:

$$f^* = \underset{f \in F}{\text{Min}} \underset{m \in M}{\text{Max}} L(f, m)$$

Onatski e Stock (2002) utilizam este critério para identificar regras de política robustas, partindo do modelo para a economia norte-americana apresentado por Rudebusch e Svensson (1999). Neste trabalho são considerados quatro tipos diferentes de incerteza: incerteza paramétrica, incerteza sobre a qualidade dos dados, incerteza sobre o grau de correlação serial dos choques e incerteza sobre o próprio modelo. A conclusão principal é a de que diferentes formas de especificar a incerteza produzem diferentes implicações sobre o grau de activismo da política monetária. Mais, os autores concluem que a principal fonte de incerteza para o decisor de política é a associada com o próprio modelo da economia e de que a agressividade encontrada em algumas regras de política estimadas se encontra ligada a cenários de negatividade extrema.

Finalmente, uma terceira abordagem [veja-se, por exemplo, Levin *et al.* (1999)] consiste em procurar identificar regras de política monetária que apresentem um bom desempenho num conjunto alargado de modelos alternativos, ou seja, que sejam robustas a diferentes modelos. Por definição, este tipo de regras não tem um desempenho tão bom quanto a regra ótima determinada para cada modelo particular, mas encontra-se desenhado de forma a funcionar bem nesse modelo e num conjunto de modelos alternativos.

O impacto deste tipo particular de incerteza — que porventura se apresenta como o mais importante — sobre a forma de condução da política monetária é uma temática que se encontra claramente em progresso, não havendo um modo consensual de identificar regras de política monetária robustas nem um balanço claro sobre o grau de agressividade da política monetária. No entanto, uma conclusão importante da literatura mais recente sobre controlo de robustez é o de que em cenários em que as perdas para economia podem ser potencialmente elevadas (“*worst-case scenarios*”) as regras de taxa de juro obtidas apontam no sentido de uma maior agressividade. A ideia subjacente é a de que determinados tipos de incerteza podem levar a que os instrumentos de política monetária tenham um impacto menor do que o esperado sobre as variáveis-objectivo. Nestas situações, por forma a evitar cenários de negatividade extrema, será ótimo reagir de forma mais agressiva na presença de incerteza do que na sua ausência.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os resultados obtidos em alguns trabalhos empíricos sugerem que a política monetária observada em diversos países tem sido caracterizada por um grau de gradualismo das taxas de juro, que não pode ser explicado estritamente pela dinâmica das variáveis económicas às quais as autoridades monetárias reagem. Por outras palavras, a trajetória ótima para as taxas de juro que emerge de diversos modelos macroeconómicos é, por norma, menos gradual do que a observada na prática. Uma explicação possível para a divergência entre as indicações dadas pelos modelos e a prática observada é a de que os primeiros podem não tratar de forma adequada a incerteza que existe em torno das decisões de política monetária. A intuição comum parece apontar no sentido de que a introdução de incerteza leve a uma postura mais cautelosa das autoridades monetárias. Esta ideia reflecte os resultados de Brainard (1967). No entanto, do ponto de vista teórico, como é argumentado por diversos autores [veja-se, por exemplo, Onatski e Williams (2002)], maior incerteza não implica necessariamente uma política monetária mais gradual.

Uma mensagem importante a extrair deste artigo é a de que diferentes hipóteses acerca da forma

de incerteza têm diferentes implicações em termos do grau ótimo de gradualismo da política monetária. Nesse sentido, as autoridades monetárias devem analisar as diversas fontes de incerteza e combiná-las de forma coerente. Uma estratégia de política monetária bem desenhada deve levar em consideração a presença e as implicações dessas diversas fontes de incerteza. Tal sugere que uma autoridade monetária não deva basear-se num único indicador ou modelo de forma isolada. Deve, pelo contrário, reunir diversas fontes de informação, cruzar os seus conteúdos e analisar as respectivas implicações.

REFERÊNCIAS

- Amato, J.D. e Laubach, T. (1999) "The value of interest rate smoothing: how the private sector helps the Federal Reserve", Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review*, Volume 84, nº 3.
- Batini, N. e Haldane, A. (1999) "Forward-looking rules for monetary policy", in Taylor, J. *Monetary Policy Rules*, Chicago.
- Blinder, A. (1998) "Central banking in theory and practice", MIT Press.
- Brainard, W. (1967), "Uncertainty and the effectiveness of policy", *American Economic Review*, Número 57, Maio.
- Clarida, R., Galí, J e Gertler, M. (1997) "Monetary policy rules in practice: some international evidence", Centre for Economic Policy Research, *Discussion Paper* 1750.
- Gerdsmeier, D., Motto, R. e Pill, H. (2002) "Paradigm uncertainty and the role of monetary developments in monetary policy rules", apresentado na conferência do Banco Central Europeu "The role of policy rules in the conduct of monetary policy", Frankfurt, 11 e 12 de Março.
- Goodfriend, M. (1991) "Interest rates and the conduct of monetary policy", Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Primavera, 1991.
- Goodhart, C. (1997) "Why do the monetary authorities smooth interest rates?", European Monetary Policy, editado por Stefan Collignon, Association for the Monetary Union of Europe.
- Goodhart, C. (1999) "Central bankers and uncertainty", Bank of England, *Quarterly Bulletin*, Fevereiro.
- Issing, O. (2002) "The role of monetary policy in managing economic risks", discurso apresentado na 18ª Conferência da National Association for Business Economics, Washington, Março.
- Kahn, A., King, R. e Wolman, A. (2000) "Optimal Monetary Policy", Federal Reserve Bank of Richmond, *Working Paper* 00-10, Outubro.
- Levin, A., Wieland, V. e Williams, J. (1999) "Robustness of simple monetary policy rules under model uncertainty", in Taylor, J. *Monetary Policy Rules*, Chicago.
- Lowe, P. e Ellis, L. (1997) "The smoothing of official interest rates", Reserve Bank of Australia, Monetary Policy and Inflation Targeting.
- Martin, B. (1999) "Caution and gradualism in monetary policy under uncertainty", Banco de Inglaterra, *Working Paper Series*, nº 105, Dezembro.
- Martin, B. e Salomon, C. (1999) "Should uncertain monetary policy-makers do less?", Banco de Inglaterra, *Working Paper Series*, nº 99, Agosto.
- Onatski, A. e Williams, N. (2002) "Modelling model uncertainty", Banco Central Europeu, *Working Paper* 169, Agosto.
- Orphanides, A. (1998) "Monetary policy evaluation with noisy information", *Working Paper*, Federal Reserve Board.
- Rudebusch, G. e Svensson, L. (1999) "Policy rules for inflation targeting", in Taylor, J. *Monetary Policy Rules*, Chicago.
- Sack, B. (1998a) "Does the Fed act gradually? A VAR analysis", Federal Reserve Board, *Discussion Paper*, 17, Abril.
- Sack, B. (1998b) "Uncertainty, learning and gradual monetary policy", Federal Reserve Board, *Discussion Paper*, 34, Agosto.
- Sack, B. e Wieland, V. (1999) "Interest-rate smoothing and optimal monetary policy: A Review of Recent Empirical Evidence", Banco Central Europeu, *mimeo*.
- Smets, F. (1998) "Output gap uncertainty: does it matter for the Taylor rule?", *mimeo*.
- Söderlind, P. (2001) "Monetary policy and the Fisher effect", *Journal of Policy Modeling*, Volume 23, nº 5, Julho.

- Söderström, U. (2000) "Monetary policy with uncertain parameters", Banco Central Europeu, *Working Paper*, nº 13, Fevereiro.
- Svensson, L. (1996) "Inflation forecast targeting: implementing and monitoring inflation targets", Banco de Inglaterra, *Working Paper Series*, nº 56, Novembro.
- Svensson, L. (1997) "Inflation targeting: some extensions", National Bureau of Economic Research, *Working Paper* 5962.
- Svensson, L. (2000) "Robust control made simple", *mimeo*.
- Svensson, L. e Woodford, M. (2002) "Indicator variables for optimal policy under asymmetric information", National Bureau of Economic Research, *Working Paper* 8255.
- Woodford, M. (1999) "Optimal monetary policy inertia", National Bureau of Economic Research, *Working Paper* 7261.

ANEXO

IMPACTO DA EXISTÊNCIA DE COVARIÂNCIAS NÃO NULAS ENTRE OS PARÂMETROS
SOBRE A REGRA DE POLÍTICA ÓTIMA

Tendo em conta que o erro quadrático médio das expectativas de inflação pode ser escrito como (veja-se nota de pé de página 12):

$$E_t \pi_{t+1}^2 = E_t^2 \pi_{t+1} + \text{var}_t \pi_{t+1} \quad (\text{I})$$

Com a variância a ser definida como:

$$\text{var}_t \pi_{t+1} = \sigma_a^2 \pi_t^2 + \sigma_b^2 r_t^2 + \sigma_\varepsilon^2 - 2\pi_t r_t \sigma_{ab} \quad (\text{II})$$

Quando as variâncias dos parâmetros e a respectiva covariância são nulas, (II) não depende da taxa de juro real, pelo que nos encontramos na situação de equivalência certa.

A variação marginal da variância da inflação no período $t + 1$ é dada por:

$$\frac{\partial \text{var}_t \pi_{t+1}}{\partial r_t} = 2(\sigma_b^2 r_t - \pi_t \sigma_{ab}) \quad (\text{III})$$

Se a covariância entre a e b for nula, então um aumento da taxa de juro real leva simultaneamente a um aumento da variância da inflação futura. Todavia, se a covariância entre os parâmetros for suficientemente grande e positiva, então o princípio de Brainard deixará de ter lugar. Tal acontece porque um aumento da taxa de juro real diminui a variância da inflação, deixando as autoridades monetárias de enfrentar qualquer dilema de política.

Este resultado parece ser relativamente intuitivo. Por exemplo, admita-se que o multiplicador da política monetária b e o parâmetro que mede a persistência da inflação a se encontram forte e positivamente correlacionados, resultando numa regra que aponta para uma política monetária mais agressiva. Assim, se a persistência da inflação se revelar elevada, então dada a forte correlação entre os parâmetros, estar-se-ia numa situação em que (desejavelmente) a eficácia da política monetária seria maior.

A existência ou não de uma forte correlação positiva entre os parâmetros é uma questão de natureza empírica. Por exemplo, Sack (1998a) não encontra evidência de uma política monetária mais agressiva para os Estados Unidos, assumindo a presença de incerteza paramétrica.

DURAÇÃO DO DESEMPREGO E DAS VAGAS DE EMPREGO NO MERCADO DE TRABALHO PORTUGUÊS*

*João Miguel Coelho***

1. INTRODUÇÃO

Um dos elementos essenciais do comportamento do mercado de trabalho é a permanente abertura e preenchimento de vagas de emprego por trabalhadores que procuram um posto de trabalho. Paralelamente ao estudo do desemprego e dos fenómenos relacionados com o comportamento dos trabalhadores, o estudo dos aspectos relacionados com as vagas de emprego e com a conduta das empresas empregadoras é indispensável a quem pretenda entender o funcionamento do mercado de trabalho como um todo.

Os dados recolhidos de forma sistemática pelos centros de emprego relativamente às vagas colocadas pelas empresas e relativamente às inscrições de indivíduos que procuram emprego constituem uma fonte estatística a não negligenciar para quem procure analisar o mercado de trabalho português. Em Portugal, os centros de emprego desempenham um papel relevante na qualidade de agente intermediário entre a oferta e a procura no mercado de trabalho e são frequentemente utilizados pelos desempregados para procurar trabalho. De acordo com o Instituto de Emprego e Formação Profissional, ao longo do ano 2000 foram efectuadas cerca de 405 mil novas inscrições de candidatos a emprego, entre os quais apenas 1 em cada 20 não se encontrava desempregado; para o mesmo período foram abertas 122 mil novas vagas de em-

prego e concretizadas 68 mil colocações. Há um conjunto de questões interessantes sobre o mercado de trabalho português que podem encontrar resposta na análise dos dados recolhidos pelos centros de emprego.

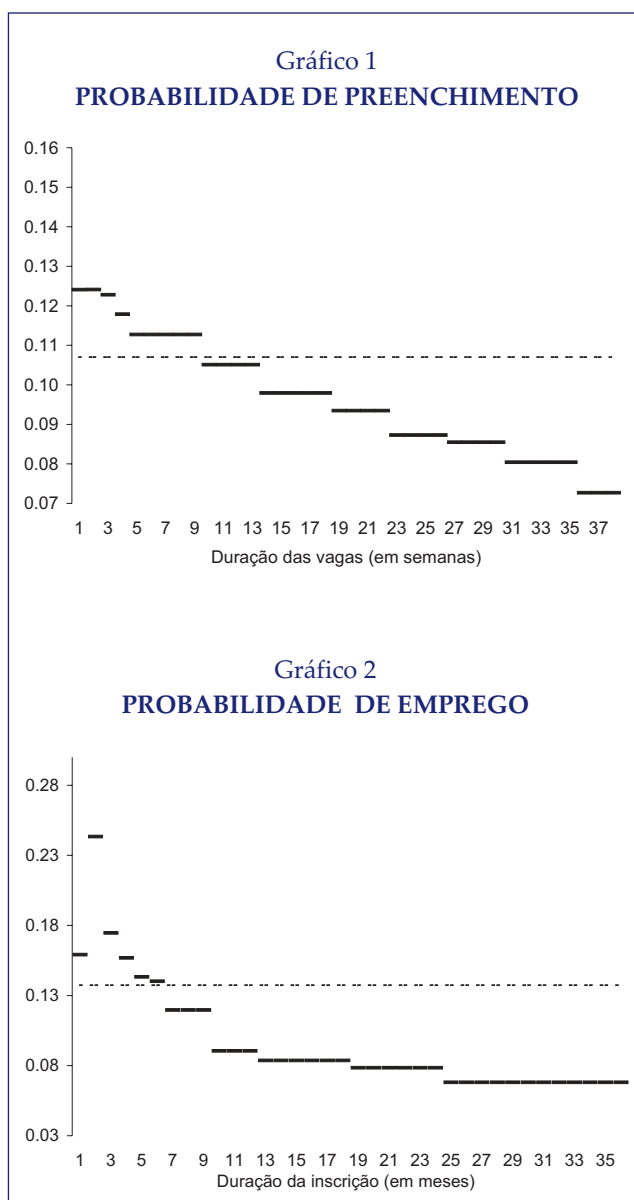
Os resultados apresentados no presente trabalho vão incidir essencialmente sobre a duração da inscrição de indivíduos desempregados em centros de emprego, mas também sobre a duração das vagas colocadas pelas empresas em centros de emprego. Se quantificar a duração do desemprego é importante para a caracterização do mercado de trabalho, não é menos importante a quantificação da duração das vagas de emprego. A percepção de valores reduzidos ou elevados para ambas as variáveis é relevante para a identificação dos aspectos estruturais intrínsecos à dinâmica de funcionamento do mercado de trabalho, e pode ter implicações importantes na definição de políticas de emprego.

2. DURAÇÃO DE VAGAS E INSCRIÇÕES EM CENTROS DE EMPREGO

A evolução ao longo do tempo da probabilidade de uma vaga ser preenchida ao longo do tempo é representada no Gráfico 1. No Gráfico 2 está representada a probabilidade de emprego de um indivíduo inscrito num centro de emprego. Uma primeira observação permite concluir que a partir do momento em que uma empresa inscreve uma vaga num centro de emprego, a probabilidade de a mesma ser preenchida diminui com o passar do tempo. De forma análoga, a probabilidade de ob-

* As opiniões expressas no artigo são da inteira responsabilidade do autor e não coincidem necessariamente com a posição do Banco de Portugal. O autor agradece os comentários e sugestões de Pedro Portugal, José Ferreira Machado e Maximiano Pinheiro.

** Departamento de Estatística.



tenção de emprego pelos indivíduos inscritos diminui com o evoluir da situação de permanência nesse estado. Isto é, quando um indivíduo desempregado se inscreve num centro de emprego, a probabilidade de obtenção de emprego diminui com o tempo de inscrição. Deve ser, no entanto, considerada uma excepção em relação aos dois primeiros meses de inscrição. De facto, observa-se que a probabilidade de obtenção de emprego aumenta do primeiro para o segundo mês de inscrição e este facto dever-se-á à existência de um período normal de selecção e de negociação.

A consequência imediata que se pode retirar das diferentes probabilidades de transição observadas é a de que as durações médias para o preenchimento das vagas e para a obtenção de emprego são significativamente diferentes. Enquanto que

uma empresa demora, em média, apenas nove semanas a preencher uma vaga, um desempregado inscrito num centro de emprego tem de esperar, em média, sete meses para obter emprego.⁽¹⁾

No Quadro 1 apresentam-se os resultados obtidos para as equações de regressão das probabilidades de transição para os indivíduos inscritos (probabilidade de emprego) e para as vagas de emprego (probabilidade de preenchimento). A análise da duração média das inscrições e das vagas é enriquecida ao considerar o efeito de diferentes variáveis. Por exemplo, uma empresa da indústria transformadora, localizada na região norte, que pretenda preencher uma vaga no segundo trimestre do ano para um operário ou artífice, terá de aguardar, em média, 14.4 semanas.⁽²⁾ Por outro lado, a duração média de uma vaga será de apenas 7.8 semanas se considerarmos um restaurante que recorra a um centro de emprego com o objectivo de contratar um trabalhador não qualificado para trabalhar durante o Verão na região do Algarve.

De forma semelhante, a duração média de uma inscrição num centro de emprego para uma mulher desempregada, com 30 anos de idade, com a escolaridade obrigatória, que pretenda obter emprego como operária não qualificada numa empresa da indústria transformadora, localizada na região centro, durante o primeiro trimestre do ano, será de 7 meses e 6 dias.⁽³⁾ Procurando fazer um paralelismo com o exemplo apresentado anteriormente em relação às vagas, um homem desempregado, à procura do primeiro emprego, com 18 anos de idade e 12 anos de escolaridade, que procure obter emprego na região do Algarve, no sector da restauração, como trabalhador não qualificado, durante o Verão, terá uma duração de inscri-

(1) Numa primeira aproximação estas durações médias podem ser calculadas invertendo os valores médios das probabilidades de “emprego” e de “preenchimento” representadas a tracejado nos Gráficos 1 e 2 ou invertendo as *hazard* padrão apresentadas no Quadro 1.

(2) Quando a duração de um “estado” — vaga em aberto ou inscrição por atender — segue uma distribuição exponencial (tal como foi assumido), a duração média é o inverso da probabilidade de transitar de estado. Esta probabilidade de transição pode ser calculada directamente do quadro 1 multiplicando a taxa de transição (*hazard*) padrão pela contribuição dos coeficientes estimados: $0.108 \cdot \exp(-0.212 - 0.177 - 0.056)$.

(3) Neste caso, a duração média da inscrição determina-se da seguinte forma: $1/[0.142 \cdot \exp(-0.032 \cdot (30 - 32) + 0.036 - 0.12)]$.

Quadro 1

PROBABILIDADES DE TRANSIÇÃO – EQUAÇÕES DA REGRESSÃO, 1998-2000

Variável	Inscritos			Vagas		
	Coeficiente		Desvio padrão	Coeficiente		Desvio padrão
Região						
Norte	-0.167	+	0.005	-0.212	+	0.011
Centro.	-		-	-		-
LVT	0.010	++	0.005	-0.029	+	0.011
Alentejo	-0.265	+	0.009	0.159	+	0.029
Algarve	0.396	+	0.008	0.124	+	0.015
Sazonalidade						
I trim.	-		-	-		-
II trim.	-0.035	+	0.005	-0.056	+	0.012
III trim.	0.020	+	0.005	-0.095	+	0.011
IV trim.	0.062	+	0.005	0.123	+	0.011
Idade (anos)	-0.032	+	0.000			
Sexo						
Homem	0.190	+	0.004			
Mulher	-		-			
Situação Anterior						
Empregue	-		-			
Desempregado	0.036	+	0.010			
Desempregado - 1º Emprego	0.369	+	0.011			
Escolaridade						
Sem grau de ensino						
4 anos	-0.106	+	0.008			
6 anos	-0.119	+	0.009			
9 anos	-0.120	+	0.009			
12 anos	-0.200	+	0.010			
>12 anos	-0.163	+	0.015			
Profissão						
Quadros superiores	-0.104	++	0.049	0.110		0.095
Esp. das prof. intelect. e científicas	-0.016		0.020	0.070	++	0.031
Técnicos e prof. intermédios.	-0.046	+	0.011	0.008		0.018
Pessoal administrativo	-0.118	+	0.007	0.379	+	0.015
Pessoal serviços e vendedores	-0.010	*	0.006	0.045	+	0.014
Agricultores	0.258	+	0.011	0.125	+	0.040
Operários e artífices.	0.002		0.006	-0.177	+	0.012
Operadores de máquinas e montagem.	-0.091	+	0.007	0.062	+	0.018
Trabalhador não qualificado	-		-	-		-
Actividade económica						
Agricultura/pescas/indústrias extractivas	0.043	+	0.012	0.037		0.039
Indústria transformadora	-		-	-		-
Prod/distr. electricidade/água e gás	-0.033		0.048	0.193	++	0.085
Construção	0.046	+	0.008	-0.044	+	0.014
Comércio retalho/grosso e repar.	0.005		0.006	0.141	+	0.012
Alojamento e restauração	0.126	+	0.007	0.141	+	0.016
Transporte/armazenagem/comunicações	0.037	+	0.014	0.099	+	0.030
Actividades financeiras.	-0.040		0.039	-0.062		0.071
Act. imobil./aluguer/sev. prest emp.	-0.011		0.008	0.103	+	0.018
Administração pública, defesa e segurança social ...	-0.364	+	0.016	0.115	*	0.065
Educação	-0.141	+	0.017	0.324	+	0.042
Saúde e acção social.	-0.180	+	0.010	0.191	+	0.028
O. Activ. serv. colectivos e sociais	-0.026	+	0.009	0.170	+	0.022
Famílias c/empregadas domésticas.	0.215	+	0.020	0.296	+	0.040
Organismos internacionais	-0.121	+	0.013	0.223	+	0.022
Hazard padrão	0.142	+	0.007	0.108	+	0.016
Log Likelihood	-548 668			-59 691		
Número de observações.	192 657			111 423		

Fonte: Registos do IEFP

Notas: Os símbolos +, ++, * representam um parâmetro significativo a um nível de significância de 1, 5 e 10 por cento respectivamente.

A hazard padrão refere-se à probabilidade de transição para os grupos correspondentes às categorias omitidas das variáveis qualitativas e considerando a média para a variável contínua (Idade = 32 anos).

ção num centro de emprego de apenas 1 mês e 24 dias.

Genericamente, através da interpretação dos sinais dos coeficientes apresentados no Quadro 1 podem-se retirar diversas conclusões relevantes sobre a duração média das inscrições e a duração média das vagas. Existe uma interessante simetria nos resultados obtidos relativamente aos sectores de actividade económica: em geral, as vagas do sector dos serviços são mais fáceis de preencher do que as vagas do sector industrial; por outro lado, um indivíduo desempregado tem maior facilidade de obter emprego no sector da indústria do que no sector dos serviços, talvez devido a uma maior especificidade dos atributos necessários ao preenchimento desses postos de trabalho (*industry specific skills*). De acordo com dados do IIEP (2000) para o triénio em análise, o número de indivíduos dispostos a trabalhar no sector dos serviços excedia em cerca de 50 por cento o número de indivíduos inscritos para trabalhar em actividades industriais. Também a duração média da inscrição é inferior para indivíduos que pretendam obter emprego na restauração ou na construção civil.

No que diz respeito às profissões, também se verifica que as vagas para empregados administrativos duram menos tempo que quaisquer outras. De forma semelhante, talvez por existirem muitos indivíduos a desejar trabalhar nestas profissões, a probabilidade de emprego para empregados administrativos é inferior. Dois resultados que não se afastam da vasta literatura sobre a matéria: os homens têm uma duração média de inscrição inferior à das mulheres, e a probabilidade de obtenção de emprego diminui com a idade. Um indivíduo desempregado de 25 anos de idade tem uma probabilidade de obter emprego duas vezes superior a outro indivíduo desempregado que tenha 55 anos de idade. Em geral, conclui-se ainda, que o maior número de anos de escolaridade não influencia positivamente a probabilidade de emprego. Possuir uma escolaridade superior não ajuda a obter emprego através de um centro de emprego.

Sabendo que a taxa de desemprego para indivíduos à procura do primeiro emprego é tipicamente superior à dos restantes indivíduos desempregados, por razões que se prendem com a falta de experiência de trabalho, seria de esperar a obtenção de uma probabilidade de emprego inferior para este tipo de indivíduos. Porém, não é isso que

sucede nos indivíduos inscritos em centros de emprego. Este fenómeno inesperado poderá ter duas explicações distintas. Em primeiro lugar, as políticas públicas de emprego seguidas em Portugal pelos centros de emprego têm dado uma grande importância à obtenção do primeiro emprego por parte de jovens.⁽⁴⁾ A outra explicação possível para o facto de os indivíduos inscritos à procura de novo emprego terem uma probabilidade de emprego inferior em centros de emprego, face aos que procuram o primeiro emprego, dever-se-á ao efeito causado pelo recebimento de subsídios de desemprego. Embora a administração dos subsídios de desemprego não seja da responsabilidade dos centros de emprego, o recebimento dos mesmos obriga a um registo prévio junto destes. A atribuição deste subsídio confere aos seus beneficiários um desincentivo apreciável para procurar emprego enquanto o mesmo perdure. Não existindo disponível, infelizmente, uma variável que identifique os beneficiários dos subsídios de desemprego, entende-se que o mesmo poderá estar a ser captado indirectamente por esta via.

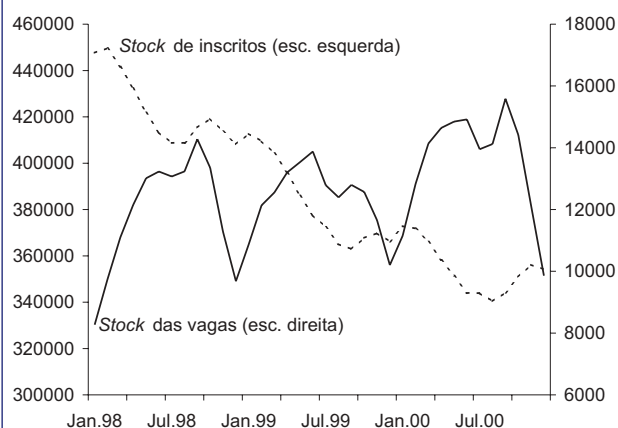
3. FLUXOS E POSIÇÕES NO MERCADO DE TRABALHO

Os Gráficos 3 e 4 ilustram uma relação inversa entre as vagas e o desemprego, que normalmente se observa no mercado de trabalho, para o período entre 1998 e 2000.⁽⁵⁾ No Gráfico 5 é ainda possível observar, à semelhança da curva de *Beveridge*, de que forma evolui a relação entre o *stock* de indivíduos inscritos e o *stock* das vagas num período de expansão económica. Em geral, a uma redução do *stock* de inscritos, corresponde um aumento do *stock* de vagas.

(4) De acordo com OCDE (1998, pp.191-3) Portugal gastou 0.34 por cento do PIB em programas públicos de emprego destinados aos jovens, quando a média da OCDE era de 0.1 por cento; o que Portugal gastou com estas políticas específicas para jovens correspondeu a 36 por cento do total de despesas orçamentadas para as políticas de emprego activas, quando a média da OCDE para o mesmo período foi 3 vezes inferior e, por fim, participaram nestes programas ao longo do mesmo ano cerca de 2.7 por cento da população activa, quando nos países da OCDE o mesmo valor foi de 1.1 por cento.

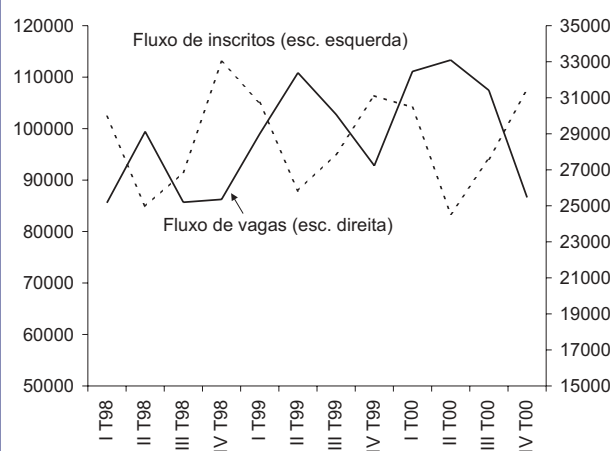
(5) Num artigo anterior, Luz e Pinheiro (1994) encontraram evidência da existência de uma relação de cointegração estável entre a taxa de desemprego e a taxa das vagas em Portugal para o período entre 1984 e 1993.

Gráfico 3
STOCK DAS VAGAS E INSCRITOS
EM CENTROS DE EMPREGO



Fonte: IEFP.

Gráfico 4
FLUXO DE INSCRITOS E DE VAGAS
EM CENTROS DE EMPREGO

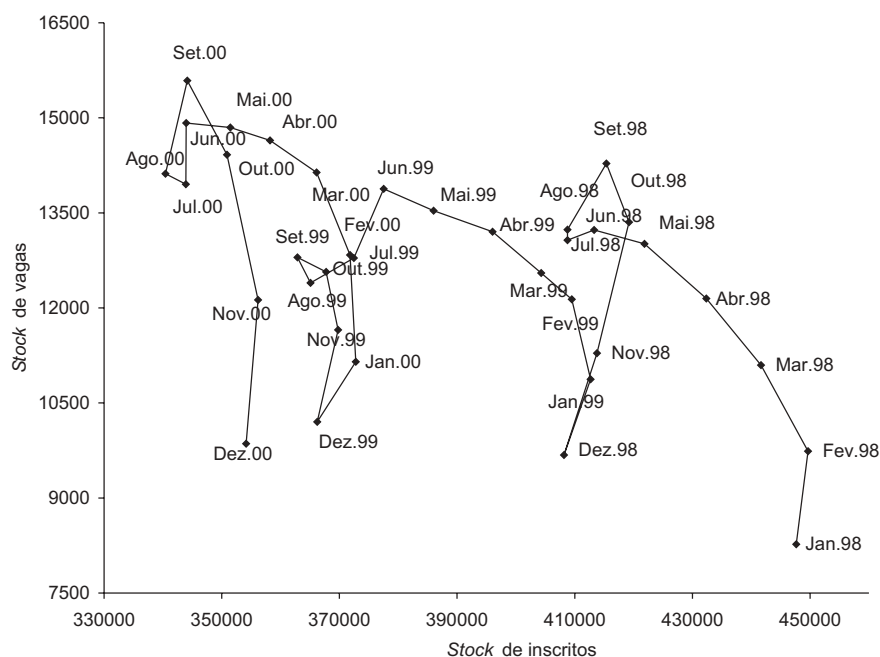


Fonte: IEFP.

Para além da referida relação entre os *stocks* dos dois lados do mercado de trabalho, é interessante avaliar de que forma é que os *stocks* de vagas e de inscritos, mas também os fluxos, se relacionam com a duração das vagas e com a duração do desemprego. No Quadro 2 verifica-se que o aumento

do *stock* ou do fluxo das vagas tem, individualmente, um efeito negativo sobre a probabilidade de preenchimento das vagas, o que é semelhante a considerar que um aumento deste tipo contribui para o aumento da duração média das vagas. Este efeito pode ser entendido como um efeito de *crow-*

Gráfico 5
RELAÇÃO ENTRE O STOCK DAS VAGAS E O STOCK DE INSCRITOS



Fonte: IEFP.

Quadro 2

EFEITOS INDIVIDUAIS SOBRE A TAXA DE TRANSIÇÃO

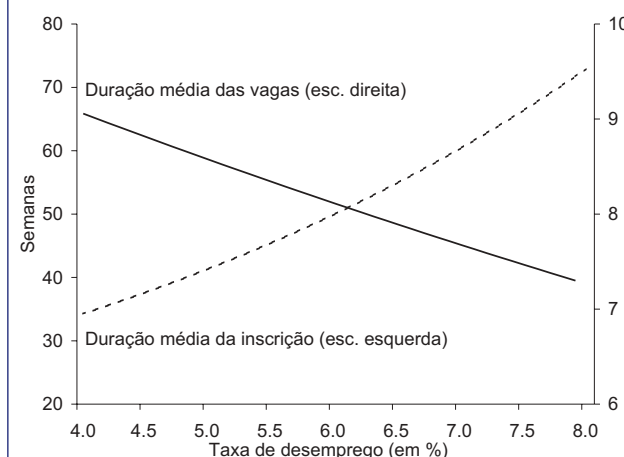
Variável	Inscritos		Vagas
	Mulheres	Homens	
Taxa de desemprego (<i>t</i>)	-0.759 [0.036]	-0.890 [0.046]	0.223 [0.043]
Stock de inscritos (<i>t</i> -1)	-0.979 [0.042]	-1.139 [0.056]	0.269 [0.051]
Stock das vagas (<i>t</i> -1)	0.771 [0.042]	0.963 [0.054]	-0.174 [0.050]
Fluxo de inscritos (<i>t</i>)	-0.705 [0.158]	-0.460 [0.209]	0.697 [0.190]
Fluxo das vagas (<i>t</i>)	0.807 [0.045]	0.957 [0.059]	-0.302 [0.054]

Nota: Desvio padrão entre parêntesis.

ding-out, e explica-se pelo congestionamento que é provocado pelo aumento das vagas concorrentes entre si no mercado de trabalho. Pelo contrário, o aumento do *stock* ou do fluxo de vagas tem, como seria de esperar, um impacto positivo sobre a probabilidade de emprego porque amplia o número de vagas à disposição dos indivíduos inscritos.

De forma simétrica, o aumento da taxa de desemprego, do *stock* ou do fluxo de inscritos, tem, individualmente, um impacto positivo sobre a probabilidade de preenchimento das vagas e um impacto negativo sobre a probabilidade de emprego relativamente ao primeiro, é de salientar que a elasticidade induzida pelo fluxo é claramente superior à elasticidade induzida pelo *stock*. O Gráfico 6 ilustra o efeito causado pelo aumento da taxa de desemprego sobre a duração média das vagas e a duração média da inscrição em centros de emprego. Por exemplo, num contexto de contracção económica, e de subsequente aumento da taxa de desemprego de 4 por cento para níveis da ordem dos 8 por cento da população activa, a duração média de uma vaga representativa para um profissional de serviços, de uma empresa do sector da restauração, no segundo trimestre, da região de Lisboa e Vale do Tejo, diminuiria de cerca de 9 semanas para as 7 semanas de duração. Todavia, um aumento semelhante na taxa de desemprego induzi-

Gráfico 6 EFEITO DA TAXA DE DESEMPREGO NA DURAÇÃO



ria um aumento na duração média da inscrição em centros de emprego de 34 semanas para as 73 semanas para um indivíduo desempregado, do sexo masculino, com 28 anos de idade e 12 de escolaridade.

O Quadro 3 mostra que o efeito sobre a probabilidade de preenchimento das vagas é superior para indivíduos desempregados há menos de 6 meses. Ou seja, o aumento do *stock* de desempregados de curta duração tem um efeito positivo sobre a probabilidade de preenchimento das vagas que é superior a uma outra situação em que se considera que apenas aumenta do *stock* de desempregados de longa duração. A preferência das empresas por desempregados de curta duração, em prejuízo de indivíduos com longas experiências de

Quadro 3

PROBABILIDADE DE PREENCHIMENTO

Duração do desemprego	Coefficiente	Desvio padrão
Menos de 3 meses.	0.406	0.078
4-6 meses	0.458	0.030
7-12 meses	0.349	0.030
13-18 meses	0.322	0.025
19-24 meses	0.270	0.024
> 24 meses	0.070	0.024

Quadro 4

PROBABILIDADE DE EMPREGO

Duração das vagas	Coefficiente	Desvio padrão
Até 1 mês.	1.148	0.043
1-3 meses.	0.565	0.032
4-6 meses.	0.364	0.018
7-9 meses.	0.291	0.011
>9 meses.	0.171	0.006

desemprego, caracterização também conhecida por *ranking*, pode ser apontada como o motivo principal para explicar este fenómeno. Para além disso, outros aspectos relacionados com a depreciação das capacidades individuais que decorrem de um longo período de inactividade coloca problemas a este tipo de desempregados quando procuram competir por um emprego com outros indivíduos desempregados há menos tempo. De forma análoga, no Quadro 4 verifica-se que as vagas que têm uma duração decorrida de apenas um mês (o que significa que se trata praticamente do fluxo) têm um efeito sobre a probabilidade de emprego substancialmente superior às vagas com elevadas durações decorridas.

4. CONCLUSÕES

Em síntese, as principais conclusões deste estudo podem resumir-se da seguinte forma: em primeiro lugar, a probabilidade de preenchimento das vagas e a probabilidade de emprego diminuem com a duração decorrida da inscrição. Neste caso, diz-se que as funções *hazard* têm uma dependência da duração negativa. Identificou-se que a duração média para o preenchimento das vagas e para a obtenção de emprego é significativamente diferente. Enquanto que para uma empresa preencher uma vaga, dado que esta foi registada num centro de emprego, demora em média apenas nove semanas, para um indivíduo obter emprego através de um centro de emprego tem de esperar em média sete meses.

Constata-se que maior número de anos de escolaridade não garante aos indivíduos inscritos uma probabilidade de obtenção de emprego superior em centros de emprego. Existe uma interessante

simetria de resultados para os sectores de actividade económica: as vagas do sector dos serviços são mais fáceis de preencher do que as vagas do sector industrial, já um indivíduo inscrito tem maior facilidade de obter emprego na indústria do que no sector dos serviços. Também a duração média da inscrição é inferior para indivíduos que pretendam obter emprego na restauração ou na construção civil. Em relação às profissões, também se verifica que as vagas para empregados administrativos duram menos tempo em relação a profissões não qualificadas. De forma semelhante, talvez por existirem muitos indivíduos a desejar trabalhar nestas profissões, a probabilidade de emprego para profissões administrativas é inferior. Dois resultados que não se afastam da vasta literatura sobre a matéria: os homens têm uma duração média de inscrição inferior à das mulheres e a duração média de inscrição aumenta com a idade.

A taxa de desemprego, o *stock* e o fluxo de inscritos induzem um efeito positivo sobre a probabilidade de preenchimento das vagas. Isto é, a probabilidade de preenchimento das vagas aumenta com o aumento da taxa de desemprego e com o aumento do número de inscritos, seja em *stock* ou em fluxo, embora a elasticidade induzida pelo fluxo seja claramente superior à elasticidade induzida pelo *stock*. Pelo contrário, o aumento do *stock* ou o fluxo das vagas contribui para uma diminuição da probabilidade de preenchimento das vagas, provavelmente devido à existência de um efeito de congestionamento. Os resultados obtidos para os indivíduos inscritos são simétricos aos resultados obtidos para as vagas de emprego. Ou seja, encontra-se evidência de uma elasticidade negativa da taxa de desemprego, do *stock* e do fluxo de inscritos sobre a probabilidade de obtenção de emprego. Pelo contrário, o aumento do número de vagas, em fluxo ou em *stock*, provoca um aumento sobre a probabilidade de emprego. Conclui-se também que o aumento do *stock* de desempregados de curta duração tem um impacto positivo sobre a probabilidade de preenchimento das vagas superior ao impacto causado por um aumento semelhante do *stock* de desempregados de longa duração. Por outro lado, as vagas que têm uma duração decorrida de apenas um mês têm um efeito sobre a probabilidade de emprego substancialmente superior às vagas com elevadas durações decorridas. Este aspecto parece indicar que o *stock* de

um lado do mercado contrata predominantemente com o fluxo do outro lado do mercado.

REFERÊNCIAS

- Addison, J. T. e Portugal, P. "Job Search Methods and Outcomes", *Oxford Economic Papers*, 2002, 54, pp. 505-533;
- Addison, J. T. e Portugal, P. "Unemployment Duration: Competing and Defective Risks", *Journal of Human Resources*, 2003, 37;
- Andrews, M., Bradley, S. e Upward, R. "Estimating the probability of a match using microeconomic data for the youth labour market", *Labour Economics*, 2001, 8, pp. 335-357;
- Blanchard, O. e Diamond, P. "Ranking, Unemployment Duration and Wages", *Review of Economic Studies*, 1994, 61, (3), pp 417-43;
- Coles, M. e Smith, E. "Marketplaces and Matching", *International Economic Review*, February 1998, 39, (1), pp. 239-254.
- Coles, M. "Understanding the Matching Function: The role of Newspapers and Job Agencies", Centre for Economic Policy Research, April 1994, London: *Discussion Paper* 939.
- ECB, Labour Market Mismatches in Euro Area Countries, European Central Bank, March 2002;
- IEFP. "Relatório Anual", Instituto de Emprego e Formação Profissional, 2000, Lisboa.
- Lancaster, T. *The Econometric Analysis of Transition Data*, 1990, Cambridge: Cambridge University Press, 1990.
- Luz, S. e Pinheiro, M. "Wage Rigidity and Job Mismatch in Europe: Some Evidence", Banco de Portugal, *Working Paper* 2-94, February 1994.
- OCDE. *The Public Employment Service - Greece, Ireland and Portugal*, Organization for Economic Cooperation and Development, Paris, 1998.
- Roper, S. "Recruitment Methods and Vacancy Duration", *Scottish Journal of Political Economy*, February 1988, 35, (1), pp. 51-64.
- Van Ours, J. e Ridder, G. "Vacancy Durations: Search or Selection?", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, May 1993, 55, (2), pp. 187-198.
- Van Ours, J. e Ridder, G. "Vacancies and the Recruitment of New Employees", *Journal of Labor Economics*, April 1992, 10, (2), pp. 138-155.
- Van Ours, J. "Durations of Dutch Job Vacancies", *De Economist*, 1989, 137, (3), pp. 309-327.

A CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA: UMA ANÁLISE CRÍTICA*

Bernardino Adão**

Nuno Alves**

Isabel Correia**

1. INTRODUÇÃO

Assistimos nas últimas décadas a um ressurgimento na literatura do interesse por política monetária. Múltiplos aspectos têm sido objecto de debate, incluindo a identificação empírica dos efeitos de um choque de política monetária, os objectivos da política monetária, os procedimentos operacionais apropriados, a discussão da opção entre regras e discricção na condução da política, os canais de transmissão da política monetária ou a modelização apropriada de uma economia monetária.

Esta nota não tem como objectivo fazer um sumário de toda a literatura relacionada com estes temas (uma excelente revisão é Walsh (1998)). Alternativamente a ênfase é na análise do que a política monetária pode de facto alcançar e na avaliação dos riscos associados às políticas monetárias discricionárias. Sugerem-se alterações na condução da política monetária susceptíveis de melhorar a forma como o respectivo objectivo é alcançado. Ao realizarmos este exercício revemos e utilizamos a literatura recente sobre política monetária, nomeadamente Woodford (2003). Muitos dos assuntos em discussão nesta nota estão sujeitos a críticas e ainda não são vistos de forma consensual pela profissão. Argumentamos, no entanto, que as posições aqui defendidas são representativas do

estado corrente da investigação em política monetária.

Esta nota está organizada da forma seguinte: A próxima secção explora os efeitos da política monetária, tanto no longo como no curto prazo. As secções seguintes concentram-se unicamente na condução de curto prazo da política monetária. Na secção 3 são descritos os principais determinantes da inflação. Nas secções 4 e 5 são descritas as características e as implicações da condução de política actualmente seguida pelos bancos centrais mais representativos, sendo apontadas propostas que poderão melhorar os resultados da política monetária relativamente à situação actual. A secção 6 conclui.

2. OS EFEITOS DA POLÍTICA MONETÁRIA

2.1. No longo prazo

Um dos factos mais consensuais e bem estabelecidos da teoria económica é a relação de longo prazo entre taxa de crescimento da moeda e taxa de inflação. Desde há séculos a literatura económica repete recorrentemente que um aumento da taxa de crescimento da moeda está associado no longo prazo a uma maior taxa de inflação. Nas palavras de Hume (1752) "*The absolute quantity of the precious metals is a matter of great indifference*". O princípio em que se baseia este resultado é claro: no longo-prazo, a economia não é caracterizada por quaisquer fricções, ou rigidez, nominais. Assim variações da quantidade de moeda são completamente transmitidas a variações nos pre-

* 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 a Carlos Martins, Fernando Martins, José Ferreira Machado, Marta Abreu e Maximiano Pinheiro pelos seus comentários e sugestões. Eventuais erros são da responsabilidade dos autores.

** Departamento de Estudos Económicos.

ços. No muito longo prazo variações da moeda podem ser interpretadas como alterações nas unidades de conta, ou do numerário, o que afecta unicamente a unidade de medida dos bens em termos de moeda, ou seja os preços. A política monetária é por isso neutral no longo prazo, i.e., não tem qualquer efeito na actividade económica ou no emprego no longo prazo.

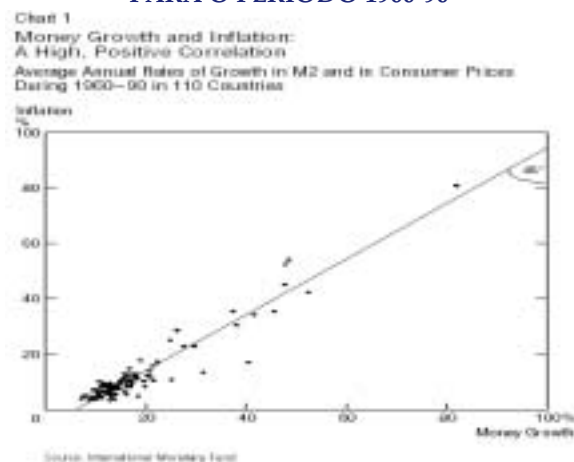
Esta proposição, conhecida como a teoria quantitativa da moeda, é uma das relações mais robustas da macroeconomia. Verifica-se para diferentes horizontes temporais, diferentes agregados monetários e diferentes conjuntos de países (para uma descrição veja-se McCandless e Weber (1995) ou Monnet e Weber (2001)). O Gráfico 1, retirado de McCandless e Weber (1995), é um exemplo representativo do que acabámos de afirmar.

Nas últimas décadas, os bancos centrais mais representativos seguiram políticas monetárias cujo instrumento explícito primordial é o nível duma taxa de juro de muito curto prazo. Continua a aplicar-se neste caso a teoria quantitativa? A resposta é afirmativa. Para justificar esta afirmação recordemos a equação de Fisher (Fisher (1896)), a qual equaliza a taxa de juro nominal à soma da taxa de juro real esperada e da taxa de inflação esperada.⁽¹⁾

No longo prazo, a taxa de juro real depende unicamente da taxa de desconto implícita nas preferências das famílias e da taxa de crescimento da economia. Supondo que no longo prazo estes elementos são constantes, um aumento da taxa de juro nominal estará necessariamente associada a uma inflação (esperada) e realizada superior. Esta relação positiva entre a taxa de juro nominal e a taxa de inflação no longo prazo não nos deve surpreender. De facto, esta relação está bem documentada: países que tiveram taxas de juro nominais médias mais elevadas são aqueles que experimentaram taxas de inflação médias também superiores. Em países que conduziram com sucesso políticas de desinflação verificamos tendências decrescentes da taxa de juro nominal.

Como podemos relacionar este facto com o crescimento monetário de longo prazo das economias? O banco central, para conseguir uma taxa de juro nominal média de mercado mais (menos) elevada deve aumentar (diminuir) as expectativas de

Gráfico 1
TAXAS ANUAIS DE CRESCIMENTO
PARA UM PAINEL DE 110 PAÍSES
PARA O PERÍODO 1960-90



Fonte: McCandless, G. e W. Weber (1995).

inflação privadas, dado não ter qualquer controlo no longo prazo sobre a taxa de juro real. O aumento (diminuição) das expectativas e da inflação realizada só pode ser conseguido, para o mesmo nível de transacções, com um aumento (diminuição) permanente da taxa de criação monetária. Assim, no longo prazo, verifica-se uma relação positiva entre inflação, taxa de crescimento da moeda e taxa de juro nominal.

Em suma, a política monetária é neutra no longo prazo. Nesta baixa frequência, a política monetária consegue controlar a taxa de inflação média da economia através do controlo de uma taxa de crescimento do agregado monetário compatível (no caso do agregado monetário ser o objectivo operacional), ou através do controlo do nível da taxa de juro nominal correspondente (no caso da taxa de juro ser o objectivo operacional). O mandato de longo prazo de um banco central é assim claro. Uma vez que a política monetária é ineficaz no controlo das variáveis económicas reais, promover um ambiente estável de baixa inflação deve ser o objectivo prioritário. Os bancos centrais mais representativos partilham este objectivo comum de controlo da inflação num prazo alargado.

Contudo, no curto prazo e médio prazos, a não neutralidade da moeda, devida à existência de fricções reais e nominais, implica que a política monetária tenha efeitos reais na economia. Desta forma, os mandatos dos bancos centrais contem-

(1) Esta equação será explicada com mais detalhe na Secção 5, na qual se descreve um modelo monetário muito estilizado.

plam sempre, mais ou menos explicitamente, algum espaço de manobra no curto prazo para políticas de estabilização.

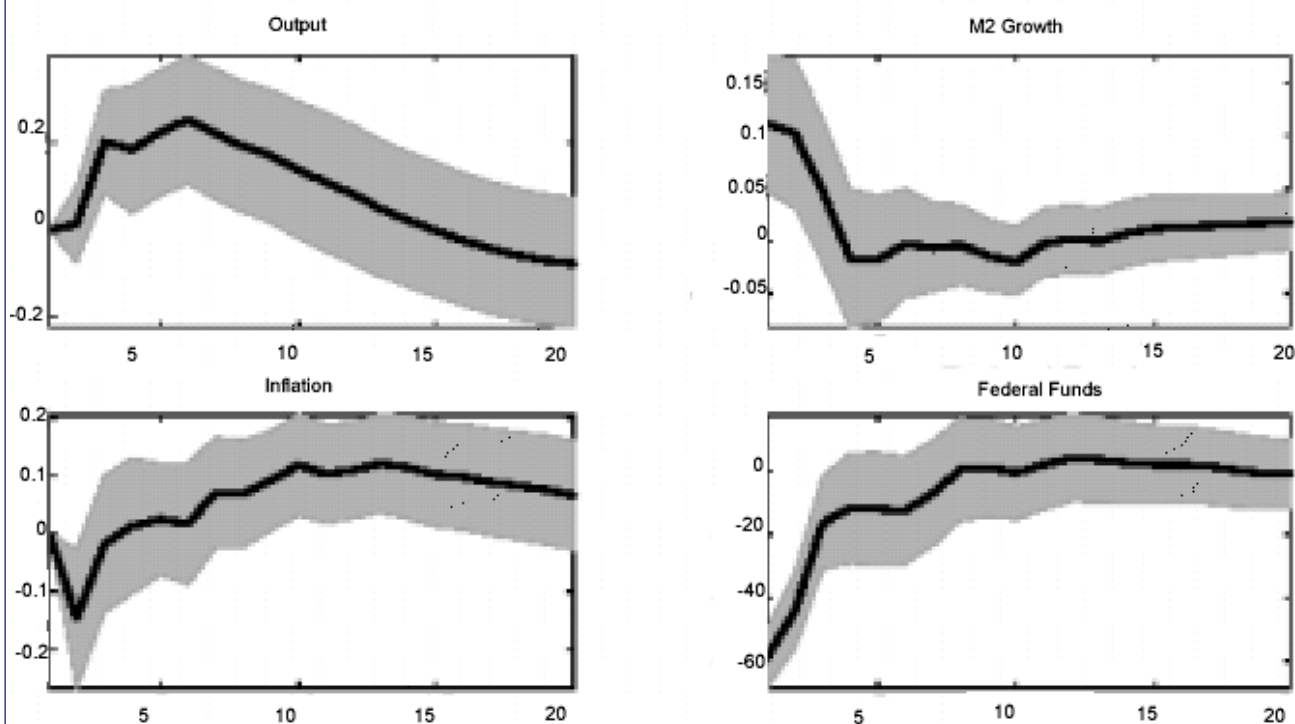
2.2. No curto e médio prazos

A avaliação do desempenho de determinada política monetária no curto prazo implica a análise dos potenciais efeitos da política monetária na frequência em causa. Esta é contudo uma questão complicada. As acções de política monetária reflectem, em parte, reacções dos decisores da política a desenvolvimentos não monetários que ocorrem na economia. Assim os efeitos observados são combinações dos choques de política e dos choques subjacentes aos quais a política reage. Não é possível isolar os choques de política monetária sem uma ideia *a priori* das características dos choques subjacentes. Estas hipóteses de identificação, conjuntamente com os dados empíricos, permitem uma resposta à questão “Quais os efeitos da política monetária no curto prazo?”. Diferentes hipóteses de identificação vão estar associadas a diferen-

tes respostas para a mesma base de dados. A possibilidade de prosseguir a análise depende por isso da disponibilidade para aceitar algumas convicções. Estas convicções, que provêm predominantemente da visão que os bancos centrais têm sobre a forma como afectam a economia, podem ser resumidos da seguinte forma: “*monetary policy actions cannot affect current inflation and output, nor inflation and output in the near future.*” (Svensson, 2000). Ao utilizar estas hipóteses de identificação, os dados confirmam em larga medida a percepção adicional sobre os efeitos da política monetária. Como está documentado no Gráfico 2, para os Estados Unidos, e no Gráfico 3, para a Europa, a consideração de efeitos contemporâneos nulos nas hipóteses de identificação conduz ao “*rough benchmark that monetary policy affects output in about one year and inflation in about two years*”. Este é o sentido em que a política monetária actua com desfasamento sobre a actividade económica e sobre a inflação. Estas figuras também confirmam o facto de que um aumento não antecipado da

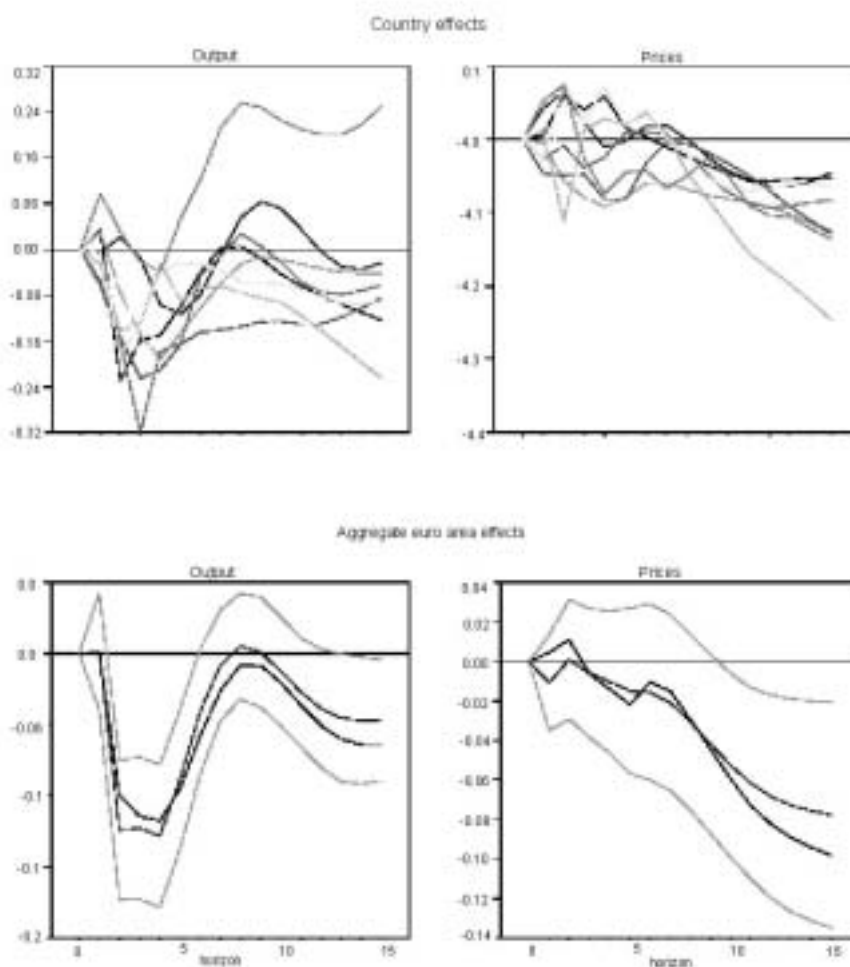
Gráfico 2

EFEITOS DUM CHOQUE DE POLÍTICA MONETÁRIA NOS ESTADOS UNIDOS



Fonte: Altig *et al.* (2002)

Gráfico 3
EFEITOS DE UM CHOQUE DE POLÍTICA MONETÁRIA NA ZONA EURO



Fonte: Peersman and Smets (2001).

oferta de moeda leva a uma redução temporária das taxas de juro, o chamado efeito liquidez.

Os efeitos descritos sobre a inflação e o produto, assim como o efeito liquidez, representam a visão convencional dos efeitos da política monetária no curto para o médio prazo.

As respostas a impulso descritos dão-nos uma ideia da magnitude dos efeitos dos choques de política monetária sobre a inflação e da actividade da economia. E a conclusão é que estes efeitos são muito pequenos: uma diminuição de 60 pontos base da taxa de juro implica um impacto máximo no produto de 0.2 por cento (um ano depois) e de 10 pontos base na taxa de inflação anualizada (dois anos depois).⁽²⁾ Estes efeitos diminutos são

corroborados pelos exercícios de previsão desenvolvidos pelo Banco de Inglaterra. Na publicação *Inflation Report* este banco compara as projecções de inflação e de crescimento do produto baseadas num cenário em que a taxa de juro está constante, com as projecções baseadas na trajetória da taxa de juro extraída das expectativas de mercado. Na edição de Fevereiro de 2001, por exemplo, as expectativas de mercado implicavam uma diminuição da taxa de juro, relativamente ao cenário de taxa de juro constante, de aproximadamente 60

(2) No curto prazo, a taxa de inflação diminui depois de um decréscimo da taxa de juro. A esta resposta chama-se o “price puzzle”.

pontos base para os 8 trimestres seguintes. A comparação dos efeitos sobre a taxa de inflação e sobre a actividade económica no fim deste período permite-nos concluir que a diminuição de 60 pontos base da taxa de juro levaria a um aumento da taxa de inflação de 10 a 20 pontos base e a um aumento do produto entre 0.1 por cento a 0.2 por cento.

A visão convencional dos efeitos da política monetária pode assim ser sumariada nos seguintes termos: um efeito sobre a actividade económica com um desfasamento longo, efeitos sobre a taxa de inflação com desfasamento muito longo e efeitos de dimensão muito reduzida em ambas as variáveis.

3. O QUE AFECTA A INFLAÇÃO NO CURTO PRAZO?

Se a preocupação predominante da política monetária é a taxa de inflação, então é essencial ter uma ideia dos principais determinantes desta variável. A inflação ser *"always and everywhere"* um fenómeno monetário (Friedman (1992)) no longo prazo é, como já vimos, um resultado bem estabelecido. Diferentes taxas de inflação no longo prazo estão necessariamente associadas a diferentes objectivos (implícitos ou explícitos) da autoridade monetária.

A percepção dos determinantes de curto prazo da inflação tem que passar pela análise dos efeitos sobre a inflação dos choques mais comuns que afectam as economias. Se olharmos primeiro para o choque monetário já constatámos que, enquanto o agregado monetário e a taxa de juro iniciam a dinâmica no período do choque, os efeitos sobre a taxa de inflação só se iniciam depois de ano e meio (veja Gráfico 2). Esta morosidade nos efeitos pode ser explicada, por exemplo, devido a alguma rigidez no mecanismo de fixação de preços das empresas, devido à existência de fricções no mercado de trabalho, ou devido a processos de aprendizagem pelos agentes.

Quando um choque não monetário ocorre na economia, a resposta da taxa de inflação está sempre contaminada pela reacção da autoridade monetária ao choque subjacente. Não é possível determinar a resposta ao impulso do choque não monetário independentemente da resposta de política. No entanto, existem algumas ideias que parecem largamente consensuais na literatura. É lícito

afirmar que a evidência disponível mostra que a resposta da taxa de inflação à maioria dos choques normalmente identificados na literatura (nomeadamente choques tecnológicos, choques nas preferências e choques reais de procura) é significativa, na sua maioria contemporânea, e de curta duração em termos relativos. Existem vários estudos que defendem esta afirmação como, por exemplo, Iacovello (2000), Altig *et al.* (2002) ou Canova and Nicoló (2000). Seria difícil argumentar que é a acção da política monetária que produz estes efeitos contemporâneos. Podemos assim inferir que são os choques subjacentes os responsáveis pelo padrão descrito para a taxa de inflação.

4. A CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

Os bancos centrais das maiores economias industrializadas partilham uma visão comum sobre a forma de condução da política monetária num ambiente incerto. Apesar da existência de diferenças nos objectivos destes diferentes bancos centrais, e de diferentes procedimentos específicos de execução das políticas, a forma de condução da política monetária pode ser condensada em quatro pontos:

- a) O reconhecimento de que no longo prazo as autoridades monetárias só podem ser responsabilizadas pelo comportamento dos agregados nominais. Visto ser consensual a ideia de que existem custos associados a altas taxas de inflação, um objectivo comum de política monetária é uma taxa de inflação baixa no médio prazo.
- b) O reconhecimento da existência de desfasamentos na transmissão da política monetária. A condução da política assume, por isso, um carácter prospectivo. Os valores das variáveis passadas e presentes só são importantes na medida em que ajudem a prever desenvolvimentos económicos futuros.
- c) O controlo de uma taxa de juro de curto prazo na implementação da política monetária.
- d) A ausência de uma reacção automática do instrumento de política a desenvolvimentos específicos da economia.

Em resumo, o instrumento é uma taxa de juro; o nível do instrumento depende das previsões de

inflação futura e não existe uma regra que relacione o instrumento com a previsão de inflação. Por outras palavras a política monetária utiliza a taxa de juro como instrumento e é discricionária.

4.1. Um modelo para avaliar a política monetária

Para avaliar a política monetária é essencial construir um modelo estrutural no qual possam ser comparadas propostas alternativas de condução da política monetária. Com a clareza que o caracteriza podemos ler em Lucas (1980) “...we are interested in models because we believe they may help to understand matters about which we are currently ignorant”. A escolha do modelo básico a utilizar para desenvolver estas experiências monetárias terá como critério que devemos “subject them [models] to shocks for which we are fairly certain how actual economies or parts of economies would react” (Lucas (1980)). A escolha do modelo deverá, assim, estar mais relacionada com a sua capacidade para replicar a economia do que com o realismo das hipóteses em que assenta. “A “good” model (...) will not be exactly more “real” than a poor one, but will provide better imitations. Of course, what one means by a “better imitation” will depend on the particular questions to which one wishes answers” (Lucas (1980)).

Assim, para avaliar a política monetária escolhemos um modelo muito simples que replica razoavelmente bem aquilo a que chamámos na Secção 2 a visão convencional. Vamos olhar sequencialmente para dois aspectos qualitativos da política monetária: em primeiro lugar para a existência de desfasamentos na transmissão da política; em segundo lugar para o facto da resposta do produto se iniciar antes e atingir um efeito máximo mais cedo, do que a resposta da taxa de inflação.

A existência de desfasamentos na transmissão da política está relacionada com o bloco de procura-agregada da economia. Este bloco é representado por uma equação de comportamento que relaciona despesas privadas em dois períodos de tempo consecutivos, e é por isso prospectiva.⁽³⁾

Os agentes económicos que prescindem hoje de uma unidade real de despesa obtêm um rendimento igual ao preço hoje do bem, e a aplicação desse montante permite-lhes aumentar amanhã as

despesas reais num valor igual a esse montante vezes a taxa de juro dividido pelo preço do bem amanhã. Assim, os agentes económicos serão indiferentes entre consumir hoje ou adiar a despesa, quando a variação na utilidade devida à diminuição de uma unidade de consumo hoje for idêntica ao aumento de utilidade que decorre do aumento do consumo amanhã. A hipótese de que as decisões de despesa são tomadas com alguma antecedência, ou baseadas em informação não contemporânea, é uma forma “ad-hoc” de introduzir custos reais de “time to build” ou “time to plan”.

O bloco da procura-agregada pode ser escrito da seguinte forma⁽⁴⁾

$$x_t = E_{t-d} x_{t+1} - \sigma E_{t-d} (i_t - \pi_{t+1} - r_{t+1}^n) + \chi_t \quad (1)$$

Nesta equação i_t representa o instrumento de política, a taxa de juro, e r_t^n a taxa de juro real natural. O hiato do produto é representado por x_t ,⁽⁵⁾ e a taxa de inflação por π_t . A variável χ_t representa essencialmente choques reais de oferta ou de procura, por exemplo choques nos gastos públicos não antecipados no período $t-d$. O operador E_{t-d} representa as expectativas, condicionais à informação existente d períodos antes. Para determinadas expectativas de despesa e inflação futuras, um aumento esperado da taxa de juro conduz a uma diminuição das despesas correntes.

Como referido em Woodford (2003) “Banks restrict themselves to interventions that seek to control the overnight interest rate in an interbank market for central bank balances. But the current level of overnight interest rate as such is of negligible importance for economic decision making; if a change in the overnight rate were thought as to imply only a change in the cost of overnight borrowing for that one night, then even a large change (say, a full percentage point increase) would make little difference to anyone’s spending decisions. The effectiveness of changes in central-banks targets for overnight rates in affecting spending decisions (and hence ultimately pricing and employment decisions) is wholly dependent upon the impact of such actions upon the financial-market prices, such as lon-

(3) Se considerarmos que o período é um trimestre, t e $t+1$ representam respectivamente o trimestre corrente e o próximo.

(4) Para a derivação desta expressão veja-se o Apêndice.

(5) O hiato do produto é definido como o desvio do produto realizado relativamente ao valor que o produto tomaria numa economia sem fricções. Esta medida não está relacionada com o conceito normalmente utilizado de hiato do produto (desvio para a tendência).

ger-term interest rates, equity prices and exchange rates. These are plausibly linked, through arbitrage relations, to the short-term interest rates most directly affected by central bank actions; but it is the expected future path of short term rates over coming months and even years that should matter for the determination of these other asset prices, rather than the current level of short term rates by itself."

Para que o modelo seja fechado é necessária a construção de um bloco de oferta-agregada da economia. Em consonância com a literatura recente este bloco toma a forma de uma "curva de Phillips alargada com expectativas". A história mais popular que sustenta esta relação deriva da hipótese de que as empresas fixam os preços não simultaneamente, mas de forma alternada. Uma variante em tempo discreto deste modelo foi proposta por Calvo (1983). Nesse modelo, só uma percentagem de empresas escolhem os preços de forma ótima em cada período. No trabalho original de Calvo este preço fica constante para algumas empresas entre oportunidades adjacentes de fixação de preço. As oportunidades de fixação de preço aparecem aleatoriamente. Nesta abordagem o processo de fixação de preços e a inflação são puramente prospectivos, e reagem por isso a desenvolvimentos antecipados do hiato do produto. Esta característica não é compatível com a evidência empírica descrita anteriormente de acordo com a qual os efeitos da política monetária sobre o produto antecedem os efeitos sobre a inflação e o processo que caracteriza a inflação mostra um grau de inércia substancial. Na história simples de Calvo, os efeitos da política monetária sobre a inflação devem preceder os efeitos sobre a actividade, quando o efeito sobre o produto é antecipado. A estrutura do modelo de fixação alternada de preços pode ser enriquecida neste aspecto. Uma primeira extensão é a hipótese de que as empresas, quando têm uma oportunidade de fixação de preços, se comprometem no período $t-d$ para um preço no período t e seguintes. Uma segunda extensão é permitir algum comportamento retrospectivo na curva de oferta-agregada da economia. Esta alteração é conseguida através da hipótese de que, entre oportunidades de fixação de preços, as empresas ajustam o preço automaticamente de acordo com uma regra. As empresas que não têm a possibilidade de escolher os preços de forma

ótima alteram o preço previamente fixado indexando-o pela inflação do período anterior.

$$\pi_t = \gamma\pi_{t-1} + \kappa E_{t-d}x_t + \beta E_{t-d}(\pi_{t+1} - \gamma\pi_t) + u_t \quad (2)$$

Esta segunda equação é a chamada curva de Phillips, em que γ representa o grau de indexação das empresas que não podem escolher os preços de forma ótima, e u_t representa um choque nos custos. Esta curva traduz uma dinâmica da taxa de inflação que replica aquela que é representada pelos dados. Em particular a taxa de inflação é caracterizada por inércia e por uma resposta a um choque monetário em forma de um "U" invertido.

Resumindo, as principais fricções do modelo provêm de rigidez na fixação dos preços pelas empresas e de alguma rigidez real. A rigidez nos preços é formalizada como uma extensão do mecanismo de fixação de preços proposto por Calvo e a rigidez real é sumariada pelas restrições que impõem tempo para a tomada de decisão e para a sua execução.

É simples compreender o papel da política monetária neste modelo. A taxa de juro afecta a escolha intertemporal, mas não a pode afectar contemporaneamente porque as decisões de despesa são tomadas com d períodos de antecedência. O hiato do produto é o canal através do qual a política monetária afecta a taxa de inflação. O hiato do produto reage a expectativas da taxa de juro e a taxa de inflação responde a expectativas do hiato do produto. Este modelo, para $d \geq 1$, é consistente com as hipóteses de identificação de que não existem efeitos contemporâneos da política monetária no produto e na taxa de inflação. Um valor natural para d seria o desfasamento temporal estimado entre o choque monetário e a resposta do produto. A maior parte dos estudos empíricos sugere que este desfasamento se situa aproximadamente em dois trimestres.

Note-se que neste modelo a quantidade de moeda existente na economia não foi utilizada para determinar as trajetórias de equilíbrio do hiato do produto e da taxa de inflação. Existindo uma procura de moeda estável, a condição de equilíbrio do mercado monetário irá determinar, para dadas trajetórias da taxa de juro e para as trajetórias de equilíbrio associadas do hiato do produto e da taxa de inflação, a trajetória de equilíbrio da quantidade de moeda. Note-se ainda que nesta

economia simplificada representada pela procura e oferta agregada e pela procura de moeda, um choque de política monetária implica necessariamente um efeito liquidez no período de impacto. Com efeito, dada a procura real de moeda, a existência de desfasamentos, e consequentemente de efeitos nulos contemporâneos no produto e nos preços devidos a uma variação da taxa de juro, conduz naturalmente a uma relação negativa entre a quantidade de moeda e a taxa de juro.

A existência de desfasamentos de transmissão da política monetária faz parte integrante de qualquer discussão sobre a condução da política monetária. Mas a questão fundamental é aquela que temos vindo a tentar responder: quais os fundamentos daqueles desfasamentos? Nesta perspectiva o resultado crucial deste modelo é aquele que nos indica que a existência de desfasamentos na transmissão da política monetária resulta, não do facto da política efectuada hoje afectar directamente a economia no futuro, mas sim do facto de que a política efectuada hoje é um indicador da política a ser efectuada no futuro. É através desta componente antecipada da política futura que a economia no futuro é afectada. A política monetária tem efeitos reais através da componente antecipada da política e estes efeitos reais antecedem os efeitos sobre a taxa de inflação.

Este resultado parece contrastar com a percepção generalizada de que a existência de desfasamentos na transmissão da política decorre do facto das alterações na taxa de juro presente afectarem de *per se* o produto e a taxa de inflação futuras. Também contrasta com a ideia de que a não-neutralidade da moeda resulta predominantemente de surpresas, ou seja da componente não-antecipada da política.

4.2. Indeterminação

A condução da política monetária pela maior parte dos bancos centrais, que explícita ou implicitamente se pode caracterizar como tendo um objectivo de inflação, é puramente prospectiva. Isto é *“only factors that matter for the central bank’s forecast of the future evolution of its target variables, conditional upon its current and future policy actions, play any role on the decision”* (Svensson e Woodford (2002)). Na prática, o banco central tem uma previsão para a trajetória das expectativas condicionadas da in-

flação, as quais dependem da política corrente. Esta previsão depende da informação sobre choques exógenos e da decisão de política. Assim, a taxa de juro é escolhida em função de choques exógenos. Embora a opção pela utilização do instrumento taxa de juro seja defendida como forma de evitar que a volatilidade financeira se transmita aos preços e quantidades de equilíbrio, está bem estabelecido na literatura, desde a contribuição de Sargent e Wallace (1975), que em geral tal não é alcançado. Quando a taxa de juro é uma função de choques exógenos, a política monetária conduz a indeterminação. Mesmo que a política seja imposta como uma condição de equilíbrio, em que a taxa de juro hoje responde a expectativas de inflação num horizonte de vários períodos, pode continuar a haver indeterminação. É também um resultado bem conhecido da literatura que horizontes de previsão demasiado longos podem conduzir a indeterminação (Levin *et al.* (2001)) e que uma resposta demasiado forte a previsões também conduz a indeterminação⁽⁶⁾ (Bernanke e Woodford (1997)). Como ambas as situações ocorrem nas políticas monetárias actuais, o risco de indeterminação é considerável.⁽⁷⁾

A indeterminação é essencialmente devida à dificuldade que este procedimento tem em ancorar as expectativas de inflação. Como o agregado monetário não é controlável, qualquer expectativa pode em princípio ser acomodada, isto é, torna-se auto-sustentada. Como pode ser facilmente confirmado pela equação (1), a mesma taxa de juro pode estar associada a diferentes expectativas de inflação que podem conduzir a diferentes hiatos do produto e, pela equação (2), a diferentes realizações da inflação.

Quando a política de taxa de juro não segue uma regra que garante determinação local, como é o caso quando a política monetária não reage siste-

(6) Suponhamos que a política monetária estava a ser conduzida para combater o impacto de diferentes tipos de choques sobre a inflação. Se esses choques forem serialmente correlacionados, quanto mais prospectiva for a política, maior terá de ser a resposta da taxa de juro (veja-se Giannoni e Woodford (2002)). Para ser eficaz, a política tem de responder muito a algo que provavelmente é estimado com um erro considerável.

(7) Batini e Pearlman (2002)) estabelecem um resultado semelhante mesmo quando a regra inclui um termo com a taxa de juro desfasada.

(8) Veja-se por exemplo Benhabib *et al.* (2001).

maticamente a qualquer variável endógena, ou quando a determinação local está garantida mas não está a determinação global,⁽⁸⁾ a existência de “cláusulas de escape” pode ajudar à determinação do equilíbrio. Vamos apenas referir duas dessas cláusulas. A primeira é referida como uma regra híbrida em Svensson e Woodford (2003). Esta regra faz com que o banco central reaja quando as expectativas do sector privado se desviam sistematicamente das previsões do banco central. Uma reacção forte a esses desvios implica determinação do equilíbrio. Uma segunda cláusula foi desenvolvida por Christiano e Rostagno (2001). À política de taxa de juro é adicionada uma cláusula que especifica uma mudança para uma política que controla o agregado monetário no caso do crescimento nos preços (ou da taxa de crescimento do agregado monetário) ultrapassar um determinado intervalo que foi pré-anunciado. Woodford (2003) desenvolve um argumento semelhante para defender que a ameaça de mudança de política para uma política que controla a oferta de moeda pode evitar trajectórias deflacionistas. O controlo do agregado lato (aquele para o qual existe uma relação estável com os preços) é uma condição necessária para a credibilidade de uma cláusula deste tipo. Contudo, não é claro que tipo de arranjo institucional tornaria possível o controlo de agregados monetários latos no contexto actual de grande inovação financeira.

4.3. Implicações

Em resumo, a maior parte dos procedimentos seguidos pelos bancos centrais que têm como objectivo a taxa de inflação, têm associados os riscos seguintes:

- a) Uma vez que a inflação é afectada pela parte previsível da trajectória da taxa de juro, qualquer variação na taxa de juro implica necessariamente um período em que a surpresa não tem qualquer efeito. Assim, a volatilidade inicial na trajectória da taxa de juro tem custos e não tem benefícios.
- b) Dado que a taxa de juro reage a previsões com horizontes de vários trimestres no futuro, para que a política seja eficaz tem de reagir fortemente a estas previsões. Contudo, quanto maior o horizonte de previsão mais

incertos são os valores das variáveis objectivo e mais conservador deve ser o banco central. As mudanças conservadoras que observamos nos dados (e subsequentes padrões de reversão para a média) poderão justificar os pequenos efeitos da política monetária que descrevemos inicialmente.

- c) Dado que o procedimento seguido pelos bancos centrais pode ser descrito como a taxa de juro a reagir a choques, a política conduz a indeterminação e por isso a resposta descrita das variáveis endógenas é simplesmente uma realização entre uma multiplicidade de realizações possíveis.

Em conclusão, a ideia de que a política monetária afecta a inflação com desfasamentos muito grandes conduz a que se adopte um procedimento puramente prospectivo. A política monetária conduzida desta forma tem custos e tem efeitos pequenos e incertos.

Estas características dos procedimentos de “*inflation targeting*” que estão associados a tomadas de decisão discricionárias são bastante robustas a diferentes tipos de rigidez. As principais desvantagens advêm do facto que, como já referido, estes procedimentos não podem ancorar devidamente as expectativas de inflação devido ao seu carácter puramente prospectivo. Somente quando a política muda em resultado de choques passados, é que esta pode afectar as expectativas dum modo desejável. A razão é que neste caso, ao observar os choques hoje, infere-se qual vai ser a política amanhã. Se a política não tiver este tipo de dependência da história, não podem ser alcançados bons resultados dado que o sector privado tem um comportamento prospectivo. No modelo descrito acima a moeda tem efeitos reais devido à rigidez do preço nominal e à existência de fricções reais no processo de decisão. Contudo os resultados são robustos à introdução de rigidez salarial. Está bem documentado na literatura (Woodford (2003)) que introduzir viscosidade nos salários não melhora a capacidade do modelo para replicar os efeitos dos choques monetários sobre a inflação, ou sobre o produto. Viscosidade nos salários criaria um novo canal através do qual choques reais fariam variar a curva de *Phillips*, mas tal pode ser replicado no modelo proposto por um choque de custos.

5. APERFEIÇOAMENTOS NAS POLÍTICAS ACTUAIS

De acordo com os mais recentes desenvolvimentos na literatura, a condução actual da política monetária poderia ser aperfeiçoada se os bancos centrais se pudessem comprometer a seguir uma regra de política, uma vez que, desta forma, poderiam (dado o seu objectivo) alcançar o equilíbrio óptimo. Tal é uma proposta muito ambiciosa. A existência duma tecnologia de compromisso é algo que é exógeno e por isso não pertence ao conjunto de alternativas que podem ser escolhidas por um banco central. Uma proposta mais modesta seria um “compromisso intermédio”, que no entanto representaria uma melhoria na estratégia actual da política monetária. Podemos usar os resultados das secções anteriores para apontar aperfeiçoamentos na forma de condução de política monetária que continuaria, no entanto, a manter muitas das suas características actuais. Primeiro, é importante reconhecer que a política corrente não afecta a inflação corrente, i.e., que surpresas na taxa de juro não têm efeitos reais. Isto implica que mesmo que o banco central, quando decide a política do período t , tenha mais informação do que aquela que esteve disponível para o sector privado quando este tomou as suas decisões para o período t , essa informação adicional não deve ser usada. Por isso tanto o banco central como o sector privado devem ter a mesma informação. Isto evitará os custos e a ineficiência associada à volatilidade da taxa de juro. Segundo, também é importante reconhecer que política deve ter como objectivo influenciar as componentes previsíveis da inflação e que por isso a eficácia está associada à componente previsível da taxa de juro. Isto implica que a eficácia pode ser melhorada se a taxa de juro for perfeitamente previsível com alguns períodos de antecedência, por exemplo, se o banco central em todos os períodos t , em vez de fixar a taxa de juro para aquele período anunciar a taxa de juro para o período $t + d$. Se pensarmos que d igual a 1 ou 2 trimestres é um desfasamento de decisão razoável, então a taxa de juro que deve ser decidida é a do próximo trimestre, ou a do seguinte. Na decisão do valor da taxa de juro para o período t a principal previsão seria a da inflação no período t .

O modelo apresentado na secção 4 considerou a existência de um sub-conjunto de empresas que

actualizam os preços com base na inflação do período precedente. A existência desta indexação implica que os custos de inflação provêm, não só do nível da inflação, mas também da variabilidade da inflação. Este custo resulta de uma maior distorção dos preços relativos, derivada do aumento da volatilidade da inflação. Dado que um sub-conjunto de empresas indexa os preços com base na inflação do período precedente, enquanto as restantes actualizam os preços de forma óptima, variações repentinas na inflação têm um custo em termos da afectação de recursos. O banco central deve, por isso, procurar evitar uma volatilidade elevada da inflação, de modo a minimizar este custo adicional da inflação. Isto implica que para uma dada previsão de inflação para o período t , a taxa de juro deve variar menos quanto maior o grau de indexação dos preços. Em particular, a taxa de juro decidida em $t - d$ para o período t deve reagir negativamente às previsões da inflação para o período $t + 1$. Para uma dada previsão de inflação, a alteração da taxa de juro será menor que no caso sem indexação de preços.

A presente forma de condução de política monetária deveria ser alterada para um compromisso hoje sobre a taxa de juro daqui a d períodos, evitando-se deste modo os custos associados a variações na taxa de juro que não têm efeitos. Ter-se-ia uma menor reacção às previsões da inflação. Embora estes resultados sejam bastante robustos não nos podemos esquecer que “*the key stumbling block for policy-formation is limited knowledge of the way the macroeconomy works*” (McCallum (1997)). Por isso, também deste ponto de vista, a característica de que o instrumento reaja menos para obter o mesmo resultado parece desejável. Até agora, o procedimento de política monetária foi descrito por uma reacção às previsões do banco central. Por isso nenhuma reacção foi imposta quando a inflação realizada, ou as expectativas do sector privado, se desviavam dum modo sistemático das previsões do banco central. Como foi mencionado acima, para garantir determinação, o banco central deve reagir a esses desvios e por isso deve responder não somente às suas previsões, mas também às previsões do sector privado (Svensson and Woodford (2003)).

6. EM RESUMO

Podemos sumariar as últimas secções do seguinte modo:

1. A existência de desfasamentos de transmissão da política monetária à inflação tem de estar associada a algum tipo de desfasamentos de decisão do sector privado. Dados estes desfasamentos, o comportamento do sector privado tem uma componente prospectiva muito forte.
2. Os desfasamentos de transmissão devem ser interpretados como sendo o sector privado a reagir à parte previsível do comportamento da taxa de juro. Surpresas não têm efeitos. Assim uma política do tipo ruído branco não teria qualquer efeito.
3. A condução da política monetária pode ser aperfeiçoada se o banco central fixar uma taxa de juro para o próximo período (ou para daqui a dois períodos). A decisão da taxa de juro para o período t teria como principal determinante a previsão em $t-d$ da inflação para o período t . Note-se que a existência de desfasamentos na transmissão não implica uma política prospectiva. Esta política de taxa de juro poderia ter uma cláusula segundo a qual a taxa de juro seria alterada quando as expectativas do sector privado se desviassem significativamente das previsões do banco central.

REFERÊNCIAS

- Altig, D., L. Christiano, M. Eichenbaum e J. Linde (2002), "Technology Shocks and Aggregate Fluctuations", mimeo
- Batini, N. e J. Pearlman (2002), "Too Much Too Soon: Instability and Indeterminacy with Forward-Looking Rules", External MPC Unit Discussion Paper nº 8, Bank of England
- Benhabib, J., M. Uribe e S. Schmitt-Grohe (2001), "The Perils of Taylor Rules", *Journal of Economic Theory*, vol. 96, January/February, pp. 40-69
- Bernanke, B. e M. Woodford (1997), "Inflation Forecasts and Monetary Policy", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 29, pp. 653-685
- Canova, F. e G. Nicoló (2000), "Monetary disturbances matter for business fluctuations in the G-7", *International Finance Discussion Papers* nº 660
- Christiano, L. e M. Rostagno (2001), "Money Growth Monitoring and the Taylor Rule", *NBER Working Paper* nº 8539
- Fisher, I. (1896), "Appreciation and Interest", *American Economic Review Publications*, 11, pp. 331-442
- Friedman, M. (1992), *Money Mischief: Episodes in Monetary History*, New York, Harcourt Brace
- Galí, J. (2002), "Monetary Policy in the Early Years of EMU", mimeo
- Gianonni, M. e M. Woodford (2002), "Optimal Interest-Rate Rules: I. General Theory", *NBER Working Paper* nº 9419
- Gianonni, M. e M. Woodford (2002), "Optimal Interest-Rate Rules: II. Applications", *NBER Working Paper* nº 9420
- Hume, D. (1752), "Of Money" reprinted in *Essays - Moral, Political and Literary*, edited by E. Miller, Liberty Fund, Indianapolis, 1985
- Iacovello, M. (2000), "House prices and the macroeconomy in Europe: Results from a structural var analysis", *ECB Working Paper* nº 18
- Inflation report*, (2001), Bank of England, February.
- Issing, O., V. Gaspar, I. Angeloni e O. Tristani (2001), *Monetary Policy in the Euro Area*, Cambridge University Press
- Levin, A., V. Wieland e J. Williams (2001), "The Performance of Forecast-based Monetary Policy Rules Under Model Uncertainty", *European Central Bank Working Paper* nº 68
- Lucas, R. (1980), *Studies in Business Cycle Theory*, MIT Press
- McCandless, G. e W. Weber (1995), "Some monetary facts", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, vol. 19 (Summer)
- McCallum, B. (1997), "Crucial Issues Concerning Central Bank Independence", *Journal of Monetary Economics*, vol. 39, pp. 99-112
- Monnet, C. e W. Weber (2001), "Money and Interest Rates", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, vol. 25 (4)
- Peersman, G. e F. Smets (2001) "The Monetary Transmission Mechanism in the Euro Area: More Evidence From VAR Analysis", *European Central Bank Working Paper* nº 91

- Sargent, T. e N. Wallace (1975), "Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Supply Rule", *Journal of Political Economy*, vol. 83, pp. 1212-1236
- Svensson, L. (1999), "Monetary Policy Issues for the Eurosystem", *Carnegie-Rochester Conferences Series on Public Policy*, vol. 51 (1), pp. 79-136
- Svensson, L. (2003), "How Should the Eurosystem Reform Its Monetary Strategy?", briefing paper for the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament
- Svensson, L. e M. Woodford (2003), "Implementing Optimal Policy through Inflation-Forecast Targeting", mimeo
- Walsh, C. (1998), *Monetary Theory and Policy*, The MIT Press
- Woodford, M. (1999), "Commentary: How Should Monetary Policy Be Conducted in an Era of Price Stability?", in Federal Reserve Bank of Kansas City, *New Challenges for Monetary Policy*, 1999
- Woodford, M. (2000), "Pitfalls of Forward-Looking Monetary Policy", *American Economic Review*, vol. 90 (2), pp. 100-104
- Woodford, M. (2003), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, forthcoming, Princeton University Press.

ANEXO

DERIVAÇÃO DA EQUAÇÃO DA PROCURA AGREGADA

Aqui apresentamos a derivação da equação da procura agregada

$$x_t = E_{t-d}x_{t+1} - \sigma E_{t-d}(i_t - \pi_{t+1} - r_{t+1}^n) + \chi_t$$

Começamos por assumir que $d=0$. Usamos as equações de primeira ordem, em relação ao consumo corrente e futuro, do problema da família⁽⁹⁾

$$U_c(C_t, \xi_t) = \beta(1 + i_t)E_t \left[\frac{U_c(C_{t+1}, \xi_{t+1})}{\pi_{t+1}} \right]$$

onde ξ_t representa o choque de preferências. Quando representamos esta equação de Euler como função do produto em vez do consumo ficamos com

$$U_c(Y_t, \xi_t) = \beta(1 + i_t)E_t \left[\frac{U_c(Y_{t+1}, \xi_{t+1})}{\pi_{t+1}} \right] \quad (3)$$

onde ξ_t contém não só o choque de preferências mas também as outras componentes da procura real (que não o consumo privado). Sejam as despesas do governo G_t , a condição de equilíbrio implica que $C_t + G_t = Y_t$. Após a loglinearização da equação (3) em volta do estado estacionário determinístico, e representando por $\hat{G}$ o desvio percentual do estado estacionário de G , temos

$$\hat{Y}_t = \hat{g}_t + E_t[\hat{Y}_{t+1} - \hat{g}_{t+1}] - \sigma[\hat{i}_t - \hat{\pi}_{t+1}]$$

onde σ representa a elasticidade de substituição intertemporal.

Se definirmos o hiato do produto como $x_t = \hat{Y}_t - \hat{Y}_t^n$, sendo $\hat{Y}_t^n$ o desvio do produto de preços flexíveis do estado estacionário, podemos escrever a equação acima como

$$\hat{x}_t = \hat{g}_t + E_t[\hat{x}_{t+1} - \hat{g}_{t+1}] - \hat{Y}_t^n + \hat{Y}_{t+1}^n - \sigma[\hat{i}_t - \hat{\pi}_{t+1}]$$

Se definirmos $r_{t+1}^n \equiv \sigma^{-1}[\hat{g}_t - \hat{g}_{t+1} - \hat{Y}_t^n + \hat{Y}_{t+1}^n]$ obtemos a equação (1), com $d=0$. A existência de atrasos de decisão implica que as decisões para o período t são tomadas no período $t-d$. Neste caso a condição de primeira ordem das famílias pode ser escrita como

$$E_{t-d}U_c(C_t, \xi_t) = \beta E_{t-d} \left[(1 + i_t) \frac{U_c(C_{t+1}, \xi_{t+1})}{\pi_{t+1}} \right]$$

Usando o conjunto de procedimentos que usamos anteriormente chegamos à equação (1) onde $\chi_t = (\hat{g}_t - \hat{Y}_t^n) - E_{t-d}(\hat{g}_t - \hat{Y}_t^n)$.

(9) Esta condição é uma simplificação, uma vez que assume que a economia não tem moeda e que o trabalho é inelástico, ou que as preferências são aditivas e separáveis entre consumo e lazer.

Cronologia das principais medidas financeiras

Janeiro

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

Estabelece, considerando o disposto no artº 42-A e no artº 199-G do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, o regime a que deve obedecer a constituição de filiais de instituições de crédito e sociedades financeiras em países que não sejam membros da Comunidade Europeia.

15 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal nº 2/2003, DR nº 12, 1ª Série B)

Estabelece, considerando o disposto no artº 43-A e no nº 4 do artº 117 do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, o regime a que deve obedecer a aquisição, por instituições de crédito, de determinadas participações em outras instituições de crédito com sede no estrangeiro ou em instituições financeiras.

15 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal nº 3/2003, DR nº 12, 1ª Série B)

Procede à redefinição dos elementos de informação que devem acompanhar as comunicações relativas às participações qualificadas. Altera o preâmbulo e o nº 1, e adita um nº 2º-A ao aviso nº 3/94, de 22-06.

15 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal nº 4/2003, DR nº 12, 1ª Série B)

Altera, tendo em conta as modificações introduzidas no Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras pelo Dec.-Lei nº 201/2002, de 26-09, o aviso nº 10/94, de 18-11 (limites aos “grandes riscos”), redefinindo os tipos de instituições de crédito e de sociedades financeiras sujeitas à sua disciplina.

15 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal nº 5/2003, DR nº 12, 1ª Série B)

Redefine, considerando o disposto no artº 113 do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, com a alteração introduzida pelo Dec.-Lei nº 201/2002, de 26-09, os limites ao valor líquido do activo imobilizado das instituições de crédito, bem como ao valor total das acções ou outras partes de capital que as mesmas podem deter.

15 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal nº 6/2003, DR nº 12, 1ª Série B)

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

15 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal nº 7/2003, DR nº 12, 1ª Série B)

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

23 de Janeiro (Regulamento nº 1/2003 da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, DR nº 19, 2ª Série)

Fixa a taxa anual, devida pelas entidades emitentes à CMVM, pela supervisão da prestação periódica de informação financeira. Adita um art. 12-A e revoga a alínea c) do nº1 do artº 10 do Regulamento nº 8/2001, de 28-12.

29 de Janeiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 7/03/DSBDR)

Comunica que o relatório semestral a elaborar pelos auditores externos das instituições, a que se refere a Carta-Circular nº 17/2002/DSB, de 14-02, deverá ser enviado ao Banco de Portugal até ao final do trimestre subsequente à data de referência do reporte, com efeito a partir da informação relativa a 31-12-2002.

30 de Janeiro (Despacho do Ministério das Finanças nº 1825/2003, DR nº 25, 2ª Série)

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

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

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

Comunica, na sequência da Carta-Circular nº 347/DMR, de 27-10-99, que a taxa de remuneração dos Títulos de Depósito da Série B, para vigorar no período trimestral de contagem de juros que se inicia em 4-2-2003, é de 2,87%.

31 de Janeiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 8/03/DSBDR)

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

31 de Janeiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 9/03/DSBDR)

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

Fevereiro

8 de Fevereiro (Aviso do Banco de Portugal nº 8/2003, DR nº 33, 1ª Série B)

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

11 de Fevereiro (Directiva 2002/87/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, JOCE nº 35, Série L)

Estabelece disposições relativas à supervisão complementar de instituições de crédito, empresas de seguros e empresas de investimento de um conglomerado financeiro e que altera as Directivas 73/239/CEE, 79/267/CEE; 92/49/CEE, 92/96/CEE, 93/6/CEE e 93/22/CEE do Conselho e as Directivas 98/78/CE e 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho. Os Estados Membros devem pôr em vigor as disposições legislativas, regulamentares e administrativas necessárias para dar cumprimento à presente directiva antes de 11-8-2004 e informar directamente a Comissão desse facto.

17 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal nº 3/2003)

Cria as condições para que a moeda metálica excedentária possa ser entregue em depósito no Banco de Portugal.

19 de Fevereiro (Portaria nº 160/2003, DR nº 42, 1ª Série B)

Determina, ao abrigo do disposto no nº 4 do artº 295 do Código das Sociedades Comerciais, que às sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercados regulamentados sujeitos à supervisão da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários não se aplica o estabelecido no nº 2 do artº 259 do Código das Sociedades Comerciais relativamente às reservas constituídas pelos valores referidos na alínea a) daquele número, quando destinadas à cobertura de prejuízos ou resultados transitados negativos.

Março

1 de Março (Regulamento nº 12/2003 do Instituto de Seguros de Portugal, DR nº 51, 2ª Série)

Estabelece, ao abrigo do nº 2 do artº 10 do Dec.-Lei nº 158/2002, de 2-7, um conjunto de regras relativas ao enquadramento dos fundos de poupança constituídos sob a forma de fundos de pensões. Revoga os nºs. 50 a 58 da Norma nº 298/91, de 13-11.

12 de Março (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 21/2003/DSB)

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

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

das medidas preventivas do branqueamento de capitais. Revoga as Cartas-Circulares nºs. 91/2002/DSB, de 06/11 e 5/2003/DSB, de 16-1.

21 de Março (Aviso do Banco de Portugal nº 9/2003, DR nº 68,1ª Série B)

Divulga o entendimento da Direcção-Geral dos Impostos acerca da transferência, sem perda de benefícios fiscais, de saldos de contas poupança-habitação para outras instituições de crédito.

22 de Março (Regulamento nº 14/2003 do Instituto de Seguros de Portugal, DR nº 69, 3ª Série)

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

25 de Março (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 26/03/DSBDR)

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

26 de Março (Regulamento da CMVM nº 2/2003, DR nº 72, 2ª Série)

Recomenda que sejam analisadas cuidadosamente as declarações de rendimentos para efeitos de concessão de crédito à habitação, uma vez que a Direcção-Geral de Impostos alertou para o facto de algumas se não mostrarem em conformidade com as entregues nos serviços fiscais.

27 de Março (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 2/DMR)

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

Comunica, com efeitos a partir de 1-4-2003, o novo preçário de serviços prestados pelo SITEME, o qual substitui o que foi anteriormente distribuído em anexo à Carta-Circular nº 6/DMR, de 10-2-2000.

Abril

1 de Abril (Regulamento da CMVM nº 3/2003, DR nº 77, 2ª Série)

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

Working papers

WORKING PAPERS

1998

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

1999

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

2000

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

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

2001

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

2002

- 1/02 QUANTILE REGRESSION ANALYSIS OF TRANSITION DATA
— *José A.F. Machado, Pedro Portugal*
- 2/02 SHOULD WE DISTINGUISH BETWEEN STATIC AND DYNAMIC LONG RUN EQUILIBRIUM IN ERROR CORRECTION MODELS?
— *Susana Botas, Carlos Robalo Marques*
- 3/02 MODELLING TAYLOR RULE UNCERTAINTY
— *Fernando Martins, José A. F. Machado, Paulo Soares Esteves*
- 4/02 PATTERNS OF ENTRY, POST-ENTRY GROWTH AND SURVIVAL: A COMPARISON BETWEEN DOMESTIC AND FOREIGN OWNED FIRMS
— *José Mata, Pedro Portugal*
- 5/02 BUSINESS CYCLES: CYCLICAL COMOVEMENT WITHIN THE EUROPEAN UNION IN THE PERIOD 1960-1999. A FREQUENCY DOMAIN APPROACH
— *João Valle e Azevedo*
- 6/02 AN “ART”, NOT A “SCIENCE”? CENTRAL BANK MANAGEMENT IN PORTUGAL UNDER THE GOLD STANDARD, 1854-1891

— *Jaime Reis*

7/02 MERGE OR CONCENTRATE? SOME INSIGHTS FOR ANTITRUST POLICY

— *Margarida Catalão-Lopes*

8/02 DISENTANGLING THE MINIMUM WAGE PUZZLE: ANALYSIS OF WORKER ACCESSIONS AND SEPARATIONS FROM A LONGITUDINAL MATCHED EMPLOYER-EMPLOYEE DATA SET

— *Pedro Portugal, Ana Rute Cardoso*

9/02 THE MATCH QUALITY GAINS FROM UNEMPLOYMENT INSURANCE

— *Mário Centeno*

10/02 HEDONIC PRICES INDEXES FOR NEW PASSENGER CARS IN PORTUGAL (1997-2001)

— *Hugo J. Reis, J.M.C. Santos Silva*

11/02 THE ANALYSIS OF SEASONAL RETURN ANOMALIES IN THE PORTUGUESE STOCK MARKET

— *Miguel Balbina, Nuno C. Martins*

12/02 DOES MONEY GRANGER CAUSE INFLATION IN THE EURO AREA?

— *Carlos Robalo Marques, Joaquim Pina*

13/02 INSTITUTIONS AND ECONOMIC DEVELOPMENT: HOW STRONG IS THE RELATION?

— *Tiago V. de V. Cavalcanti, Álvaro A. Novo*

2003

1/03 FOUNDING CONDITIONS AND THE SURVIVAL OF NEW FIRMS

— *P.A. Geroski, José Mata, Pedro Portugal*

2/03 THE TIMING AND PROBABILITY OF FDI:

An Application to the United States Multinational Enterprises

— *José Brandão de Brito, Felipa de Mello Sampayo*

3/03 OPTIMAL FISCAL AND MONETARY POLICY: EQUIVALENCE RESULTS

— *Isabel Correia, Juan Pablo Nicolini, Pedro Teles*

4/03 FORECASTING EURO AREA AGGREGATES WITH BAYESIAN VAR AND VECM MODELS

— *Ricardo Mourinho Félix, Luís C. Nunes*

5/03 CONTAGIOUS CURRENCY CRISES: A SPATIAL PROBIT APPROACH

— *Álvaro Novo*

6/03 THE DISTRIBUTION OF LIQUIDITY IN A MONETARY UNION WITH DIFFERENT PORTFOLIO RIGIDITIES

— *Nuno Alves*

7/03 COINCIDENT AND LEADING INDICATORS FOR THE EURO AREA: A FREQUENCY BAND APPROACH

— *António Rua, Luís C. Nunes*