

A ECONOMIA PORTUGUESA EM 1998 E PERSPECTIVAS PARA 1999

1. INTRODUÇÃO

O ano de 1998 ficou marcado pela decisão, em 2 de Maio, sobre a participação de Portugal na área do euro. Ao longo de 1997, mas sobretudo em 1998, a crescente probabilidade atribuída a esta participação, e a sua confirmação em Maio, constituíram os principais elementos de enquadramento da economia portuguesa, culminando um processo de estabilização macroeconómica consistente com o preenchimento das condições estipuladas para a adopção da moeda única.

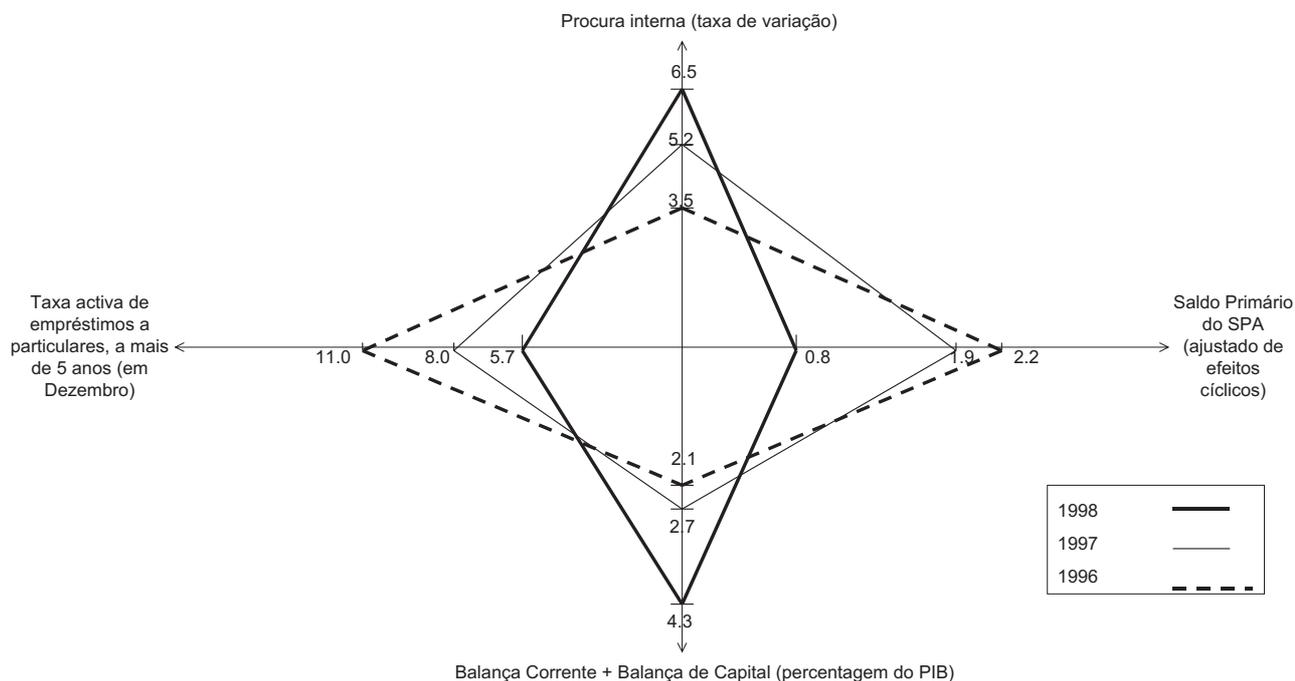
A entrada na área do euro representa uma importante mudança estrutural. Por um lado, a plena participação portuguesa numa área monetária ampla e de grande estabilidade, onde se concentra grande parte das relações económicas externas do País, traduz-se num choque de oferta com reflexo positivo no crescimento do produto potencial e, em consequência, nas decisões de investimento actuais. Por outro lado, a participação na área do euro gera nas famílias expectativas de maiores rendimentos futuros, que se traduzem nas decisões actuais de consumo. Estes efeitos expansivos na procura interna privada (consumo e investimento) foram reforçados pela convergência das taxas de juro para níveis significativamente mais baixos do que os observados no passado, num contexto em que esta descida é encarada em grande parte como irreversível, na medida em que é o resultado da mudança para um novo regime. Acresce que, em 1998, a política orçamental, através da aceleração do consumo público em termos reais e das transferências para as famílias, constituiu um estímulo adicional para o dinamismo da procura interna.

Em simultâneo com o comportamento da procura interna, que implicou um crescimento muito forte das importações, as exportações observaram

em 1998 uma desaceleração ligeira em média anual, mas pronunciada no segundo semestre. Esta evolução ocorreu em linha com o abrandamento da procura externa dirigida às exportações portuguesas de mercadorias. Um significativo ganho de termos de troca, explicado pela queda do preço do petróleo, e a influência favorável e temporária da realização da Expo 98 sobre as exportações de serviços não conseguiram compensar o menor crescimento em volume das exportações de mercadorias. Deste modo, a expansão da procura interna em 1998, estimada em 6.5 por cento em termos reais, traduziu-se de forma amortecida no crescimento do Produto Interno Bruto (PIB), devido à contribuição bastante negativa da procura externa líquida para o crescimento do produto (-3.1 por cento). Mesmo assim, de acordo com as estimativas do Banco de Portugal, o PIB cresceu 3.9 por cento em termos reais em 1998, em ligeira aceleração relativamente a 1997 (3.8 por cento). A expansão da actividade económica e a flexibilidade do mercado de trabalho determinaram uma nova redução da taxa de desemprego, para 5.0 por cento em média anual.

Numa pequena economia aberta, como a portuguesa, um forte crescimento da procura interna, num contexto próximo do produto potencial, tenderá a traduzir-se numa deterioração do saldo da balança comercial. Em 1998, conforme acima referido, o agravamento do défice comercial resultou não só do aumento das importações mas também da desaceleração das exportações. Em consequência, o défice agregado das balanças corrente e de capital (ver caixa “*Alterações nas Estatísticas da Balança de Pagamentos*”) aumentou de 2.7 para 4.3 por cento do PIB, de 1997 para 1998.

Gráfico 1
A ECONOMIA PORTUGUESA: 1996-1998



Fonte: INE e Banco de Portugal.

O gráfico 1 sumariza esquematicamente a evolução, nos últimos anos, dos indicadores acabados de descrever. A redução acentuada das taxas de juro e a condução da política orçamental — ilustradas pela evolução da taxa activa dos empréstimos a particulares para um prazo superior a cinco anos e do saldo primário ajustado de efeitos cíclicos — traduziram-se num crescimento forte e em aceleração da procura interna e num agravamento do défice agregado das balanças corrente e de capital.

Em 1998, a inflação, medida pela taxa de variação média anual do índice de Preços no Consumidor (IPC), situou-se em 2.8 por cento, 0.6 p.p. acima do verificado no ano anterior. Este aumento ficou a dever-se, em parte, a factores de natureza pontual, que se manifestaram, nomeadamente, nos preços de alguns bens alimentares não processados, das propinas universitárias e de alguns serviços associados à realização da Expo 98. Para além destes efeitos anómalos, o comportamento da inflação no ano transacto resulta da conjunção de diversos factores. Refira-se, por um lado, a diminuição de alguns preços internacionais e, por outro

lado e em sentido contrário, o dinamismo do consumo e principalmente a depreciação do escudo, decorrente, em parte, do processo de convergência para as paridades centrais bilaterais com as moedas dos países participantes na área do euro.

Os indicadores de tendência de inflação habitualmente utilizados pelo Banco de Portugal apontam para uma estabilização ou aumento menor do que o observado da taxa de variação média anual dos preços em 1998, em relação ao ano anterior.

No primeiro trimestre de 1999, a variação homóloga do IPC situou-se em 2.8 por cento, 0.3 p.p. abaixo do registado no terceiro e quarto trimestres de 1998. As medidas de tendência de inflação dão indicações de estabilização ou ligeira redução da taxa de variação de preços, continuando a apontar para crescimentos inferiores aos registados pelo IPC. Assim, o comportamento do IPC no primeiro trimestre de 1999 continuou a reflectir o comportamento irregular de alguns preços de bens alimentares.

De acordo com as previsões do Banco de Portugal, divulgadas neste *Boletim Económico*, a economia portuguesa registará em 1999 uma desacelera-

ção da actividade económica. O crescimento do produto deverá situar-se no intervalo de 2¼ a 3¼ por cento, reflectindo um abrandamento significativo tanto da procura externa como da procura interna. Não obstante, o défice agregado das balanças corrente e de capital poderá registar um agravamento em relação a 1998, prevendo-se que se venha a situar no intervalo de 4½ a 5½ por cento.

Existem, no entanto, elementos de incerteza que, a materializarem-se, poderão levar a desvios relativamente a este cenário: no caso de a procura externa sofrer uma desaceleração mais forte do que é admitido nas hipóteses técnicas desta previsão, o crescimento do produto tenderá a situar-se mais próximo do limite inferior do intervalo de previsão; no caso de a procura externa ser mais forte ou se a procura interna vier a registar um crescimento superior ao agora previsto, o crescimento do produto tenderá a situar-se mais próximo do limite superior do intervalo de previsão. Neste último caso, o maior crescimento do produto será acompanhado por um maior agravamento do défice agregado das balanças corrente e de capital.

A prevalência de taxas de juro muito baixas e a posição cíclica da economia portuguesa têm facilitado o recurso ao crédito pelas famílias e empresas não financeiras para financiamento de consumo e investimento. Em consequência, tem-se observado nos últimos anos, e de forma acentuada em 1998, um aumento do grau de endividamento do sector privado, a par com uma diminuição da poupança das famílias. Este desenvolvimento constitui o processo esperado de ajustamento a uma mudança estrutural da natureza daquela que ocorreu em Portugal com a participação na área do euro. Devido ao maior endividamento, os agentes económicos, em particular as famílias, estão actualmente numa situação de acrescida vulnerabilidade a choques adversos que afectem a sua capacidade de satisfazer o serviço da dívida (por exemplo, choques que resultem em aumentos de taxas de juro ou em deterioração da situação no mercado de trabalho) — ver caixa “*Poupança e Endividamento do Sector Privado em Portugal*”.

2. A POLÍTICA MONETÁRIA E CAMBIAL NO CONTEXTO DA PRÉ-ADESAO À UNIÃO MONETÁRIA

Em 1998, como resultado da probabilidade crescente da participação de Portugal na área do euro, que viria a ser confirmada em Maio, as condições específicas da economia nacional foram perdendo importância na tomada de decisões da política monetária e cambial portuguesa.

As taxas de juro de intervenção do Banco de Portugal acentuaram em 1998 a trajetória descendente dos anos anteriores. A taxa de cedência de liquidez em leilão reduziu-se 2.3 pontos percentuais (p.p.) entre Dezembro de 1997 e Dezembro de 1998, na sequência da redução de 3.2 p.p. verificada no conjunto dos dois anos anteriores.

Num ambiente de reforço da concorrência no sistema bancário, a transmissão da diminuição das taxas de intervenção foi mais acentuada nas taxas do crédito bancário do que nas taxas passivas. Durante 1998, as taxas activas dos empréstimos a sociedades não financeiras privadas, para um prazo de 91 a 180 dias, registaram uma redução de 2.4 p.p., acentuando a descida de 4.3 p.p. verificada nos dois anos anteriores; as taxas activas dos empréstimos a particulares, para o mesmo prazo, desceram 3.8 p.p. entre Dezembro de 1997 e Dezembro de 1998, reforçando a descida de 6.7 p.p. verificada nos dois anos anteriores; as taxas activas dos empréstimos a particulares para um prazo superior a cinco anos registaram uma redução de 2.3 p.p. ao longo de 1998, após uma queda de 4.4 p.p. verificada entre Dezembro de 1995 e Dezembro de 1997; finalmente, as taxas passivas dos depósitos a prazo, para um prazo de 181 dias a um ano, apresentaram uma descida de 1.3 p.p. em 1998, após uma descida de 4.0 p.p. nos dois anos anteriores.

Desapareceram, desta forma, as diferenças significativas que existiam nas principais taxas de juro activas e passivas entre Portugal e a média da área do euro. Dado o diferente comportamento da inflação em Portugal e na área do euro, aquelas taxas de juro nominais traduzem-se em taxas de juro reais mais baixas no nosso país, o que terá contribuído para um diferente comportamento da procura interna.

Concluiu-se também em 1998 a convergência das taxas de câmbio do escudo para as taxas cen-

trais bilaterais, que foi acompanhada por uma progressiva diminuição da volatilidade cambial relativamente às moedas do Mecanismo de Taxas de Câmbio do SME. Após se ter registado ao longo de 1996 uma apreciação do escudo em relação ao marco alemão (3.8 por cento comparando Dezembro de 1995 e Dezembro de 1996), durante o ano de 1997 e até Maio de 1998 observou-se um movimento de depreciação e convergência para a paridade central bilateral (1.5 por cento quando se compara a média de Maio de 1998 com a média de Dezembro de 1996). Posteriormente, até ao final do ano, o marco/escudo registou variações relativamente reduzidas.

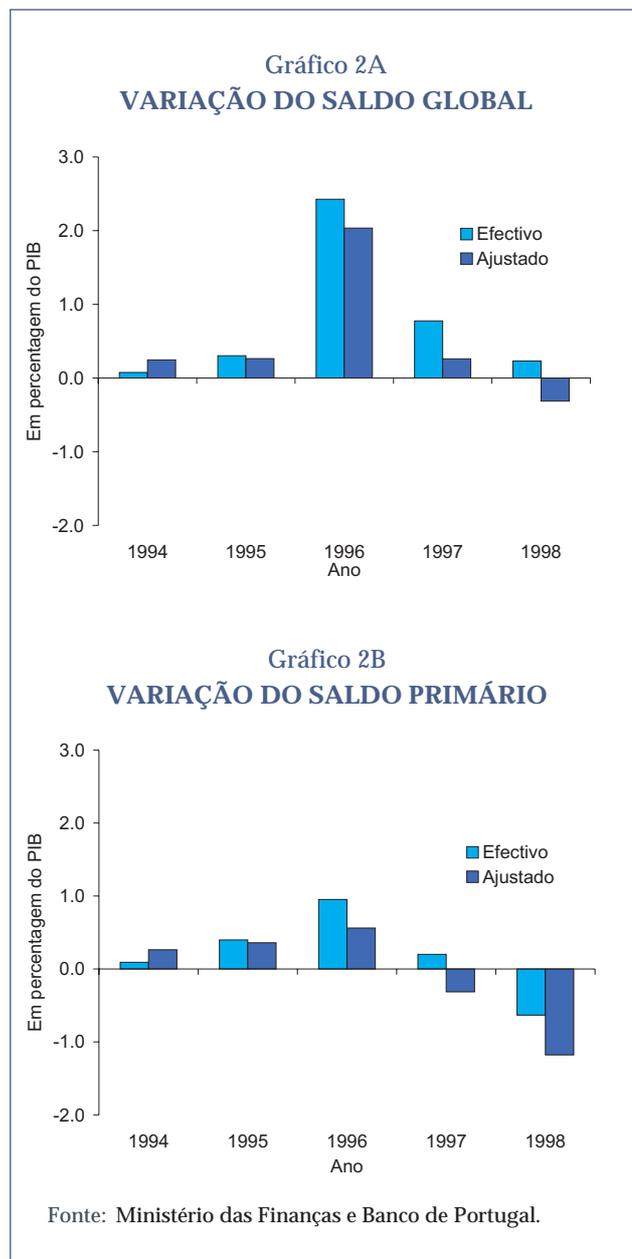
A taxa de câmbio efectiva do escudo registou uma depreciação de 1.2 por cento, em termos médios anuais, em 1998 (depreciação de 1.9 por cento em 1997). Considerando apenas as moedas pertencentes ao Mecanismo de Taxas de Câmbio do SME, a depreciação foi igualmente de 1.2 por cento (o que compara com uma apreciação de 0.6 por cento em 1997). A taxa de câmbio do escudo face ao dólar norte-americano deprecia, em termos médios anuais, 2.8 por cento em 1998 (depreciação de 13.7 por cento em 1997).

3. POLÍTICA ORÇAMENTAL

O saldo global do Sector Público Administrativo⁽¹⁾ reduziu-se de 2.5 por cento do PIB em 1997 para 2.3 por cento em 1998, enquanto que a dívida pública se reduziu de 61.4 por cento do PIB para 57.0 por cento. Em 1998, verificou-se uma aceleração do consumo público, em termos reais, e das transferências para as famílias.

O excedente primário reduziu-se, pela primeira vez desde 1993, situando-se em 1.1 por cento do PIB (1.7 por cento em 1997). Esta evolução resultou do aumento em 0.6 p.p. do rácio da despesa primária, em relação ao PIB, já que a receita manteve o mesmo rácio no PIB. Os encargos com a dívida reduziram-se em 0.9 p.p.

Utilizando o saldo primário ajustado de efeitos cíclicos (em percentagem do PIB) como indicador da orientação da política orçamental, verificou-se em 1998 uma queda de 1.2 p.p do PIB, na sequência da redução de 0.3 p.p. verificada em 1997 (ver gráfico 2)⁽²⁾.



Este comportamento reflecte, por um lado, a redução em 0.5 p.p. do PIB da receita ajustada de efeitos cíclicos, que é explicada pela ausência de

- (1) As contas das administrações públicas utilizadas na redacção do presente artigo são estimativas do Banco de Portugal, tomando como base as Contas Nacionais do INE de 1995 e as contas das administrações públicas elaboradas pelo Ministério das Finanças para servir de suporte às notificações do procedimento relativo dos défices excessivos.
- (2) A interpretação da estimativa da variação dos saldos ajustados deve ser feita com a maior precaução. Com efeito, os resultados apresentados dependem fortemente dos procedimentos utilizados na estimação de uma trajectória de referência para o produto da economia, geralmente designada como produto potencial, assim como na estimação da sensibilidade das diversas receitas fiscais a alterações à taxa de crescimento do produto.

medidas de carácter temporário, ao contrário do sucedido em 1997. Por outro lado, a despesa primária ajustada de efeitos cíclicos terá aumentado em 0.7 p.p. do PIB. Esta evolução resulta sobretudo do acréscimo de 10.2 por cento das despesas com o pessoal, reflectindo o aumento dos efectivos, o aumento das remunerações dos funcionários, reforçadas por actualizações e revalorizações de carreiras, e, ainda, as necessidades de financiamento do sistema de segurança social dos funcionários públicos.

O acréscimo de 7.7 por cento do consumo intermédio de bens e serviços resulta, numa parte considerável, do aumento das despesas com o Serviço Nacional de Saúde (SNS). Por outro lado, as transferências totais sofreram um acréscimo de 10.5 por cento, reflectindo, principalmente, o aumento com as bonificações dos juros para aquisição de casa própria, o alargamento do programa do Rendimento Mínimo Garantido, o aumento da transferência PNB para a União Europeia, e a evolução dos encargos com a Segurança Social. O investimento público directo desacelerou mas as despesas de capital aumentaram 9.4 por cento, mantendo o seu peso no PIB.

4. A EVOLUÇÃO DO PRODUTO EM 1998: DESPESA E PRODUÇÃO

De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, a economia portuguesa registou um crescimento de 3.9 por cento em 1998, o que corresponde a uma ligeira aceleração em relação ao verificado no ano anterior (3.8 por cento). O padrão de crescimento económico foi caracterizado por um comportamento muito dinâmico da procura interna e por um crescente contributo negativo da procura externa líquida para o crescimento do PIB (ver quadro 1).

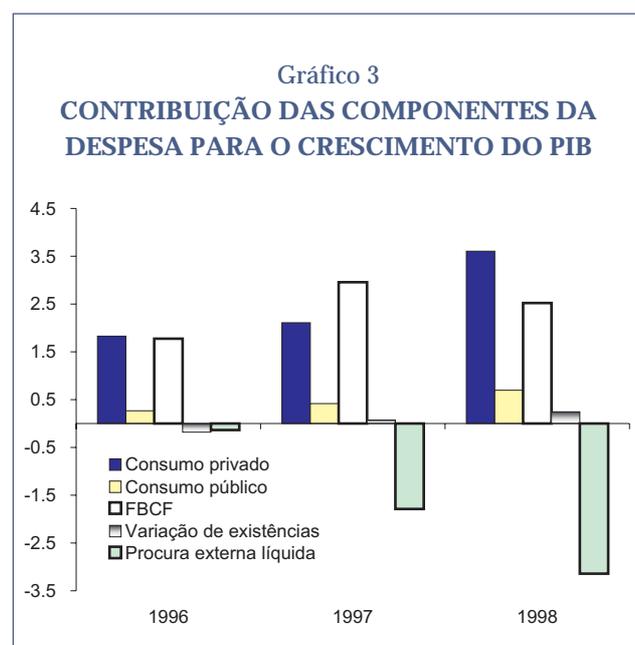
Pela primeira vez no presente ciclo económico, o consumo privado registou, em 1998, um crescimento real superior ao do PIB. Verificou-se, assim, uma alteração qualitativamente importante no contributo para o crescimento do produto, tendo o consumo privado substituído a Formação Bruta de Capital Fixo como principal motor do crescimento económico (ver gráfico 3). Simultaneamente, o contributo das exportações líquidas para o crescimento tornou-se mais negativo.

Quadro 1

PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICOS

Taxas de variação em percentagem

	1996	1997	1998
Consumo privado.....	2.8	3.3	5.6
Consumo público.....	1.5	2.3	3.8
FBCF.....	7.5	12.3	9.8
Procura interna.....	3.5	5.2	6.5
Exportações.....	9.0	9.5	8.8
Procura global.....	4.7	6.1	7.0
Importações.....	7.7	12.3	14.7
PIB.....	3.6	3.8	3.9
Balança corrente + balança de capital (% PIB).....	-2.1	-2.7	-4.3



Em 1998, a procura interna registou um crescimento, em termos reais, de 6.5 por cento (5.2 por cento em 1997), reflectindo uma expansão muito forte de todas as suas componentes. De acordo com estimativas do Banco de Portugal, o consumo privado terá registado, em 1998, um crescimento de 5.6 por cento (3.3 por cento em 1997), enquanto que a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) terá crescido 9.8 por cento (12.3 por cento em 1997). O abrandamento da FBCF ficou a dever-se à desaceleração do investimento público, após a conclusão de algumas importantes obras públicas, já que o

Caixa 1: POUPANÇA E ENDIVIDAMENTO DO SECTOR PRIVADO EM PORTUGAL

A entrada de Portugal na UEM, associada à mudança para um novo regime macroeconómico, pode ser vista como um choque permanente na oferta agregada do mesmo tipo do que é usualmente admitido numa experiência de liberalização económica e financeira⁽¹⁾. O aumento das possibilidades de crescimento futuro da economia tenderá a ter consequências imediatas na procura interna agregada. O aumento do rendimento permanentemente perspectivado pelas famílias conduz a uma antecipação das despesas de consumo com recurso ao endividamento e conseqüente redução da taxa de poupança das famílias. Por outro lado, o ajustamento do “stock” de capital, ao nível compatível com a nova taxa de crescimento tendencial do produto, traduz-se num aumento do investimento e conseqüente subida do endividamento. No contexto de uma pequena economia aberta como a portuguesa, o financiamento do aumento da despesa interna implica, numa primeira fase, a acumulação de responsabilidades em relação ao exterior, reembolsáveis no futuro, à medida que o crescimento do produto se aproxima da sua nova taxa de crescimento natural. Este desenvolvimento propicia ganhos de bem-estar e constitui o processo esperado de ajustamento face a um choque de oferta favorável, traduzindo-se num maior nível de endividamento do sector privado e, por esse facto, numa acrescida vulnerabilidade a choques adversos.

A descida das taxas de juro em Portugal, no contexto do processo de convergência nominal, constitui um ambiente favorável à expansão da procura interna. Este efeito foi reforçado pela recente descida das taxas de intervenção do Eurosistema, numa situação em que a economia portuguesa se encontra numa fase do ciclo mais avançada do que a média da UE-11. Em consequência, as taxas de juro reais de curto prazo atingiram valores particularmente baixos em Portugal e inferiores aos registados no conjunto da área do euro⁽²⁾, correspondendo a um forte incentivo à despesa financiada por crédito, e, naturalmente, a um desincentivo à poupança das famílias.

A aceleração da despesa do sector privado não financeiro, apenas parcialmente acompanhada pelo crescimento do produto e rendimento disponível, teve associado um aumento significativo do endividamento deste sector. Para além da descida das taxas de juro reais, a redução das taxas de juro nominais deverá, por si só, ter contribuído para esta evolução, uma vez que níveis mais baixos de taxas de juro nominais, se entendidos como permanentes, reduzem as restrições de liquidez, propiciando o recurso a crédito.

O aumento da despesa do sector privado financiada com recurso a crédito, em particular em bens de consumo duradouro e de investimento, teve como contrapartidas um agravamento do défice da balança de transacções correntes e uma diminuição da posição externa líquida da economia portuguesa, ou seja, do saldo entre as disponibilidades e responsabilidades financeiras do conjunto dos sectores residentes face ao exterior⁽³⁾. As disponibilidades líquidas face ao exterior reduziram-se de 3.6 por cento do PIB em 1997 para 0.4 por cento em 1998 (em 1996, a posição externa líquida representava 7.6 por cento do PIB). Uma parte importante da diminuição da posição externa líquida em 1998 decorre das operações dos bancos com o exterior. Deste modo, o aumento significativo do crédito bancário ao sector privado residente foi financiado com recurso à diminuição das disponibilidades líquidas dos bancos face ao exterior.

A forte aceleração do consumo privado, em 1998, reflectiu-se numa descida da taxa de poupança das famílias (gráfico 1). De acordo com estimativas do Banco de Portugal, a taxa de poupança em 1998 situou-se em 9.4 por cento ou 5.5 por cento, consoante se incluem ou excluem as transferências externas (10.2 por cento e 6.2 por cento, respectivamente, em 1997)⁽⁴⁾.

Por aquele efeito, e pelo aumento do investimento em habitação, em 1998, pela primeira vez, o sector das famílias terá apresentado um défice de poupança em relação ao investimento (representando cerca de 1 por cento do PIB), após um virtual equilíbrio observado em 1997. Por outras palavras, em termos líquidos, as famílias te-

(1) Veja-se a este respeito Barbosa et al. “O impacto do Euro na economia portuguesa”, cap. VII, Ministério das Finanças, 1999. A argumentação que aí se apresenta acerca dos impactos macro-económicos da UEM na economia portuguesa são do mesmo tipo dos argumentos usualmente utilizados relativamente aos impactos de liberalização económica e financeira.

(2) A taxa de variação homóloga do IPC, em Portugal, foi de 2.8 por cento no primeiro trimestre de 1998. No mesmo período, a taxa de variação homóloga do IPCH, em Portugal, foi de 2.7 por cento, enquanto que para o agregado da UE-11 foi de 0.8 por cento.

(3) Não incluem posições de investimento directo, assim como as posições de carteira respeitantes a títulos representativos de capital, do estrangeiro em Portugal e de Portugal no exterior.

(4) De acordo com dados da Comissão Europeia, a taxa de poupança das famílias em Portugal situou-se em 9.4 por cento, em 1998, que compara com 12.5 por cento para o agregado da UE-11. No conjunto de países da UE-11, apenas a Áustria, com 8.2 por cento, e a Irlanda, com 8.5 por cento, apresentavam valores para a taxa de poupança inferiores ao de Portugal.

Gráfico 1
TAXA DE POUPANÇA DAS FAMÍLIAS

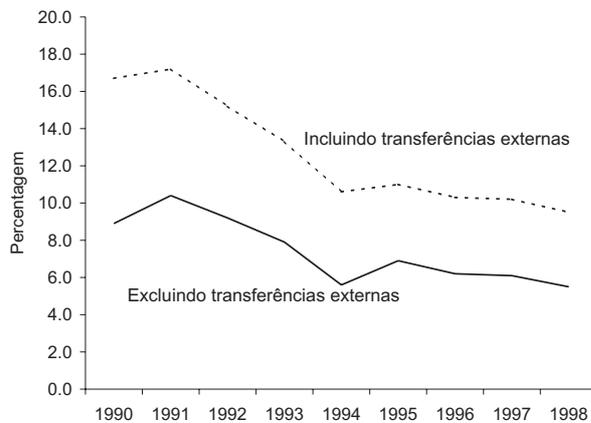
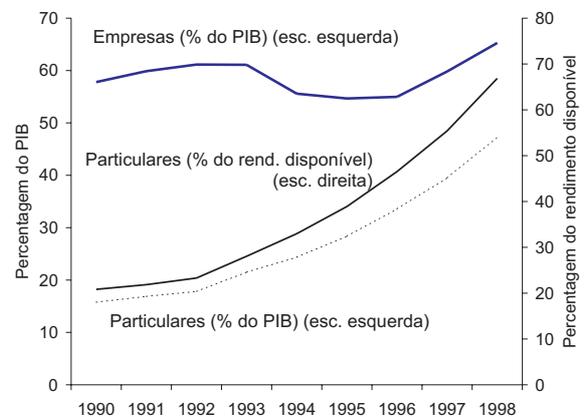


Gráfico 2
ENDIVIDAMENTO DOS PARTICULARES E EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS



ção apresentado, em 1998, necessidades de financiamento positivas, ao invés da situação tradicional em que este sector se posicionava como financiador dos restantes sectores da economia. Esta evolução da relação entre poupança e investimento é o espelho, em termos de fluxos internos, do significativo alargamento do défice da balança de transacções correntes portuguesa, em 1998.

Considerando o crédito concedido por bancos e outras instituições de crédito⁽⁵⁾, o endividamento dos particulares evoluiu muito rapidamente nos últimos anos, situando-se em 66 por cento do rendimento disponível em 1998, valor que compara com 54 por cento em 1997 e 20 por cento em 1990 (gráfico 2). Este crescimento esteve associado, em grande parte, ao forte crescimento do crédito bancário destinado ao financiamento da aquisição de habitação, que registou, em 1998 e pelo terceiro ano consecutivo, uma taxa de variação em termos homólogos superior a 25 por cento (34.8 por cento em 1998, valor que compara com 27.4 por cento em 1997 e 26.0 por cento em 1996). O crédito bancário à habitação representa uma parte substancial da dívida das famílias, situando-se, em Dezembro de 1998, em 71 por cento do endividamento total dos particulares. Em 1998, estima-se que o investimento em habitação pelas famílias tenha crescido acima de 10 por cento em termos reais, tendo sido financiado, em grande parte, por crédito bancário. A acentuada redução nas taxas de juro activas praticadas nas operações com particulares permitiu que, apesar do aumento do endividamento, se verificasse uma diminuição do peso dos juros pagos pelas famílias no seu rendimento disponível de (4.7 por cento em 1997 para 4.0 por cento em 1998).

O endividamento das empresas não financeiras⁽⁶⁾ não tem apresentado nos últimos anos uma tendência muito marcada, flutuando com o ciclo em torno de 60 por cento, quando avaliado em percentagem do PIB. Em Dezembro de 1998, o endividamento das empresas não financeiras em percentagem do PIB situou-se em 65 por cento do PIB, mais 10 pontos percentuais que em Dezembro de 1996, em linha com a situação cíclica da economia e consequente aumento do investimento. A evolução entre 1996 e 1998, mais marcada que em fase equivalente do ciclo económico anterior, deverá estar também a responder às actuais condições monetárias, caracterizadas por taxas de juro reais muito baixas, e às perspectivas favoráveis quanto à evolução da procura dirigida às empresas.

Em suma, o clima de optimismo associado à melhoria das condições financeiras das famílias, que resulta da descida das taxas de juro e das melhores perspectivas relativamente aos rendimentos futuros, tem propiciado a expansão do consumo privado. Por outro lado, a prevalência de taxas de juro reais de curto prazo muito baixas, consequência das condições monetárias na área euro e da posição cíclica da economia portuguesa, tem facilitado a concessão de crédito para o financiamento do investimento das famílias e das empresas.

(5) Não são consideradas as responsabilidades junto de empresas não financeiras, nomeadamente créditos comerciais de que são exemplo os resultantes de vendas a prestações.

(6) Inclui o financiamento obtido por este sector junto de instituições de crédito residentes, via mercado de capitais (obrigações e papel comercial) e no exterior.

Apesar de não existirem dados precisos sobre a proporção de créditos a taxa variável no total de créditos bancários, é conhecido que a prática mais corrente no crédito à habitação consiste em contratos a taxa variável. No que respeita às empresas, cerca de dois terços do crédito é de curto prazo (menos de um ano). Estes aspectos sugerem vulnerabilidade destes sectores a uma subida da taxa de juro, a algumas alterações de natureza fiscal e a uma eventual desaceleração da actividade económica, dado o nível actual do endividamento do sector privado.

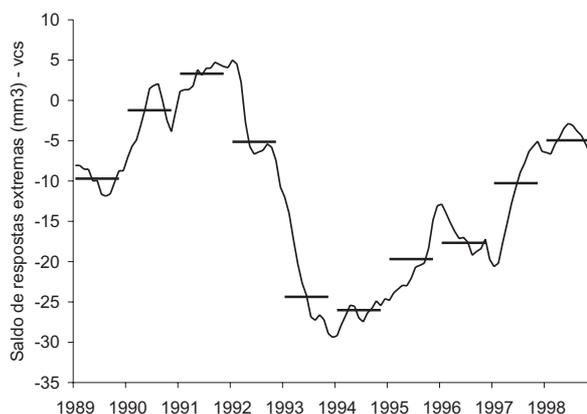
investimento privado manteve um elevado dinamismo.

Vários factores explicam a evolução do consumo privado. Para além da redução das taxas de juro, refira-se também o crescimento do rendimento disponível e os elevados níveis de confiança dos consumidores. O rendimento disponível das famílias (excluindo transferências externas) registou um crescimento, em termos reais, de 4.9 por cento (3.2 por cento em 1997), reflectindo o crescimento do emprego, a evolução dos salários reais e o aumento das transferências internas para as famílias. O emprego total cresceu 2.3 por cento (1.9 por cento em 1997), enquanto que o emprego por conta de outrem aumentou 2.1 por cento (1.4 por cento em 1997). As remunerações por trabalhador por conta de outrem no sector privado apresentaram um crescimento nominal igual ao registado em 1997 (estimado em 5.1 por cento). Finalmente, as transferências internas para as famílias apresentaram uma aceleração em relação ao ano anterior, tendo apresentado uma taxa de variação nominal de 10.1 por cento (7.1 por cento em 1997).

Em 1998, o indicador de confiança dos consumidores situou-se, em termos médios anuais, acima do valor verificado no ano anterior (ver gráfico 4). O aumento da confiança dos consumidores, a par com a redução das taxas de juro, contribuiu também para o forte crescimento do consumo de bens duradouros, o que constitui um elemento caracterizador da actual fase do ciclo económico, com forte impacto nas importações.

A Formação Bruta de Capital Fixo registou um crescimento real de 9.8 por cento em 1998 (12.3 por cento em 1997). O crescimento do FBCF é generali-

Gráfico 4
INDICADOR DE CONFIANÇA DOS
CONSUMIDORES

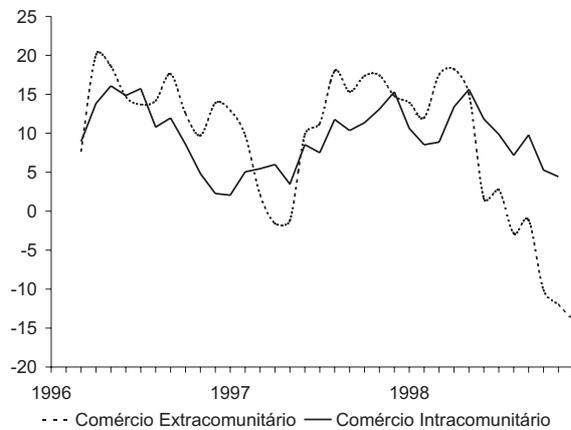


Fonte: Comissão Europeia.

zado por tipo de bens (equipamento, material de transporte e construção). O investimento realizado pelo sector privado da economia (famílias e empresas) registou um crescimento muito elevado, em aceleração relativamente a 1997. O investimento directo do Sector Público Administrativo cresceu 5.7 por cento, em termos nominais, desacelerando em relação ao ano anterior (12.0 por cento).

Diferentes factores explicam o dinamismo do investimento privado. No que se refere ao investimento das empresas, os principais determinantes deste comportamento terão sido: a queda das taxas de juro, num contexto de maior concorrência no sector bancário e inovação financeira; o nível elevado de utilização da capacidade produtiva na indústria, que atingiu os níveis mais altos do actu-

Gráfico 5
EXPORTAÇÕES
 Taxas de variação homóloga - mm3



Fonte: INE, "Comércio Internacional" e "Comércio Extracomunitário".

al ciclo económico; o nível elevado de confiança dos industriais, que aumentou até meados do ano; a avaliação favorável da evolução da procura interna e, até meados do ano, da procura externa. O dinamismo do investimento das famílias terá sido determinado pela descida das taxas de juro, a que acresce a existência de esquemas de subsídio de juros de empréstimos para aquisição de habitação própria, o aumento do rendimento disponível e do emprego e os níveis elevados de confiança.

O crescimento das exportações de bens e serviços, em termos reais, reduziu-se em 1998, tendo-se situado em 8.8 por cento (9.5 por cento em 1997). Esta desaceleração é particularmente visível no comportamento das exportações de mercadorias, cujo crescimento se reduziu de 10.0 para 7.4 por cento. As exportações de serviços foram em 1998 favorável e temporariamente influenciadas pela realização da Expo 98. A desaceleração das exportações de mercadorias verificou-se de uma forma bastante pronunciada na segunda metade do ano, reflectindo quer a evolução das exportações intra-comunitárias, quer a evolução das exportações extra-comunitárias (ver gráfico 5). A desaceleração das exportações portuguesas extra-comunitárias — que representavam cerca de 19 por cento do total em 1997 — foi contudo mais acentuada, registando-se variações negativas no segundo semestre do ano.

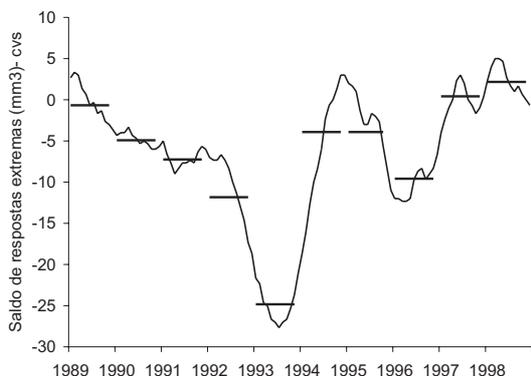
As economias europeias voltaram a sofrer um choque desfavorável de procura externa em 1998, após o ocorrido no ano anterior resultante da crise asiática, na sequência da crise russa e da sua propagação a outras economias emergentes e em transição. Este choque foi acompanhado pela redução muito acentuada dos preços internacionais de diversas matérias-primas, com particular destaque para o preço do petróleo. A par da evolução da procura externa extra-europeia, e em parte por causa dela, assistiu-se no segundo semestre de 1998, sobretudo no último trimestre, a uma desaceleração da actividade económica em três dos nossos principais parceiros comerciais europeus: a Alemanha, o Reino Unido e a Itália.

Os indicadores habitualmente calculados pelo Banco de Portugal não sugerem uma redução da competitividade das exportações portuguesas em 1998, tendo permanecido virtualmente inalterados. A taxa de câmbio real efectiva baseada em preços no consumidor apreciou 0.1 por cento (após ter depreciado 1.6 por cento em 1997 e apreciado 0.3 por cento em 1996). Do mesmo modo, a medida de competitividade baseada em custos de trabalho unitários relativos na indústria praticamente não variou (deterioração de 0.2 por cento em 1998, após melhoria de 0.3 por cento tanto em 1996 como em 1997).

Como se esperaria numa pequena economia muito aberta como a portuguesa, o forte crescimento da procura global em 1998 (7.0 por cento em termos reais face a 6.1 por cento em 1997) conduziu a um crescimento muito forte do volume de importações de bens e serviços, também em aceleração face ao ano anterior: 12.3 e 14.7 por cento, respectivamente em 1997 e 1998. Os elevados crescimentos do consumo de bens duradouros, do investimento das empresas em material de transporte e outro tipo de equipamento — componentes da procura com elevado conteúdo importado — e o mau ano agrícola traduziram-se num aumento da elasticidade das importações em relação à procura global.

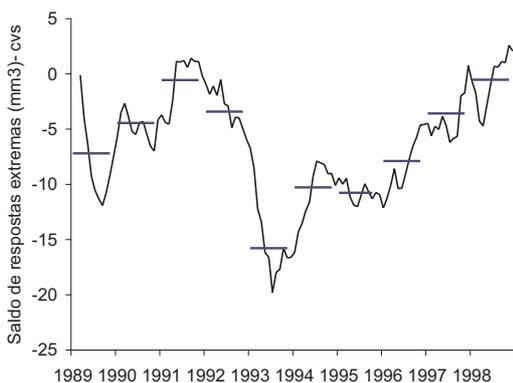
A evolução da despesa é corroborada pela análise de indicadores da produção. Os indicadores de confiança na indústria, comércio a retalho e comércio por grosso registaram também, em termos médios anuais, os valores mais elevados do presente ciclo económico (ver gráficos 6, 7 e 8). O indicador de confiança da construção apresenta uma

Gráfico 6
INDICADOR DE CONFIANÇA NA INDÚSTRIA



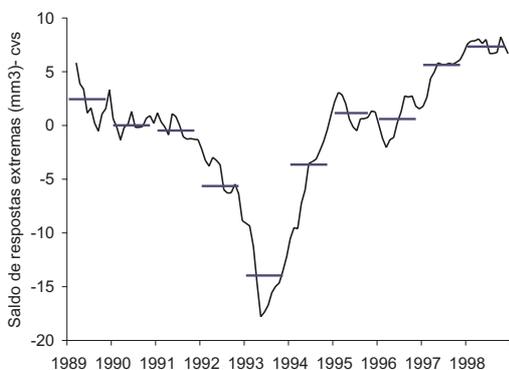
Fonte: Comissão Europeia.

Gráfico 7
INDICADOR DE CONFIANÇA NO COMÉRCIO A RETALHO



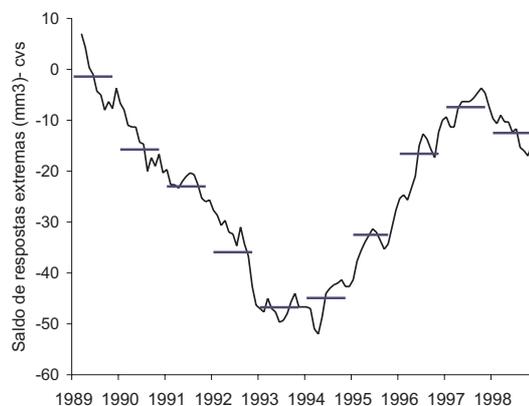
Fonte: INE, "Inquérito Mensal de Conjuntura ao Comércio".

Gráfico 8
INDICADOR DE CONFIANÇA NO COMÉRCIO POR GROSSO



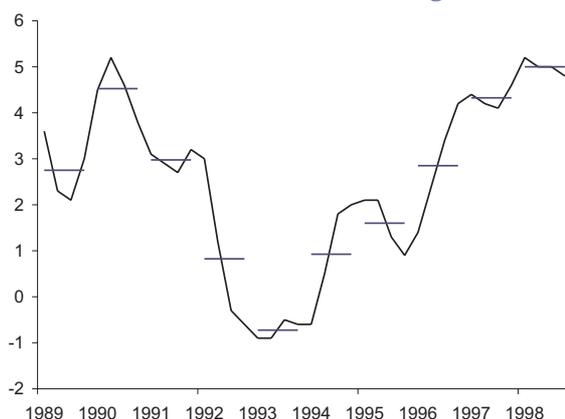
Fonte: INE, "Inquérito Mensal de Conjuntura ao Comércio".

Gráfico 9
INDICADOR DE CONFIANÇA NA CONSTRUÇÃO



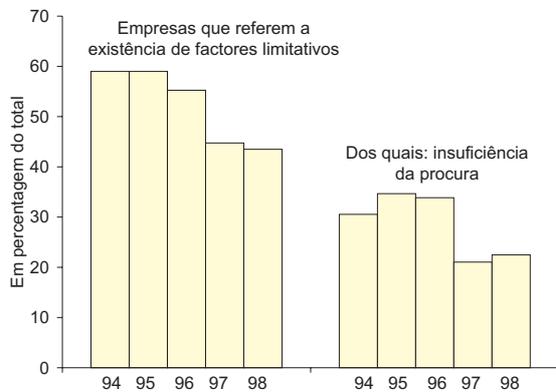
Fonte: Comissão Europeia.

Gráfico 10
INDICADOR COINCIDENTE DA ACTIVIDADE
Taxas de variação homóloga



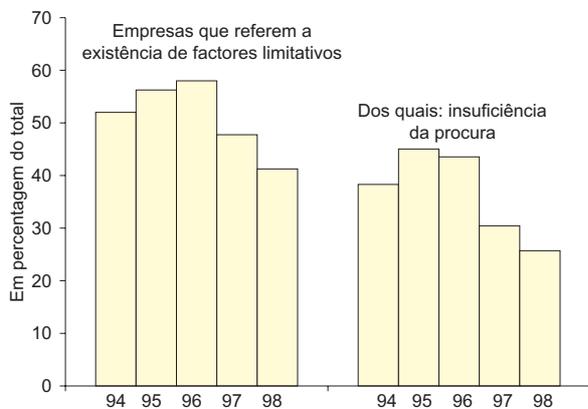
apreciação menos favorável do que a do ano anterior (ver gráfico 9), reflectindo o efeito, da desaceleração do investimento em obras públicas. Contudo, o conjunto do sector continuou a apresentar um elevado crescimento da actividade em relação ao ano anterior. O indicador coincidente do Banco de Portugal, que resume a evolução da actividade na indústria, construção e comércio, registou em 1998 um crescimento médio superior ao verificado em qualquer outro ano do presente ciclo económico (ver gráfico 10). Refira-se, finalmente, que se verificou em 1998 uma queda muito acentuada do produto no sector agrícola.

Gráfico 11
**OBSTÁCULOS À PRODUÇÃO
 NA INDÚSTRIA TRANSFORMADORA**



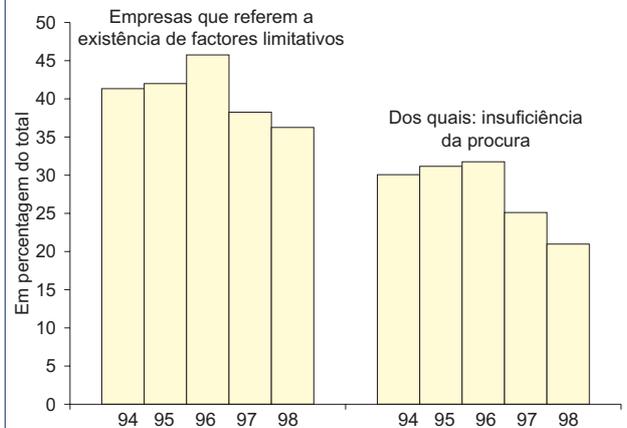
Fonte: INE, "Inquérito Mensal de Conjuntura à Indústria Transformadora".

Gráfico 12
**FACTORES LIMITATIVOS À ACTIVIDADE
 NO COMÉRCIO A RETALHO**



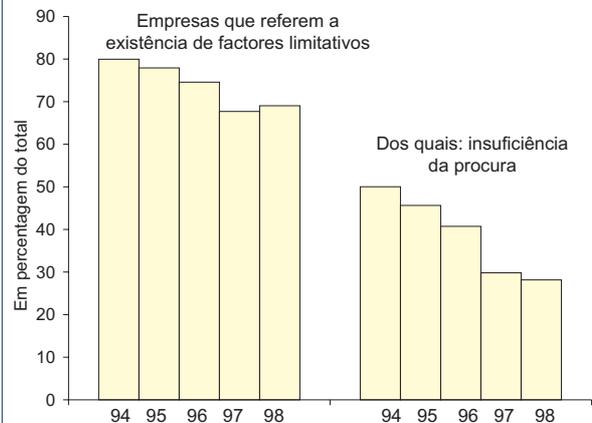
Fonte: INE, "Inquérito Mensal de Conjuntura ao Comércio".

Gráfico 13
**FACTORES LIMITATIVOS À ACTIVIDADE
 NO COMÉRCIO POR GROSSO**



Fonte: INE, "Inquérito Mensal de Conjuntura ao Comércio".

Gráfico 14
**OBSTÁCULOS À ACTIVIDADE
 NA CONSTRUÇÃO E OBRAS PÚBLICAS**



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

Os inquéritos de natureza qualitativa apresentaram uma redução significativa na percentagem de empresas que refere a existência de factores limitativos à actividade, generalizada aos sectores da indústria, do comércio — por grosso e a retalho — e da construção. Registe-se, em particular, a queda na percentagem de empresas que identifica a insuficiência da procura como um factor limitativo à actividade (ver gráficos 11, 12, 13 e 14).

Em 1998 acentuaram-se, também do lado da oferta, alguns padrões qualitativamente importantes na caracterização do actual ciclo económico. De facto, a generalidade dos sectores não-transaccionáveis da economia — serviços e construção — registou um crescimento muito forte. Pelo contrário, a indústria registou um abrandamento da actividade em relação aos anos anteriores, de acordo com a desaceleração da procura externa dirigida

às exportações portuguesas de mercadorias no segundo semestre do ano.

5. MERCADO DE TRABALHO

O mercado de trabalho continuou a apresentar uma forte sensibilidade à posição cíclica da economia. A forte expansão da actividade económica, nos dois últimos anos, bem como perspectivas favoráveis para o futuro, traduziram-se num crescimento elevado, e em aceleração, do emprego total: 1.9 e 2.3 por cento, respectivamente em 1997 e 1998⁽³⁾. O aumento do emprego terá sido particularmente acentuado no comércio, hotéis e restaurantes, transportes e comunicações, no sector público e no sector da construção. Verificou-se uma aceleração mais significativa na criação do emprego por conta de outrem, que cresceu 1.4 e 2.1 por cento em 1997 e 1998, respectivamente.

A expansão da economia portuguesa traduziu-se, desde o segundo semestre de 1996, numa redução continuada da taxa de desemprego. De acordo com o “Inquérito ao Emprego” do Instituto Nacional de Estatística, em 1998 a taxa de desemprego situou-se, em termos de média anual, em 5.0 por cento. Conforme referido no *Boletim Económico* de Setembro, este inquérito sofreu importantes alterações metodológicas, em resultado de orientações do *Eurostat* com vista a uma maior harmonização estatística. Desta forma, a taxa de desemprego em 1998 não é directamente comparável com a de 1997 (6.7 por cento). A utilização de relações de Okun, que no passado têm mostrado um considerável poder explicativo da taxa de desemprego, aponta para uma redução em 1998 da taxa de desemprego devida a factores de natureza cíclica de cerca de 0.8 pontos percentuais.

Tendo como elementos de referência o comportamento da inflação, o dinamismo do emprego e a redução da taxa de desemprego, estima-se que a remuneração por trabalhador no sector privado (isto é, excluindo os funcionários públicos) tenha deixado de desacelerar em 1998, mantendo um crescimento idêntico ao do ano anterior (5.1 por cento). Esta evolução implicou um crescimento es-

timado dos salários reais de 2.2 por cento. A variação da remuneração por trabalhador excedeu a variação das remunerações médias implícitas na contratação colectiva, que se situou em 3.1 por cento em 1998 (3.6 por cento em 1997). Assim, terá aumentado o *wage drift*, definido como a diferença entre o crescimento efectivo e o crescimento contratado das remunerações. Esta evolução constitui mais uma característica importante do comportamento cíclico do mercado de trabalho português: o *wage drift* tende a aumentar em períodos de maior crescimento económico e a diminuir, sendo por vezes negativo, em períodos de recessão.

6. INFLAÇÃO

Em 1998, verificou-se um aumento da inflação. A inflação, medida pela variação média anual do Índice de Preços no Consumidor (IPC), atingiu 2.8 por cento em 1998, 0.6 p.p. acima do valor observado em 1997 (ver gráfico 15). Numa pequena economia muito aberta como a portuguesa, num contexto de câmbios quase fixos, pressões de procura interna, como as que se verificaram em 1998, tenderão a traduzir-se principalmente no agravamento do défice comercial, por via de um maior dinamismo das importações, e de uma forma mais atenuada no comportamento dos preços. Assim terá ocorrido no ano transacto, pois a subida que foi observada na medida de inflação terá resultado em parte de diversos factores de natureza transitória. De facto, em 1998, a evolução favorável da generalidade dos preços do comércio internacional e o défice comercial atenuaram os efeitos sobre os preços no consumidor quer do dinamismo da procura interna, quer da depreciação cambial efectiva.

Entre os factores de natureza temporária que determinaram a evolução do IPC durante o ano transacto, destacam-se: primeiro, importantes subidas dos preços de alguns bens alimentares não processados (o conjunto dos preços dos bens alimentares não processados aumentou, em termos médios anuais, 5.5 por cento em 1998, em comparação com 0.8 por cento no ano anterior), o que se traduziu na aceleração dos preços dos transaccionáveis, cuja variação média anual passou de 0.6 por cento em 1997 para 1.8 por cento em 1998; segundo, o ajustamento no valor das propinas universitárias introduzido no início de 1998; terceiro, subidas significativas dos

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

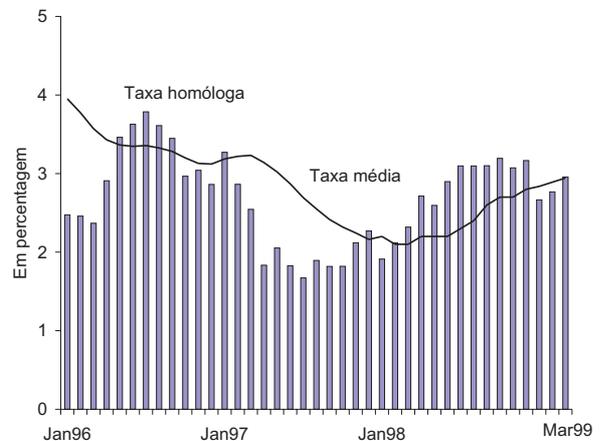
preços de alguns serviços, na sequência da realização da Expo 98. Os dois últimos factores influenciaram a evolução dos preços dos não transaccionáveis, contribuindo para uma desaceleração menos acentuada que em anos anteriores (em termos de taxa de variação média anual, 4.1 por cento em 1997 e 3.9 por cento em 1998) (ver gráfico 16).

As medidas de tendência de inflação⁽⁴⁾ (ver gráfico 17), sugerem que, abstraindo efeitos de natureza temporária, a variação média anual dos preços estabilizou ou aumentou ligeiramente em 1998, interrompendo a descida que vinha registando nos anos anteriores. O indicador “média parada a 10 por cento” registou em 1998 uma variação média de 2.3 por cento, 0.1 p.p. acima do verificado no ano anterior. Por seu lado, a variação média anual do indicador “componente principal” manteve-se em 1998 em 2.7 por cento.

Em 1998, verificaram-se condições internacionais favoráveis à redução da inflação. Com efeito, registou-se uma diminuição dos preços do petróleo e da generalidade das matérias-primas e uma total ausência de pressões inflacionistas na área do euro, região de proveniência de uma percentagem muito significativa das importações portuguesas. A depreciação efectiva do escudo, resultante quer da forte apreciação do dólar e da libra, quer da aproximação do escudo às paridades centrais face às restantes moedas participantes no mecanismo cambial do Sistema Monetário Europeu, contrariou aquele efeito. A transmissão aos preços internos de variações nos preços de importação e de exportação tem lugar com algum desfazamento temporal e em magnitude variável com a posição cíclica da economia. Em particular, esta transmissão tenderá a ser mais rápida e mais intensa em períodos de maior crescimento da procura interna, como aquele que se verifica na economia portuguesa. Adicionalmente, a antecipação da convergência do escudo para as paridades centrais poderá ter implicado uma passagem mais rápida para os preços internos da evolução dos preços em escudos de importações e exportações com outros países da área do euro.

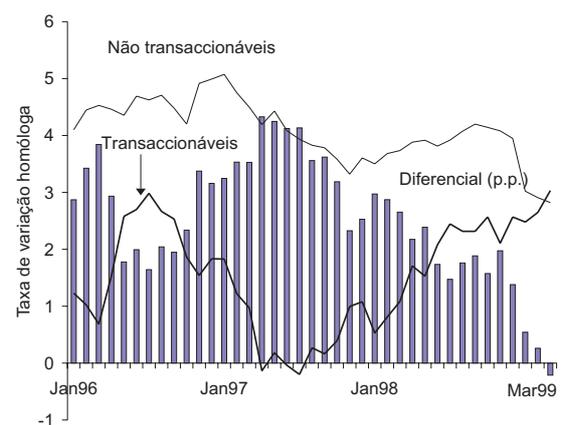
(4) Sobre a metodologia de cálculo das medidas de tendência de inflação habitualmente utilizadas pelo Banco de Portugal, veja-se Coimbra, C. e Neves, P.D. (1997), “Indicadores de tendência de inflação”, *Boletim Económico* do Banco de Portugal, Volume 3, Número 1, Março de 1997.

Gráfico 15
INFLAÇÃO
ÍNDICE DE PREÇOS NO CONSUMIDOR



Fonte: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 16
INDICADORES DE INFLAÇÃO

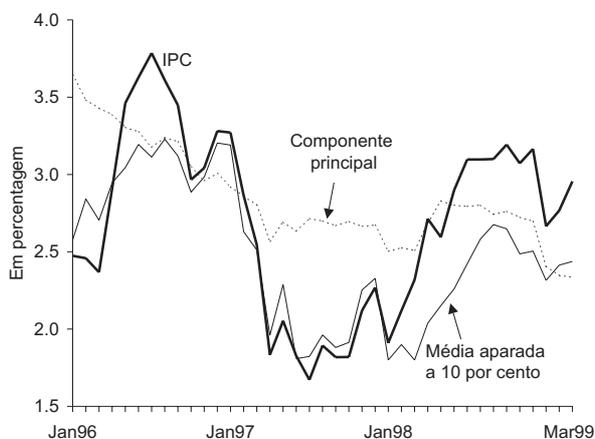


Fonte: INE e Banco de Portugal.

Em 1998, a forte aceleração do consumo privado, tanto de residentes como de não residentes, conduziu a um padrão de crescimento da despesa menos favorável à evolução dos preços. Adicionalmente, a expansão da economia portuguesa traduziu-se num crescimento real dos salários, e em particular num forte aumento do *wage drift*, que aliado aos factores temporários anteriormente referidos, conduziu a uma desaceleração dos preços dos não transaccionáveis menos acentuada do que no ano anterior.

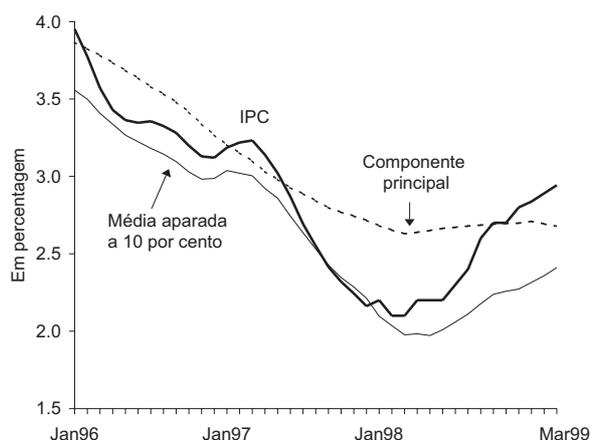
A evolução dos preços no primeiro trimestre de 1999 foi ligeiramente mais favorável do que a regis-

Gráfico 17A
MEDIDAS DE TENDÊNCIA
Taxas de variação homóloga



Fonte INE e Banco de Portugal.

Gráfico 17 B
MEDIDAS DE TENDÊNCIA
Taxas de variação média



Fonte INE e Banco de Portugal.

tada no final de 1998. O crescimento homólogo dos preços, no primeiro trimestre, foi de 2.8 por cento, abaixo do verificado nos dois últimos trimestres de 1998 (3.1 por cento, tanto no terceiro como no quarto trimestres). A variação homóloga dos preços dos bens alimentares não processados situou-se em 5.5 por cento, no primeiro trimestre de 1999, continuando a ilustrar o comportamento irregular dos preços de alguns bens. Refira-se que, em Março, o crescimento dos preços dos transaccionáveis excedeu a variação de preços dos não transaccionáveis (3.0 e 2.8 por cento, respectivamente).

Nos primeiros meses de 1999, as medidas de tendência apresentam uma ligeira indicação de desaceleração dos preços. A variação homóloga da “média aparada a 10 por cento” reduziu-se de 2.5 por cento em Dezembro de 1998 para 2.4 por cento em Março de 1999; no mesmo período, a variação homóloga da “componente principal” diminuiu de 2.7 para 2.3 por cento.

Em 1998, verificou-se um aumento do diferencial de inflação entre Portugal e a área do euro. Para isto contribuíram três factores principais: a subida acentuada no preço de alguns produtos alimentares, que não se verificou nas restantes economias da área do euro; a aproximação do escudo às paridades centrais face às restantes moedas participantes no mecanismo cambial do Sistema Monetário Europeu; e, finalmente, o facto de em Portugal, ao contrário do que se verificou na generalidade das economias da área do euro, não se ter repercutido a forte descida do preço do petróleo nos preços dos combustíveis pagos pelo consumidor. Assim, tal como em 1996-1997, em que se tinha verificado um aumento dos preços do petróleo, o Governo optou por manter os preços máximos de venda ao público.

Em Março, a taxa de variação homóloga do IPCH, em Portugal, situou-se em 2.8 por cento, 1.8 p.p. acima do registado para a área do euro. O crescimento homólogo dos preços dos bens foi de 2.5 por cento em Portugal, 2.0 p.p. acima do registado na área do euro. Sublinhe-se, em particular, o diferencial observado para o crescimento de preços de bens alimentares não processados (6.1 por cento em Portugal e 1.7 por cento na área do euro). No que se refere aos serviços, a variação de preços verificada em Portugal era de 3.5 por cento, o que compara com um valor de 1.7 por cento na área do euro.

7. BALANÇA DE PAGAMENTOS

A compilação da Balança de Pagamentos sofreu importantes alterações metodológicas, passando a ser apresentada com uma estrutura que incorpora as recomendações metodológicas da 5ª edição do Manual da Balança de Pagamentos do Fundo Monetário Internacional (ver caixa “Alterações na Balança de Pagamentos portuguesa”).

Caixa 2 - ALTERAÇÕES NAS ESTATÍSTICAS DA BALANÇA DE PAGAMENTOS

As estatísticas da balança de pagamentos elaboradas e divulgadas pelo Banco de Portugal foram objecto de significativas alterações (vide Suplemento ao Boletim Estatístico de Março “Nova Apresentação das Estatísticas da Balança de Pagamentos”). Em primeiro lugar, a apresentação da balança de pagamentos portuguesa passou a ser efectuada de acordo com uma estrutura que incorpora as recomendações metodológicas da 5ª edição do Manual da Balança de Pagamentos do Fundo Monetário Internacional (FMI). Em segundo lugar, verificou-se uma melhoria da informação estatística utilizada na elaboração da balança de pagamentos, o que se traduziu em revisões de dados anteriormente divulgados.

Na nova apresentação, a balança de pagamentos comporta três componentes principais (quadro 1): Balança Corrente, Balança de Capital e Balança Financeira. A **Balança Corrente** preserva o conteúdo da anteriormente designada Balança de Transacções Correntes com excepção das transferências de capital e da aquisição/cedência de activos não produzidos não financeiros⁽¹⁾. Ou seja, a Balança Corrente continua a considerar as transacções entre residentes e não residentes associadas ao comércio internacional de mercadorias e serviços e aos rendimentos quer de trabalho quer de investimento, bem como as transferências unilaterais de natureza corrente⁽²⁾. Deixa de incluir, no entanto, os recebimentos do Fundo de Coesão e do PEDIP, assim como uma parte significativa dos recebimentos do FEDER e do FEOGA-Orientação, que passam a fazer parte da (nova) **Balança de Capital**. A **Balança Financeira** passa a reflectir todas as transacções associadas com transferências de propriedade sobre disponibilidades e responsabilidades financeiras externas da economia. Ou seja, engloba as operações que, na anterior apresentação, eram incluídas na balança de capitais não monetários, na variação das disponibilidades líquidas de curto prazo dos bancos e na variação das reservas oficiais líquidas.

Para além das alterações de conceitos e metodologia, a melhor cobertura agora conseguida da informação estatística levou igualmente a revisões dos valores publicados da balança de pagamentos. Em particular, os rendimentos de investimento registados na Balança Corrente passaram a incluir a componente de “Lucros Reinvestidos”, estimada a partir dos Questionários do Banco de Portugal aos Investimentos Directos do Exterior em Portugal e de Portugal no Exterior. Em termos líquidos, a consideração desta componente dos rendimentos reflectiu-se numa revisão para cima do défice corrente de Portugal com o exterior nos últimos anos, com a correspondente contrapartida na rubrica de investimento directo da Balança Financeira.

O quadro 2 apresenta, para o ano de 1998, a comparação das novas Balança Corrente e Balança de Capital com a Balança de Transacções Correntes obtida a partir dos mesmos dados mas na anterior apresentação. Em 1998, o défice da Balança Corrente ascendeu a 6.6 por cento do PIB, enquanto que o excedente da Balança de Capital foi de 2.4 por cento do PIB. Como seria de esperar, a soma dos saldos destas duas balanças é praticamente igual ao saldo da Balança de Transacções Correntes na anterior apresentação (-4.3 por cento do PIB).

(1) A aquisição/cedência de activos não produzidos não financeiros abrange transacções sobre activos intangíveis — como patentes, licenças, “copyrights”, marcas, “franchises” e outros contratos transferíveis — e sobre activos tangíveis (por exemplo, a aquisição de terrenos por embaixadas).

(2) Note-se que se verificaram igualmente algumas reclassificações ao nível da Balança Corrente. Relativamente aos Seguros, apenas a parte correspondente à remuneração da prestação do serviço de seguros é agora incluída na Balança de Serviços. O restante, onde se incluem as indemnizações pagas/recebidas, passa a ser registado em Transferências Correntes, no caso dos seguros não vida, ou em Outro Investimento, no caso dos seguros de vida. Por outro lado, os direitos de utilização de activos não produzidos não financeiros, como direitos de patentes, de marcas, “royalties”, “copyright” e “franchises”, que antes eram registados na Balança de Rendimentos, passam a ser incluídos na Balança de Serviços.

Quadro 1
BALANÇA DE PAGAMENTOS
Base transacções

	1997	1998 ^P	1997	1998 ^P
	Saldo em milhões de contos		Saldo em % do PIB	
Balança Corrente	-961.8	-1295.6	-5.4	-6.6
Mercadorias fob.	-1760.7	-2200.3	-9.8	-11.3
Serviços.	234.1	284.2	1.3	1.5
Transportes	-63.5	-66.4	-0.4	-0.3
Viagens e turismo	430.9	523.6	2.4	2.7
Seguros	-7.4	-1.6	0.0	0.0
Direitos de utilização	-45.3	-45.0	-0.3	-0.2
Outros serviços	-49.7	-85.5	-0.3	-0.4
Operações governamentais	-31.0	-41.0	-0.2	-0.2
Rendimentos	-78.7	-105.6	-0.4	-0.5
Rendimentos de trabalho	4.6	13.1	0.0	0.1
Rendimentos de investimento	-83.3	-118.7	-0.5	-0.6
Transferências correntes	643.6	726.2	3.6	3.7
Transferências públicas	86.2	153.0	0.5	0.8
Transferências privadas	557.4	573.2	3.1	2.9
Balança de Capital	469.7	458.9	2.6	2.4
Transferências de capital	465.8	456.2	2.6	2.3
Transferências públicas	458.1	458.6	2.6	2.4
Transferências privadas	7.7	-2.4	0.0	0.0
Aquisição/cedência de activos não produzidos não financeiros	3.9	2.7	0.0	0.0
Balança Financeira	925.2	1097.7	5.2	5.6
Investimento directo	106.8	-205.5	0.6	-1.1
Investimento de Portugal no exterior	-340.2	-522.3	-1.9	-2.7
Investimento do exterior em Portugal	447.0	316.9	2.5	1.6
Investimento de carteira	357.0	27.4	2.0	0.1
Activos	-1133.7	-1099.0	-6.3	-5.6
Passivos	1490.7	1126.3	8.3	5.8
Outro investimento	685.4	1351.5	3.8	6.9
Activos	-1349.6	-1056.7	-7.5	-5.4
Passivos	2035.0	2408.2	11.3	12.3
Derivados financeiros	-4.0	20.2	0.0	0.1
Activos de reserva	-220.1	-95.9	-1.2	-0.5
Ouro monetário	-0.1	-199.2	0.0	-1.0
Direitos de saque especiais	-3.2	-4.6	0.0	0.0
Posição de reserva no FMI	1.4	-32.3	0.0	-0.2
Moedas estrangeiras	-218.2	140.1	-1.2	0.7
Erros e omissões	-433.2	-261.1	-2.4	-1.3
<i>Por memória:</i>				
Balança Corrente + Balança de Capital	-492.1	-836.6	-2.7	-4.3

Quadro 2

Em percentagem do PIB

Nova Apresentação - 1998		Anterior Apresentação - 1998	
	Saldo		Saldo
Balança Corrente	-6.6	Balança de Transacções Correntes	-4.2
Mercadorias fob	-11.3	Mercadorias fob	-11.3
Serviços	1.5	Serviços	1.6
Rendimentos	-0.5	Rendimentos	-0.7
Transferências Correntes	3.7	Transferências Unilaterais	6.2
Balança de Capital	2.4		
Transferências de Capital	2.3		
Aquisição/Cedência de activos não produzidos não financeiros	0.0		
<i>Por memória:</i>			
Balança Corrente+Balança de Capital	-4.3		

A melhoria da qualidade na informação estatística explica igualmente as revisões verificadas nas estatísticas da Posição Externa Líquida da economia portuguesa⁽³⁾. Os “stocks” de disponibilidades (activos) de investimento de carteira do sector não monetário deixaram de ser calculados a partir de uma estimativa obtida por via da acumulação de fluxos, para passarem a integrar a informação obtida na sequência do inquérito às posições de investimento de carteira de Portugal no exterior entretanto efectuado. As disponibilidades líquidas face ao exterior ascendiam a 0.4 por cento do PIB no final de 1998 (3.6 por cento no final de 1997).

(3) Refira-se que se verificaram igualmente alterações no tratamento de certas rubricas da posição externa líquida, nomeadamente das disponibilidades e responsabilidades sobre o exterior das Autoridades Monetárias. As operações de “Swap” de ouro foram reclassificadas de acordo com a prática contabilística, isto é, o ouro afecto a estas operações mantém-se registado como uma disponibilidade face ao exterior, criando-se por contrapartida uma responsabilidade por acordo de Recompra (“Repos”). Adicionalmente, a valorização do ouro passou a ser apresentada a preços de mercado.

A conjugação de expectativas favoráveis sobre a evolução da economia, da aceleração do consumo público e das transferências para as famílias e da redução das taxas de juro, contribuiu para um forte dinamismo da procura interna. A aceleração da procura interna verificou-se num contexto de desaceleração da procura externa e, desta forma, num menor contributo das exportações para o crescimento económico. Em resultado desta com-

posição de crescimento, o contributo da procura externa líquida para o crescimento tornou-se mais negativo e o défice agregado das balanças corrente e de capital agravou-se.

A aceleração das importações e o abrandamento das exportações contribuíram, conjuntamente, para um agravamento do défice comercial português em 1.5 p.p. do PIB (de 9.8 por cento em 1997 para 11.3 por cento em 1998). A evolução da balan-

ça comercial foi o principal determinante da deterioração do défice agregado das balanças corrente e de capital, que passou de 2.7 por cento do PIB em 1997 para 4.3 por cento em 1998.

Dois fenómenos de natureza pontual beneficiaram o comportamento da balança corrente em 1998. Por um lado, verificou-se um ganho importante de termos de troca, resultante, numa parte considerável, da redução nos preços internacionais do petróleo. Os preços das importações de bens e serviços apresentaram, em 1998, uma redução (em escudos), de 1.5 por cento, enquanto que os preços das exportações registaram uma subida de 0.7 por cento. Por outro lado, o aumento da actividade turística associada à realização da EXPO-98 teve também um efeito positivo na balança de serviços. Em contrapartida, o mau ano agrícola traduziu-se num aumento das importações, afectando desfavoravelmente a balança corrente.

8. PREVISÕES PARA 1999⁽⁵⁾

De acordo com as projecções do Banco de Portugal, prevê-se uma desaceleração da actividade económica em 1999. Vários factores contribuirão para o abrandamento da actividade: o enquadramento internacional mais desfavorável, a dissipação progressiva dos efeitos das reduções das taxas de juro e, finalmente, as intenções do Sector Público Administrativo, de acordo com o Programa de Estabilidade e Crescimento.

Em 1999, a economia europeia registará um abrandamento da actividade económica. De acordo com as previsões da Primavera da Comissão Europeia, o crescimento do produto na área do euro situar-se-á em 2.2 por cento em 1999 (3.0 por cento em 1998). Este valor constitui uma revisão para baixo, em 0.4 p.p., em relação à previsão do Outono de 1998. O abrandamento da actividade na área do euro traduzir-se-á, naturalmente, num menor dinamismo das trocas comerciais. De acor-

Quadro 2

PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICOS

Taxas de variação em percentagem

	1998	1999
Consumo privado	5.6	4¼ - 4¾
Consumo público.....	3.8	2
FBCF.....	9.8	4½ - 5½
Procura interna.....	6.5	4 - 4½
Exportações.....	8.8	3¾ - 4¾
Procura global	7.0	4 - 4½
Importações	14.7	6¾ - 7¾
PIB	3.9	2¾ - 3¼
Balança corrente + balança de capital (% PIB).....	- 4.3	-5½ ; -4½

do com as previsões da Comissão Europeia, a procura externa de bens dirigida às exportações portuguesas apresentará um crescimento de 5.2 por cento, em termos reais, o que compara com um crescimento de 7.9 por cento em 1998.

A pronunciada redução das taxas de juro em 1998 deverá ainda ter algum impacto na procura interna, apesar da progressiva dissipação dos seus efeitos.

O Programa de Estabilidade e Crescimento 1999-2002, apresentado em Dezembro de 1998 pelo Ministério das Finanças, reitera os objectivos de consolidação das finanças públicas: redução gradual e sustentada do défice orçamental, aumento do saldo primário e continuação da redução da dívida pública, em percentagem do PIB. De acordo com este programa, o consumo público registará em 1999 um crescimento, em volume, de 2 por cento, o que constitui uma desaceleração em relação ao verificado em 1998.

Baseadas nestas hipóteses, as previsões do Banco de Portugal apontam para um crescimento do PIB no intervalo de 2¾ a 3¼ por cento (ver quadro 2). Espera-se que a procura interna venha a registar uma desaceleração acentuada, verificando-se um contributo menos negativo da procura externa líquida para o crescimento do que em 1998.

(5) A previsão apresentada neste texto foi obtida de acordo com as seguintes hipóteses técnicas: as taxas de juro de intervenção do Sistema Europeu de Bancos Centrais mantêm-se inalteradas no horizonte do exercício de previsão, ao nível prevaiente a 9 de Abril; a taxa de câmbio efectiva do euro mantêm-se inalterada aos níveis do mesmo dia; a procura externa dirigida às exportações portuguesas foi obtida a partir das previsões da Comissão Europeia da Primavera de 1999.

Prevê-se que o consumo privado dos residentes cresça, em termos reais, entre 4¼ e 4¾ por cento. Subjacente a esta previsão está a desaceleração do rendimento disponível real das famílias bem como uma nova diminuição da taxa de poupança. O menor crescimento do rendimento disponível das famílias reflecte um abrandamento da criação de emprego, uma redução no montante de juros líquidos recebidos pelas famílias e uma desaceleração das transferências internas.

A Formação Bruta de Capital Fixo deverá apresentar um crescimento, em volume, no intervalo de 4½ a 5½ por cento. A forte desaceleração deste agregado reflecte a sua sensibilidade às condições cíclicas da economia. Existem, na actual conjuntura, vários factores que justificam esta previsão: a deterioração da confiança dos empresários industriais, reflectindo sobretudo as perspectivas menos favoráveis de evolução da procura externa, o dissipar gradual dos efeitos desfasados das reduções de taxas de juro passadas e a alteração do sistema de subsídio à aquisição de habitação própria.

As exportações de bens e serviços deverão crescer entre 3¾ a 4¾ por cento. Este crescimento fica abaixo do projectado para a exportação de mercadorias, já que as exportações de turismo deverão experimentar, em termos reais, uma redução em 1999, reflectindo o efeito aritmético da comparação com o período em que se realizou a EXPO-98. O crescimento das importações, em termos reais, deverá situar-se no intervalo de 6¾ a 7¾ por cento, em linha com a evolução da procura global e a sua composição. Em resultado, o contributo da procura externa líquida para o crescimento tornar-se-á menos negativo em 1999 do que em 1998. O défice agregado das balanças corrente e de capital deverá situar-se no intervalo de 4½ a 5½ por cento.

Existe um conjunto de riscos que poderá conduzir o crescimento do produto para fora do intervalo de previsão indicado. Um cenário internacional mais desfavorável, caracterizado por um abrandamento da economia da área do euro mais intenso do que o actualmente previsto pelas organizações internacionais, constitui o principal risco de um menor crescimento económico em 1999. No caso de a actual previsão subestimar os efeitos desfasados das reduções passadas das taxas de juro na procura interna, o PIB poderá registar um crescimento mais próximo do limite superior do

intervalo de previsão, sendo acompanhado neste caso por um maior agravamento do défice da balança corrente e por uma expansão mais rápida do crédito a particulares do que o assumido na previsão central.

9. CONCLUSÃO

A economia portuguesa tem registado um crescimento superior ao da generalidade dos seus principais parceiros comerciais. Entre 1996 e 1998, o crescimento médio do PIB situou-se em 3.8 por cento, 1.4 p.p. acima do registado para o conjunto de países que, desde o início de 1999, constituem a área do euro.

O maior crescimento do produto em Portugal reflecte uma maior expansão da procura interna. Todas as componentes da procura interna registaram, entre 1996 e 1998, comportamentos mais dinâmicos do que os da média da área do euro: o consumo privado apresentou um crescimento médio de 3.9 por cento (2.0 por cento para a área do euro), a FBCF 9.9 por cento (2.2 por cento para a área do euro) e o consumo público 2.5 por cento (1.0 por cento para a média da área do euro).

O maior crescimento da actividade económica em Portugal teve implicações na evolução relativa do emprego. Entre 1996 e 1998, o emprego total aumentou 4.9 por cento no nosso país, o que superou consideravelmente o ganho para a área do euro (apenas 1.3 por cento). Em resultado, verificou-se uma redução mais acentuada da taxa de desemprego em Portugal do que na área do euro.

A convergência real da economia portuguesa nos últimos anos, em particular em 1998, foi acompanhada, contudo, por uma combinação de outros desenvolvimentos macroeconómicos: um aumento do défice externo, um aumento do diferencial de inflação em relação aos restantes países da área do euro (embora sem apreciação real do escudo), uma redução significativa da taxa de poupança dos particulares e um aumento acentuado do endividamento. Estes desenvolvimentos, que constituem em larga medida o processo habitual de ajustamento de uma pequena economia aberta a um choque de oferta favorável, propiciam ganhos de bem-estar, não estando, contudo, isentos de risco, dado o acréscimo de endividamento do sector privado. Não obstante a redução das taxas de juro

ser, em grande parte, irreversível, a continuação da actual tendência de aumento do endividamento das famílias acentuará este elemento de risco, tornando potencialmente mais fortes os ajustamentos necessários perante um choque desfavorável.

Num contexto em que tanto a política cambial como a política monetária são conduzidas tendo em atenção as condições económicas para a área do euro como um todo, a política orçamental ganha uma importância acrescida, tornando-se no principal instrumento à disposição das autoridades nacionais com capacidade para influenciar a procura interna. Deste forma, é importante a continuação do processo de consolidação orçamental, em linha com os objectivos do Programa de Estabilidade e Crescimento, o que não deixará de ter efeitos correctivos na balança corrente.

Adicionalmente, o reequilíbrio macroeconómico poderá ser facilitado através do funcionamento eficiente dos preços e salários. A evidência empírica disponível para Portugal aponta para uma

maior flexibilidade dos salários reais em relação às condições cíclicas da economia, em relação à generalidade dos países da área do euro. Esta flexibilidade tem-se traduzido em respostas rápidas e significativas dos salários reais a variações no desemprego. Esta característica do mercado de trabalho tem permitido um ajustamento a diferentes condições económicas com flutuações limitadas dos níveis de emprego e desemprego. É muito importante que esta característica do mercado de trabalho português, observada em situações de inflação, seja preservada em condições de estabilidade de preços. Nesse sentido, torna-se necessário que não sejam tomadas medidas com impacto no funcionamento do mercado de trabalho que impliquem um aumento do “salário de reserva” e, em geral, um aumento do custo do factor trabalho acima da produtividade.

Acabado de redigir com informação disponível até 23 de Abril de 1999.

INFLAÇÃO ÓPTIMA

*Isabel Correia ****Pedro Teles***

Como deve ser conduzida a política monetária no longo prazo? Literatura recente mostra que a regra de Friedman é ótima, o que significa que a taxa de juro nominal deveria em média ser igual a zero, pelo que os preços deveriam baixar ao longo do tempo, dado a taxa de juro real ser positiva. Seguindo a regra de Friedman, o estado abstém-se de tributar a moeda, o que é desejável apesar da necessidade de recorrer a impostos distorcionários para financiar as despesas públicas.

1. INTRODUÇÃO

Como deve ser conduzida a política monetária no longo prazo, e também no curto prazo, em resposta a flutuações na economia? O estudo da política monetária desejável requer a identificação prévia dos efeitos de longo e de curto prazos da moeda. Só depois é possível determinar qual é a melhor estratégia de política, aquela que proporciona uma melhor afectação de recursos na economia. Para este fim, será também necessário utilizar modelos que reproduzam os factos relevantes e em que se possa colocar a questão de optimalidade.

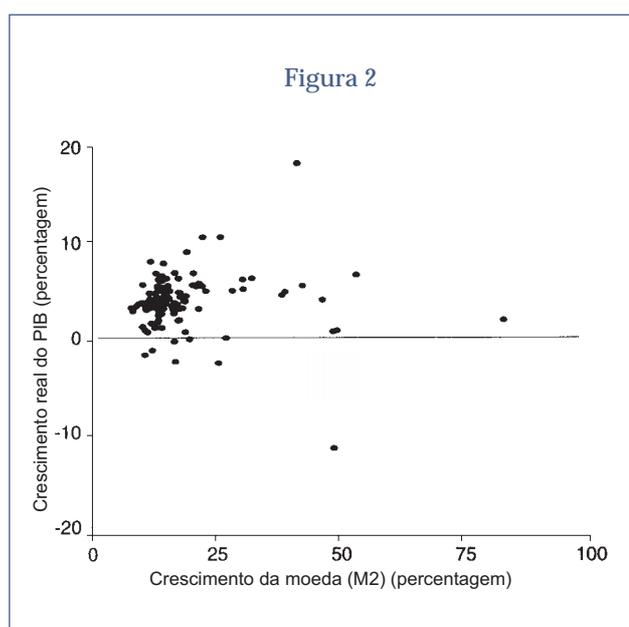
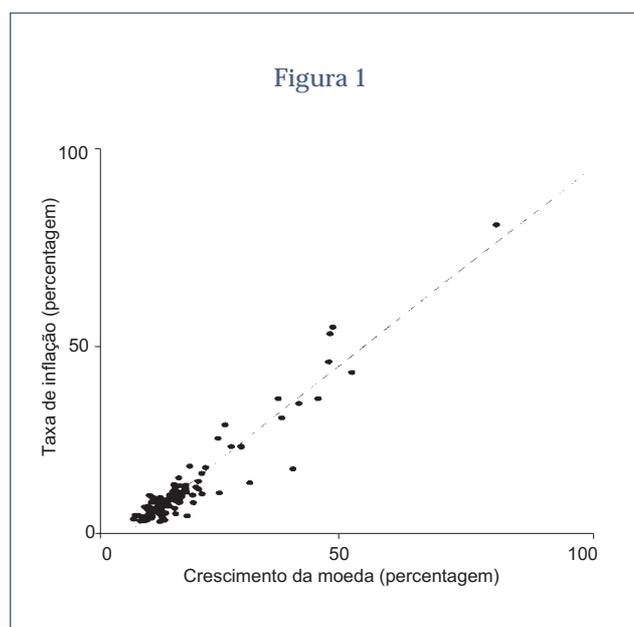
Os efeitos de longo prazo da política monetária são bem conhecidos. Também estão disponíveis modelos adequados para avaliar esses efeitos. Pelo contrário, o estudo dos efeitos de curto prazo da moeda gera ainda alguma controvérsia, tanto na modelização teórica, como na própria identificação dos factos. As respostas à questão de como deve ser conduzida a política monetária de curto prazo estão portanto longe de ser definitivas. Em parte por esta razão, neste texto concentramo-nos em apresentar os resultados conhecidos sobre a política monetária ótima de longo prazo.

Na identificação dos efeitos de longo prazo da moeda, a teoria quantitativa é consensual. Economias com taxas de crescimento da moeda mais altas são economias com taxas de inflação mais altas e com taxas de juro nominais mais altas, também. Os efeitos sobre as taxas de juro reais e sobre as taxas de crescimento não têm significado (ver figuras 1 e 2⁽¹⁾). Mesmo não havendo efeitos sobre o crescimento, há efeitos significativos da inflação na afectação de recursos, e por isso se justifica colocar a questão de optimalidade da política monetária de longo prazo. Sendo a política de longo prazo, as decisões incidem sobre as taxas médias de crescimento da moeda e dos preços, e sobre as médias seculares das taxas de juro nominais. As distorções provocadas por uma alta taxa média de inflação, ou por altas taxas de juro nominais, são como as de qualquer imposto. A alta inflação tributa as transacções que usam moeda, tornando o consumo e o investimento mais caros e desviando recursos para lazer ou para processos alternativos de realizar transacções. Como outro imposto qualquer, uma inflação média alta também permite ao Estado arrecadar mais receitas, por poder financiar défices com emissão de moeda, em vez de pagar

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

** Departamento de Estudos Económicos.

(1) Lucas (1996).



taxas de juro altas sobre dívida pública. O objectivo da política monetária de longo prazo é minorar o efeito das distorções provocadas pelo imposto inflação, tendo em atenção que se esse imposto for reduzido, outros impostos, também distorcionários, terão que ser aumentados de forma a financiar as despesas públicas necessárias. O conjunto de questões a que responderemos inclui: qual é a inflação média óptima, quando o Estado necessita de cobrar impostos distorcionários para financiar as despesas públicas necessárias? Qual deve ser a taxa média de crescimento da massa monetária? Qual é a taxa de juro nominal em obrigações de maturidades longas, que resulta da política óptima de longo prazo?

Milton Friedman propôs em 1969, em *The Optimum Quantity of Money*, uma regra de política monetária que pudesse dar origem a taxas de juro nominais tão baixas quanto possível: “a regra para a quantidade óptima da moeda é atingida por uma taxa de inflação que torne a taxa de juro nominal igual a zero”. Os argumentos defendidos por Friedman são argumentos simples de optimalidade de Pareto, válidos apenas se fosse possível tributar sem provocar distorções. Um bem que tem um custo de produção zero, e de facto a moeda tem custos marginais de produção muito baixos, deve ter um preço também igual a zero. Como a taxa de juro nominal é o preço de deter moeda, por ser aquilo que os agentes privados deixam de receber por decidirem deter esse activo de maior liquidez,

então a taxa de juro nominal de longo prazo deverá ser, segundo Friedman, igual a zero. Esta regra para a taxa de juro nominal significa que os preços deverão baixar em média a uma taxa igual à taxa de juro real de longo prazo: A quantidade de moeda deverá baixar a uma taxa consistente com a deflação necessária.

A crítica predominante à regra de Friedman é atribuída a Phelps (1973) que usou os princípios de tributação óptima de Ramsey (1927): na ausência de tributação não distorcionária, o problema de tributação óptima é financiar uma sequência exógena de despesas públicas da forma menos distorcionária possível. Neste contexto, a distorção marginal causada por uma unidade de receita proveniente de um imposto, deveria ser igual para todos os impostos. A implicação pareceria ser que também a moeda deveria ser tributada, como outro bem qualquer, e por isso o preço da moeda deveria ser superior ao seu custo de produção. A taxa de juro nominal de longo prazo deveria, portanto, ser maior que zero.

Desenvolvimentos recentes na teoria monetária de equilíbrio geral vieram questionar a intuição de Phelps e recuperar a bondade da regra de Friedman. Apesar da necessidade de recorrer a impostos distorcionários, a moeda não deve ser tributada. Este resultado é verdadeiro num ambiente económico em que a moeda é necessária para realizar transacções, explicitamente através de uma função de transacções em que a moeda pode ser substituí-

da por outros factores produtivos⁽²⁾. Porque neste ambiente, a moeda é um bem intermédio, aparentemente poder-se-ia invocar os resultados de tributação óptima de bens intermédios de Diamond e Mirrlees (1971), segundo os quais, em determinadas condições, esses bens não devem ser tributados. Acontece que as condições do teorema de Diamond e Mirrlees, em particular a condição de linearidade da estrutura de produção, não se verificam necessariamente nos modelos monetários. Por exemplo, se pensarmos, como é razoável, que a tecnologia de transacções propostas por Baumol (1952) e Tobin (1956) é uma boa descrição do processo de transacções, então a estrutura produtiva deixa de ser de rendimentos constantes à escala, pelo que já seria desejável tributar os bens intermédios.

Num ambiente mais próximo daquele usado por Phelps (1973), em que a moeda é usada para fornecer serviços de liquidez, modelizados como um bem final, Correia e Teles (1999) derivaram regras de tributação óptimas e concluíram, também nesse contexto, que a regra de Friedman é a regra geral de (não) tributação óptima da moeda. Dessa forma mostraram que a intuição de Phelps não pode ser aplicada à moeda. A intuição de Phelps não pode ser aplicada porque a moeda é um bem de custo zero, tributado através de um imposto específico, a taxa de juro nominal. Ora os resultados de tributação óptima de Ramsey (1927), ou de Diamond e Mirrlees (1971), referem-se a taxas de impostos *ad-valorem* sobre bens com um custo positivo de produção. Acontece que o resultado geral de que essas taxas de imposto devem ser positivas, não implica que o imposto específico deva ser positivo, quando o custo de produzir o bem se aproxima de zero. De facto, em termos gerais, esse imposto aproxima-se também de zero.

2. A INFLAÇÃO ÓPTIMA

Nesta secção, descrevemos em pormenor o resultado de tributação óptima da moeda em Correia e Teles (1996). Para responderem à questão de qual deve ser a inflação óptima de longo prazo, quando todos os impostos são distorcionários, Correia e Teles (1996) usam um modelo monetário em que a moeda é utilizada para transacções de tal forma que o tempo gasto em transacções é uma função do volume de transacções e do *stock* de moeda. Nesta forma de modelizar a moeda, a moeda é um bem intermédio necessário para a produção de transacções. Uma possível explicação da função de transacções, e a única com fundamentação microeconómica, é a tecnologia de transacções proposta por Baumol (1952) e Tobin (1956), segundo a qual o tempo gasto em transacções é uma função do rácio do volume de transacções por unidade de moeda, o número de visitas ao banco. Esta função de transacções é homogénea de grau zero.

No modelo, há um número grande de famílias que têm uma dotação de tempo que podem usar para lazer, para a produção de um bem agregado, para produção de transacções, ou para a produção da própria moeda. As transacções têm um custo que é medido em termos de tempo dedicado a essa actividade. A moeda pode reduzir esse custo. É esta fricção que permite que a moeda tenha valor. As famílias têm preferências sobre bens de consumo e lazer. Em cada período há mercados de bens e trabalho e mercados de activos, moeda e obrigações nominais. Um governo benevolente escolhe a combinação óptima de impostos sobre o rendimento e do imposto inflação que financiam uma sequência exógena de despesas públicas.

Neste ambiente económico em que a moeda é um bem intermédio, Correia e Teles (1996) concluem que, quando a moeda tem um custo de produção negligenciável, é desejável que o governo se abstenha de tributar a moeda, qualquer que seja o grau de homogeneidade da função de transacções. Se pelo contrário a moeda requeresse custos significativos de produção, então já seria óptimo tributar a moeda, e essa taxa dependeria do grau de homogeneidade da função de transacções.

O resultado de que bens intermédios não devem ser tributados num ambiente de segundo óp-

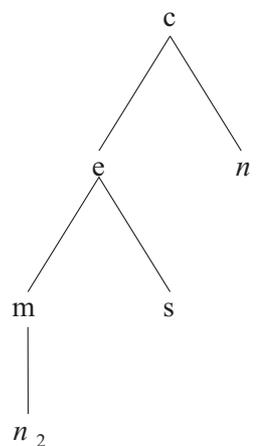
(2) Kimbrough (1986), Faig (1986, 1988), Guidotti e Végh (1983), Chari, Christiano e Kehoe (1983) demonstraram o resultado, impondo condições restritivas. Correia e Teles (1996) generalizaram essas condições.

timo, quando a tecnologia é de rendimentos constantes à escala, é bem conhecido desde o trabalho de Diamond e Mirrlees (1971). Nesse trabalho é demonstrado que eficiência na produção é uma característica da solução de segundo óptimo quando impostos sobre o consumo estão disponíveis. Como corolário desse resultado, bens intermédios não devem ser tributados. Eficiência na produção significa que o trabalho é afectado optimamente, como no primeiro óptimo, entre diferentes utilizações. Isso significa que a produtividade marginal do trabalho usado na produção de um determinado bem é igual ao produto da produtividade marginal do bem intermédio na produção desse bem e da produtividade marginal do trabalho na produção do bem intermédio. No modelo monetário em que há um bem agregado e não há capital, o imposto sobre o consumo proposto por Diamond e Mirrlees (1971) é equivalente a um imposto único sobre o trabalho, sem que os bens intermédios sejam tributados. Estas regras de imposto óptimo são regras sobre valores de impostos *ad-valorem*.

As regras de tributação de Diamond e Mirrlees (1971) não se aplicam directamente à economia monetária por duas razões. Porque a estrutura de produção é específica e porque há restrições naturais aos impostos que podem ser cobrados. Os aspectos distintivos da estrutura de produção no modelo monetário são, primeiro, que o bem de consumo requer trabalho e transacções de acordo com uma estrutura de produção Leontief, e, segundo, que funções de transacções interessantes, como a Baumol-Tobin, não são de rendimentos constantes à escala. O outro aspecto distintivo é que o tempo dedicado à produção de transacções não pode ser tributado, visto a actividade de transacções não passar pelo mercado.

No contexto do modelo monetário, a eficiência na produção é atingida quando a moeda e o tempo dedicado à sua produção não são tributados e apenas o tempo dedicado à produção do bem é tributado. Se a função de transacções for de rendimentos constantes à escala, é desejável atingir eficiência na produção, e portanto a moeda não deve ser tributada. No entanto se a função de transacções não for de rendimentos constantes à escala, como é o caso da função Baumol-Tobin, então já seria óptimo distorcer a produção e o imposto *ad-valorem* óptimo sobre a moeda já não seria zero. Acontece

Figura 3
ESTRUTURA PRODUTIVA NUMA ECONOMIA REAL EQUIVALENTE



que um imposto *ad-valorem* positivo corresponde a um imposto unitário igual a zero, quando o custo de produção da moeda tende para zero. Como o imposto de inflação é um imposto unitário o resultado da optimalidade da regra de Friedman tem a sua explicação, em última análise, na característica de bem livre da moeda.

De forma a compreender profundamente estes resultados da tributação óptima da moeda, é conveniente construir economias reais fictícias, mas equivalentes ao modelo monetário, onde são determinadas as regras óptimas de tributação de bens intermédios e de bens livres.

A economia real fictícia equivalente à economia monetária está representada na Figura 3. Nesta economia, os agentes têm preferências sobre consumo, c , e *lazer* h . c é produzido usando transacções, e , e trabalho n_1 , de acordo com uma função de produção Leontief, $c = \min(e, n_1)$. A produção de e requer tempo, s , e m . O bem intermédio m é produzido com trabalho n_2 , a uma taxa marginal constante ($m = \alpha n_2$). O total de tempo na economia é normalizado para uma unidade. A estrutura de tributação é que c , n_1, n_2 e m podem ser tributados, mas e e s não o podem ser. Estas restrições sobre a capacidade tributária são restrições naturais no modelo monetário equivalente porque as transacções não passam pelo mercado.

Assumindo que a função $s = l(e, m)$ é homogénea de grau k , então a solução de tributação óptima é caracterizada pelas seguintes taxas de tributação *ad-valorem* da moeda

$$\begin{aligned}\tau_m &= 0, & \text{quando } k &= 1 \\ \tau_m &> 0 & \text{quando } k < 1 \\ \tau_m &< 0 & \text{quando } k > 1\end{aligned}$$

quando a taxa de imposto sobre o trabalho usado na produção de moeda é zero, $\tau_2 = 0$.

Neste caso só é óptimo manter eficiência na produção de transacções e , quando a função de produção de e é de rendimentos constantes à escala. Quando há lucros, ou seja, quando a função transacções não é de rendimentos constantes à escala, o efeito dos impostos nos lucros, explica os desvios da eficiência na produção na solução de segundo óptimo. Quando $k \neq 1$, a possibilidade de lucros diferentes de zero, e a ausência de um imposto sobre estes lucros, justifica regras de tributação óptimas que induzam uma redução nos lucros. A redução nos lucros, mesmo negativos, é equivalente a um imposto *lump-sum*. Por isso, a solução de segundo óptimo permite uma distorção na produção, através da tributação de bens intermédios, de forma a reduzir os lucros implícitos na produção de transacções.

A razão pela qual a eficiência na produção de e é obtida quando τ_2 e τ_m são iguais a zero é o facto de τ_s ser por natureza igual a zero. Então, eliminando a tributação do trabalho utilizado na produção de m , e do próprio m , consegue-se manter a eficiência neste ramo da produção de transacções.

Visto transacções e horas de trabalho serem utilizadas em proporções fixas na produção do bem de consumo, a produção não é distorcida pela tributação de n_1 . Por esta razão a solução de Ramsey, mesmo com as restrições particulares do sistema fiscal descritas (s e e não podem ser tributados) é um segundo óptimo, e não um terceiro ou quarto óptimo. Se se impusesse τ_2 igual a τ_1 , eficiência na produção implicaria que τ_m fosse negativo. Assim podemos dizer que o resultado obtido para tecnologias de rendimentos constantes à escala que m não deve ser tributado, garante a eficiência na produção mas, devido às restrições dos instrumentos fiscais impostas, não é uma extensão natural do resultado de Diamond e Mirrlees. Neste caso o bem intermédio não é tributado mas o rendimento do trabalho é tributado a taxas muito diferenciadas dependendo do sector onde tem origem:

O rendimento do trabalho na produção de moeda e na produção de transacções não é tributado e o rendimento do trabalho na produção do bem de consumo é tributado a uma taxa positiva.

Quando m é um bem livre, se a taxa de juro nominal for zero, e portanto a moeda estiver a ser utilizada plenamente ($l_m = 0$), o efeito marginal de m sobre os lucros é zero. Apesar do facto de, para funções de transacções homogéneas de grau $k \neq 1$, o nível de lucros implícitos ser diferente de zero, e de em geral existir um efeito marginal de m sobre os lucros, no ponto de saciedade em moeda real, ponto em que o bem livre tem produtividade marginal zero, este efeito é nulo e por isso o ponto de saciedade define a quantidade óptima de moeda. Este resultado pode ser interpretado como o resultado limite do imposto unitário óptimo que incide sobre um bem intermédio que utiliza recursos, quando o custo de produzir o bem se torna arbitrariamente pequeno. A intuição é que o imposto unitário equivalente a um imposto finito *ad-valorem* sobre um bem com custo de produção arbitrariamente baixo, é arbitrariamente baixo.

Em qualquer caso os custos variáveis de produção de moeda serem zero é a hipótese essencial para a optimalidade da regra de Friedman. Tomamos esta hipótese como certa apesar de ser evidente que existem custos fixos importantes na criação monetária. Assim a moeda como um *input* primário livre, e não como um bem intermédio, é a hipótese quantitativamente razoável relevante assim como a justificação teórica fundamental da robustez da optimalidade da regra de Friedman.

3. CONCLUSÕES

A inflação média, de longo prazo, tem efeitos reais sobre o nível da actividade económica. Para minorar estes efeitos, a literatura sobre regras de política monetária de longo prazo recomenda uma política consistente com taxas de juro nominais perto de zero, o que corresponde a deflação, de acordo com a regra de Friedman de 1969. Este resultado é surpreendente por ser válido mesmo quando se entra em consideração com a necessidade que o Estado tem de recorrer a impostos distorcionários para financiar os gastos públicos (Correia e Teles, 1996 e 1999). A intuição básica do resultado é que a taxa de juro nominal é uma taxa de

imposto unitária sobre um bem (moeda) com um custo de produção muito baixo e por isso, mesmo que em termos proporcionais seja óptimo tributar a moeda a uma taxa elevada, o imposto específico equivalente é muito baixo. Uma vez determinada a política óptima, põe-se a questão quantitativa de quais são os ganhos de bem-estar de reduzir a taxa de juro nominal para taxas perto do zero. Correia e Teles (1994) calculam que o ganho de reduzir a taxa de juro nominal de 5 por cento para a regra de Friedman, estará perto de 1 por cento do PIB⁽³⁾.

Este resultado limite, de que não é desejável tributar a moeda, pode, no entanto, ser corrigido de acordo com considerações várias, como sejam a tributação da economia subterrânea, custos altos de administração do sistema fiscal, ou custos de variação de preços. Dado que a economia subterrânea é precisamente um sector que não pode ser tributado através do sistema fiscal, justifica-se por razões de eficiência e equidade, que o imposto de inflação seja usado para esse fim. Em termos quantitativos, os valores óptimos da inflação de longo prazo são ligeiramente superiores a zero⁽⁴⁾. Custos altos de cobrança de impostos sobre o consumo ou rendimento poderão também justificar um desvio da regra de Friedman, que é um desvio menor, na ordem de grandeza de um ponto percentual para a taxa de juro nominal⁽⁵⁾. Custos de variações de preços podem também justificar desvios da regra de Friedman no sentido do objectivo de estabilidade de preços.

(3) Ver também Lucas (1994).

(4) Nicolini (1998).

(5) De Fiore (1998).

REFERÊNCIAS

Baumol, W.J., 1952, The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach, *Quarterly Journal of Economics* 66, 545-556.

Chari, V.V., L. J. Christiano e P.J. Kehoe, 1996, Optimality of the Friedman Rule in Economies with Distorting Taxes, *Journal of Monetary Economics* 37, 203-223.

Correia, I. e P. Teles, 1994, Money as an Intermediate Good and the Welfare Cost of the Inflation Tax, Banco de Portugal *Working Paper* nº 10 de 1994.

Correia, I. e P. Teles, 1996, Is the Friedman Rule Optimal when money is an Intermediate Good?, *Journal of Monetary Economics*, 38, 223-244.

Correia, I. e P. Teles 1999, The Optimal Inflation Tax, *Review of Economic Dynamics* 2, 325-246.

De Fiore, F., 1998, The Optimal Inflation Tax with Costs of Collecting Taxes, mimeo, European University Institute.

Diamond, P.A. e J.A. Mirrlees, 1971 Optimal Taxation and Public Production, *American Economic Review* 63, 8-27, 261-268.

Faig, M., 1986, Optimal Taxation of Money Balances, Ph. D. Dissertation (Stanford University, Stanford, CA).

Faig, M., 1988, Characterization of the Optimal tax on Money when it Functions as a Medium of Exchange, *Journal of Monetary Economics* 22, 137-148.

Friedman, M., 1969, The Optimum Quantity of Money, em M. Friedman, ed., *The Optimum Quantity of Money and other Essays* (Aldine Chicago, II.).

Guidotti, P.E. e C.A. Végh, 1993, The Optimal Inflation Tax when Money Reduces Transactions Costs, *Journal of Monetary Economics* 31, 189-205.

Kimbrough, K.P., 1986, The Optimum Quantity of Money Rule in the Theory of Public Finance, *Journal of Monetary Economics* 18, 277-284.

Lucas, Robert E., Jr., 1994, On the Welfare Cost of Inflation, mimeo, The University of Chicago.

Lucas, R. 1996, Monetary Neutrality, *Journal of Political Economy*, 4, 104, 661-682.

Nicolini, J. P., 1998, Tax Evasion and the Optimal Inflation Tax, *Journal of Development Economics*, 55 (1) 215-232.

Phelps, E. S., 1973, Inflation in the Theory of Public Finance, *Swedish Journal of Economics* 75, 37-54.

Ramsey, F.P., 1927, A Contribution to the Theory of Taxation, *Economic Journal* 37, 47-61.

Tobin, J., 1956, The Interest Elasticity of the Transaction Demand for Cash, *Review of Economics and Statistics* 38, 241-247.

ALGUMAS REFLEXÕES SOBRE ARMADILHA DE LIQUIDEZ E CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA EM AMBIENTE DE BAIXA INFLAÇÃO*

*Isabel Marques Gameiro***

*Maximiano Pinheiro***

1. INTRODUÇÃO

No debate público recente sobre perspectivas económicas na área do euro, o risco de se estar próximo de uma situação que foi designada por Keynes de “armadilha de liquidez” tem sido referido com alguma frequência⁽¹⁾. A ideia subjacente é a de que num contexto de inflação e taxas de juro nominais baixas, a capacidade da autoridade monetária de proceder a reduções adicionais nas taxas de juro para contrariar choques desfavoráveis sobre a economia é limitada (dado que as taxas de juro nominais não podem descer abaixo de zero). Trata-se de uma situação em que a política monetária perde a capacidade de influenciar a economia através do canal taxa de juro. Esta situação, coloca desde logo a questão de saber se é ou não desejável que a política monetária contrarie os referidos choques, i.e., se a política monetária deve ou não ter uma postura contra-cíclica.

Independentemente da desejabilidade ou não de uma política contra-cíclica, é relativamente consensual na literatura económica que os choques de origem monetária devem ser contrariados (pondo de parte eventuais problemas de identificação da origem do choque). Os casos mais citados de veri-

ficação de armadilha de liquidez (grande depressão dos EUA e situação económica recente no Japão) são exemplos de choques com origem na esfera monetária, na medida em que estiveram associados a um colapso do preço dos activos e a uma crise bancária. Trata-se por conseguinte de casos em que o canal taxa de juro não é o mais relevante nem é a restrição activa.

Por outro lado, é actualmente consensual que o canal taxa de juro não é o único existente, sendo nomeadamente reconhecida a existência do canal dos preços relativos dos activos e do canal do crédito bancário. Neste contexto, o debate sobre a inoperacionalidade da política monetária em situação de taxas de juro muito baixas, reduz-se ao debate sobre a importância empírica destes canais directos. De qualquer forma, reconhecendo a existência destes canais (e independentemente da maior ou menor importância empírica dos mesmos), parece difícil argumentar que a política monetária é totalmente inoperacional num contexto de taxas de juro nulas ou próximas de zero.

Finalmente, coloca-se a questão de saber se, existindo canais alternativos de actuação da política monetária, subsistem ou não custos associados ao não funcionamento do canal taxa de juro. Existem alguns estudos empíricos que tentam quantificar os custos de diminuição da operacionalidade da política monetária em situação de armadilha de liquidez. Os resultados destes estudos estão, contudo, sujeitos à crítica de Lucas porque se baseiam em dados de regime de inflação diferente de zero e, por conseguinte, não incorporam o ajustamento do comportamento dos agentes à mudança

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

** Departamento de Estudos Económicos. Este artigo beneficiou da discussão interna do tema e em particular dos comentários feitos por Ana Cristina Leal, Isabel Horta Correia, Marta Abreu e Pedro Teles devendo a responsabilidade por eventuais erros e omissões ser imputada exclusivamente aos autores.

(1) Veja-se, por exemplo, “*The Economist*” (February 20th 1999) e “*European Weekly Analyst*”, Goldman Sachs (January 29th 1999).

de regime. Em contraponto, existem vários contextos (nomeadamente quando se consideram princípios de tributação óptima) em que o resultado óptimo aponta para taxas de juro nulas ou próximas de zero (regra de Friedman).

Estas questões encontram-se desenvolvidas nas secções seguintes deste artigo. Na secção 2, recorda-se o conceito de “armadilha de liquidez” e os motivos que podem tornar esta questão actual na Europa. Na secção 3, discute-se a desejabilidade de uma política monetária contra-cíclica, enquanto que na secção 4 se analisam situações de simultaneidade entre armadilha de liquidez e crise bancária. Na secção 5, discutem-se os canais alternativos de transmissão da política monetária não directamente relacionados com a taxa de juro e, na secção 6, apresentam-se algumas considerações sobre a existência ou não de custos transitórios e/ou permanentes de inoperacionalidade do canal taxa de juro em regime de estabilidade dos preços. Finalmente, na secção 7, e à luz das reflexões anteriores, retiram-se algumas conclusões relativamente à situação actual da área do euro.

2. ARMADILHA DE LIQUIDEZ E A ACTUAL CONJUNTURA EUROPEIA

Para simplificar a exposição, sem perda de generalidade, considere-se uma economia fechada onde existe, para além da moeda (definida em sentido estrito como circulação e depósitos à ordem, não vencendo juro), um único activo financeiro que vence juros à taxa nominal i . Nestas circunstâncias, a taxa de juro i não pode ser negativa: ninguém escolheria deter um activo com rendimento nominal negativo, quando poderia deter moeda com rendimento nominal nulo. Na prática (admitindo agentes económicos avessos ao risco), o limite inferior admissível para a taxa de juro (designa-se este limite por \underline{i}) será ligeiramente positivo, devido a considerações de liquidez e/ou risco.

Se a taxa de juro nominal se aproximar suficientemente do limite inferior \underline{i} , os agentes económicos tornar-se-ão praticamente indiferentes entre a detenção de moeda e a detenção do activo financeiro. Qualquer quantidade adicional de moeda injectada na economia pela autoridade monetária terá um efeito relativamente pequeno na quantidade

de procurada do activo financeiro, pelo que a taxa de juro não será afectada de forma significativa. Por outras palavras, para níveis muito baixos de taxa de juro, a procura de moeda tenderá a ser perfeitamente elástica relativamente à taxa de juro, pelo que qualquer injeção de moeda resultará principalmente numa diminuição da velocidade de circulação da moeda (definida como o rácio entre o produto nominal e o *stock* de moeda da economia).

Esta situação, em que se encontra esgotada a margem de manobra para descer a taxa de juro, implicando a inoperacionalidade do canal de transmissão da política monetária via taxa de juro para contrariar (ou acomodar) eventuais choques desfavoráveis sobre a economia, foi designada de “armadilha da liquidez” por Keynes.

O termo “armadilha da liquidez” aparece muitas vezes associado ao chamado perigo da “espiral deflacionista”. A ideia é de que no caso de um choque desfavorável sobre a economia provocar recessão e deflação, a rigidez à baixa da taxa de juro nominal implicará uma subida da taxa de juro real, com efeitos recessivos e deflacionistas adicionais na economia. Estes efeitos serão agravados se existir rigidez à baixa dos salários nominais, caso em que a deflação provocará igualmente a subida dos salários reais, contribuindo adicionalmente para agravar a recessão.

Na discussão pública sobre as perspectivas económicas da área do euro, o risco de se estar próximo de uma situação de armadilha de liquidez tem sido referido com alguma frequência. Actualmente na área do euro tem-se:

- inflação baixa (e virtualmente nula se corrigida do enviezamento de medida⁽²⁾) — em Março, o IPCH na área do euro cresceu 1.0 por cento em termos homólogos e 1.0 por cento em média anual;
- taxas de juro nominais relativamente baixas — na sequência da decisão de 8 de Abril, a principal taxa de intervenção do BCE (*repo*

(2) Para os EUA, a comissão presidida por Michael Boskin concluiu que o IPC sobrestima a inflação americana em 1.1 p.p. por ano. O Bundesbank, num exercício semelhante, concluiu que o enviezamento de medida do IPC na Alemanha é de 0.75 p.p. por ano.

rate) reduziu-se para 2.5 por cento e as taxas da facilidade de depósito e da facilidade de cedência de liquidez para 1.5 e 3.5 por cento, respectivamente, enquanto que a taxa Euribor a 3 meses caiu para 2.6 por cento em meados de Abril;

- taxas de crescimento do agregado M1 elevadas e significativamente superiores às dos agregados mais latos — em Março o agregado M1 cresceu 10.8 por cento em termos homólogos, ao passo que o agregado M3 cresceu 5.1 por cento.

Neste contexto, surgiram argumentos de que é particularmente reduzida a margem de manobra existente para descidas adicionais da taxa de juro de intervenção do BCE, consideradas desejáveis caso se concretizassem possíveis choques desfavoráveis sobre a economia europeia, como por exemplo:

- uma quebra repentina e significativa na procura externa (resultante *inter alia* de uma forte e rápida desaceleração da economia americana); e/ou
- uma forte depreciação do USD relativamente ao euro; e/ou
- um colapso bolsista na Europa e nos Estados Unidos (rebetamento de uma eventual bolha especulativa).

3. DESEJABILIDADE OU NÃO DE UMA POLÍTICA MONETÁRIA CONTRA-CÍCLICA

Na secção anterior levantam-se dúvidas sobre a operacionalidade da política monetária em geral para responder a choques desfavoráveis sobre a economia, quando as taxas de juro se encontram a um nível muito baixo. Como ponto prévio à questão da operacionalidade, é conveniente clarificar se é desejável a política monetária ter ou não uma postura contra-cíclica.

Existe hoje um consenso razoável de que a autoridade monetária, em cada período t , deve utilizar os instrumentos ao seu dispor para minimizar uma função perda do tipo⁽³⁾:

$$L_t = (p_t - p^*)^2 + \lambda(y_t - y_t^n)^2 + \beta(i_t - i_{t-1})^2$$

onde p_t é a previsão da taxa de inflação para um determinado horizonte (um a dois anos), p^* é o objectivo de taxa de inflação prosseguido pelas autoridades monetárias, y_t é o produto real observado, y_t^n é o produto natural ou potencial da economia, i_t é a taxa de juro de curto prazo, λ (não negativo) é o ponderador relativo que as autoridades monetárias atribuem à estabilização do hiato do produto ($y_t - y_t^n$) e β (não negativo) é o ponderador relativo que as autoridades atribuem à estabilização das taxas de juro de curto prazo.

Reconhecendo-se quase todos na anterior função perda, as diferenças fundamentais de opinião entre economistas manifestam-se ao nível dos ponderadores e no conceito de produto potencial considerado.

Ao nível dos ponderadores, o caso em que $\lambda=\beta=0$ corresponde a um objectivo estrito de inflação, enquanto que os casos em que $\lambda>0$ e/ou $\beta>0$ representam situações em que a autoridade monetária tem preocupações de estabilização do hiato do produto e/ou da taxa de juro.

No que diz respeito ao produto potencial e hiato do produto, podem-se referir três conceitos distintos, com implicações diferenciadas para a condução da política monetária.

O conceito mais tradicional encara o produto potencial simplesmente como a tendência temporal da sucessão dos produtos observados⁽⁴⁾. Neste caso, se $\lambda > 0$, as autoridades monetárias deverão contrariar todos os choques que ocorram na economia, tentando estabilizar a taxa de crescimento do produto no seu valor médio recente.

Um outro conceito de produto potencial assenta na distinção entre diferentes tipos de choques que ocorrem na economia⁽⁵⁾:

- “choques de procura agregada”, definidos como aqueles que não têm efeitos duradouros no produto, sendo apenas geradores de flutuação cíclica;

(3) Veja-se, por exemplo, Svensson (1999).

(4) É o conceito implícito quando se calcula o produto potencial utilizando tendências lineares ou filtros temporais, como o filtro de Hodrick-Prescott.

(5) Por exemplo, a condução da política monetária pelo banco central da Suécia, no contexto da estratégia de *inflation target*, tem subjacente um conceito de produto potencial deste tipo (veja-se Sveriges Riksbank - Memorandum 1999.02.04).

- “choques de oferta agregada”, definidos como aqueles que têm efeito duradouro no produto, por exemplo, choques de produtividade / tecnologia e choques sobre os preços internacionais de matérias primas.

De acordo com esta perspectiva, o produto potencial deve ser entendido como o resultado da acumulação dos choques de oferta (e não como uma mera tendência algébrica), pelo que a política monetária apenas deverá procurar contrariar a volatilidade do produto observado que resulta dos choques com efeito temporário (choques de procura agregada). Porém, esta política monetária contra-cíclica deverá ter em conta que:

- é bastante difícil reconhecer a natureza dos choques que afectam a economia (sobretudo com a rapidez necessária);
- os desfasamentos associados à condução da política monetária são relativamente longos e variáveis.

Assim sendo, a postura contra-cíclica da política monetária deverá ser assumidamente moderada, por forma a não ter o efeito contrário ao desejado, isto é, para não acentuar, em vez de reduzir, a flutuação cíclica do produto e da inflação.

Finalmente, nos chamados modelos de *Real-Business Cycle*, o conceito de produto potencial é mais abrangente. Estes modelos distinguem entre choques reais e choques monetários, sendo que só os choques de natureza monetária (essencialmente choques na velocidade de circulação da moeda) não afectam o produto potencial. Outros tipos de choques afectam simultaneamente os produtos potencial e efectivo. Nesta perspectiva, a política monetária deverá ter um comportamento neutral em relação a todos os choques não monetários. Esta neutralidade não significa que não exista campo de manobra para a actuação da política monetária. Se existirem fricções (por exemplo, concorrência monopolística e rigidez de preços, com contratos multi-período), a política monetária deverá actuar de forma a que a economia “emule” o comportamento “ideal” sem essas fricções. Assumindo a inflação estabilizada, as taxas de juro nominais poderão, por exemplo, reproduzir os comportamentos de ajustamento de equilíbrio da taxa de juro

real (em anexo exemplifica-se a resposta de política preconizada por esta corrente face a choques sobre a economia).

Conclui-se, assim, que a questão da postura da política monetária face a choques na economia não é de todo consensual e que o problema da “armadilha de liquidez” Keynesiana é tanto mais relevante quanto menos moderada é a postura contra-cíclica defendida para a política monetária.

4. ARMADILHA DE LIQUIDEZ E CRISE BANCÁRIA

Os exemplos mais citados de verificação de uma situação de armadilha de liquidez (grande depressão nos EUA e situação económica recente no Japão) estiveram associados a um colapso dos preços dos activos e a uma crise bancária. Nestes casos, o canal de taxa de juro não é o mais relevante, nem é a restrição activa. Como decorre da secção anterior, é actualmente consensual que a autoridade monetária deve contrariar os choques monetários, actuando se necessário como prestamista de última instância.

Refira-se que não foi esta a política seguida nos EUA durante a grande depressão dos anos 30, tendo-se mesmo verificado uma contracção do *stock* nominal de moeda neste período⁽⁶⁾. Apesar dos preços terem caído 24 por cento entre 1929 e 1933, a diminuição do *stock* nominal de moeda determinou a manutenção do *stock* real, eliminando um dos mecanismos que poderia ter levado à recuperação da economia americana. A queda do *stock* nominal de moeda não resultou de uma redução da base monetária (H) (que aumentou de USD 7.1 mil milhões em 1929 para USD 19.4 mil milhões em 1933), mas sim de uma diminuição do multiplicador monetário (M1/H) (que caiu de 3.1 em 1929 para 2.4 em 1933), em resultado da falência de mais de 4000 dos 20 000 bancos existentes em 1929. Com efeito, o facto de durante este período o *Federal Reserve Bank* ter tido uma postura restritiva relativamente ao acesso dos bancos a liquidez primária agravou os efeitos do rebenfamento da bolha especulativa sobre o sistema bancário, determinando a falência de um número significativo de

(6) Veja-se, por exemplo, White (1990).

instituições. Neste contexto, as autoridades monetárias americanas têm sido frequentemente responsabilizadas pelo agravamento da grande depressão.

Não se podem, contudo, ignorar os problemas de *moral hazard* associados à existência de uma entidade que actue como prestamista de última instância. Na ausência de supervisão apropriada, se o sistema bancário previr uma actuação de apoio por parte das autoridades monetárias, tenderá a assumir riscos excessivos, agravando a sua vulnerabilidade financeira.

5. CANAIS ALTERNATIVOS DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

A avaliação dos perigos da armadilha de liquidez depende crucialmente da importância atribuída ao canal taxa de juro nos mecanismos de transmissão da política monetária. O canal da taxa de juro é habitualmente motivado com o modelo keynesiano IS/LM convencional: o banco central determina as taxas de juro de curto prazo (através das suas taxas de intervenção), que por sua vez afectam as taxas de longo prazo; estas influenciam as decisões de investimento das empresas e as decisões de consumo (de bens duráveis) dos consumidores. Para que a armadilha da liquidez seja um problema colocado à gestão da política monetária, é pois necessário que as taxas de juro de curto prazo constituam o canal dominante pelo qual as acções monetárias são transmitidas à economia.

É hoje consensual que o canal taxa de juro não é o único existente, sendo habitualmente identificados os seguintes canais complementares — os chamados canais directos:

- o canal dos preços relativos dos activos (incluindo a taxa de câmbio);
- o canal do crédito bancário.

O canal dos preços relativos dos activos reconhece que os bancos centrais influenciam a composição das carteiras e/ou os preços dos activos, gerando por essa via efeitos temporários sobre a procura de bens e serviços. Um choque monetário⁽⁷⁾ perturba a composição de equilíbrio das carteiras de activos dos agentes económicos e induz ajustamentos, incluindo alterações na procura de

activos reais e, conseqüentemente, variações dos seus preços relativos. Adicionalmente, no caso de uma expansão da base monetária provocada pelo banco central através da compra de moeda estrangeira, a moeda desvalorizar-se-á, provocando um estímulo na procura de bens e serviços transaccionáveis produzidos na economia. Note-se, contudo, que a desvalorização poderá ter um efeito perverso se os agentes económicos internos estiverem fortemente endividados em moeda estrangeira.

Por outro lado, qualquer que seja a forma de injeção de liquidez, poderá ser também afectada a expectativa dos agentes sobre a inflação futura na economia, o que provocará, numa fase inicial, a diminuição das taxas de juro reais de longo prazo, com os conseqüentes efeitos expansionistas sobre a economia.

No que respeita ao chamado canal de crédito⁽⁸⁾, ele destaca o papel especial que na transmissão da política monetária é desempenhado pelo crédito bancário à economia, devido ao acesso limitado a outras formas de financiamento por parte de alguns agentes económicos, em particular pequenas empresas e consumidores. Este canal de crédito pode ser dividido em dois sub-canais complementares: o sub-canal do balanço do devedor (*balance sheet channel*) e o sub-canal da quantidade de empréstimos bancários disponível (*bank lending channel*). O primeiro sub-canal tem em conta as variações provocadas pela política monetária no valor do colateral disponível pelos agentes financeiros quando recorrem a empréstimos bancários, enquanto o segundo sub-canal sublinha a capacidade do banco central influenciar a quantidade de crédito que os bancos podem conceder à economia.

Em suma, em resultado da existência destes canais de transmissão directos complementares em relação ao canal de taxa de juro, reconhecidos pela generalidade dos economistas, o debate sobre a inoperacionalidade da política monetária em ambientes económicos com taxas de juro muito baixas, reduz-se ao debate sobre a relevância empírica dos canais directos de transmissão. Note-se que, em caso de deflação e mesmo sem injeção adicional de moeda, se os canais directos forem relevan-

(7) A referência a choques diz respeito a acontecimentos inesperados.

(8) Veja-se, por exemplo, Bernanke and Gertler (1995).

tes empiricamente, ter-se-á um efeito “estabilizador automático” sobre a actividade económica (o chamado efeito de Pigou) via aumento do *stock* real de moeda. O excesso de moeda relativamente ao desejado terá um efeito semelhante a uma injeção de liquidez pelo banco central, provocando um estímulo à economia.

Habitualmente, os economistas de inspiração keynesiana⁽⁹⁾ consideram dominantes os efeitos de transmissão da política monetária via alterações das taxas de juro, dando pouca relevância empírica aos efeitos directos que se exercem sem variação da taxa de juro. Em contrapartida, os economistas de inspiração monetarista e neo-clássica⁽¹⁰⁾ tendem a valorizar os canais directos e a desdramatizar os perigos da armadilha da liquidez e, sobretudo, a não reconhecer a inoperacionalidade da política monetária em situação de taxas de juro muito baixas.

6. INOPERACIONALIDADE *VERSUS* OPTIMALIDADE DA CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA COM TAXAS DE JURO MUITO BAIXAS

Independentemente da questão de eventual inoperacionalidade da política monetária num contexto de taxas de juro nominais nulas ou próximas de zero, coloca-se a questão de saber se existem custos associados à perda do canal taxa de juro. Dito de outra forma, se uma situação de taxas de juro nominais próximas de zero é ou não desejável. A análise desta questão implica desde logo a comparação entre um regime de inflação moderada (com taxas de juro ocasionalmente baixas) e um regime de inflação nula (com taxas de juro baixas).

Curiosamente, a literatura económica sobre regras de política monetária de longo prazo sugere como óptima uma política consistente com taxas de juro nominais nulas ou próximas de zero (este resultado é conhecido na literatura como regra de Friedman). A intuição subjacente a este resultado assenta na ideia de que o preço de um bem deve ser igual ao seu custo marginal de produção. Assim, como a moeda tem um custo de produção negligenciável seria óptimo que o seu preço de de-

tenção fosse nulo, i.e., a taxa de juro fosse nula. Isto significa que a taxa de inflação deve ser igual ao simétrico da taxa de rendibilidade do capital (i.e., taxa de juro real de equilíbrio), o que corresponde a uma situação de deflação. Mesmo quando se tomam em consideração princípios de tributação óptima, a regra de Friedman permanece válida⁽¹¹⁾. A optimalidade da regra de Friedman deve contudo ser encarada com algum cuidado uma vez que, algumas considerações do tipo tributação da economia subterrânea, custos altos de cobrança de impostos sobre o consumo e/ou rendimento e rigidez dos salários nominais à descida, justificam uma política de longo prazo de estabilidade dos preços (i.e., inflação zero ou ligeiramente superior a zero em vez de deflação). Adicionalmente, convém notar que a regra de Friedman é uma regra de longo prazo e, por conseguinte, não diz como é que a política monetária deve ser gerida em resposta a choques no curto prazo. Por outro lado, os argumentos sobre tributação óptima a favor da optimalidade da regra de Friedman são condicionais ao tipo de representação económica (i.e., ao modelo) considerado.

Existem alguns estudos empíricos recentes que procuram averiguar os custos associados à perda do canal taxa de juro, comparando os efeitos no produto de choques desfavoráveis sobre a economia num regime de inflação moderada versus num regime de inflação nula (Fuhrer e Madigan (1997) e Orphanides e Wieland (1998)). A conclusão geral destes trabalhos é que um nível moderado de inflação é preferível a uma inflação nula. De uma forma simplista, os resultados destes trabalhos sugerem que a variabilidade do produto aumenta com objectivos de inflação próximos de zero (as recessões são mais frequentes e mais intensas). Outros estudos empíricos (Akerlof, Dickens e Perry (1996)), argumentam que existem custos permanentes por via da existência de rigidez nominal dos salários à baixa, o que também justificará um objectivo de inflação superior a zero.

Porém, estes estudos apresentam várias limitações. Por um lado, os dados utilizados correspondem a observações num regime em que a inflação é diferente de zero, e por conseguinte a extrapola-

(9) Veja-se, por exemplo, Summers (1991).

(10) Por exemplo, Friedman (1969) e Meltzer (1999).

(11) Refira-se a este propósito Correia e Teles (1996) e (1999).

ção dos resultados para um regime de inflação nula está obviamente sujeita à crítica de Lucas (i.e., não é levado em consideração o ajustamento do comportamento dos agentes à mudança de regime). Por outro lado, tal como referido a propósito da regra de Friedman, os resultados dos modelos considerados nestes trabalhos empíricos são condicionais ao tipo de modelo e às simplificações assumidas (por exemplo, limitam a influência da política monetária ao canal taxa de juro, ignorando os canais de transmissão directos referidos na secção 5).

Esta discussão ilustra que não é possível obter uma conclusão definitiva sobre se é ou não preferível um regime de inflação nula versus um regime de inflação baixa. De qualquer forma, mesmo os críticos da regra de Friedman defendem valores de inflação baixos que correspondem a taxas de juro moderadas (por oposição a taxas de juro nulas ou próximas de zero).

7. CONCLUSÃO

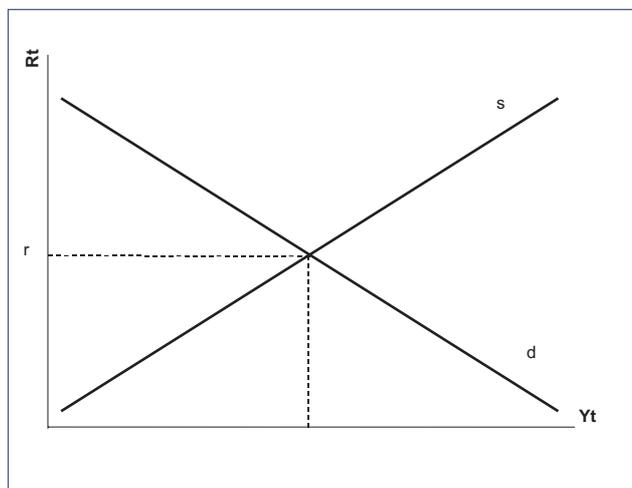
As anteriores reflexões e a actual conjuntura económica europeia, levam a concluir que a área do euro não está actualmente numa situação de ar-

madilha de liquidez. Por um lado, o actual nível das taxas de juro é compatível com uma política monetária moderadamente contra-cíclica. Por outro lado, no caso de ocorrerem choques importantes que conduzam a economia para níveis de taxa de juro próximos de zero, a existência de canais alternativos de transmissão da política monetária (nomeadamente via taxa de câmbio e via política de comunicação/gestão de expectativas) deverá impedir que se concretizem cenários pessimistas.

No passado, as situações mais identificadas com a figura da armadilha de liquidez (grande depressão nos EUA e crise japonesa dos anos 90), ocorreram a par com crises bancárias, após rebentamento de bolhas especulativas nos preços dos activos. Porém, não é necessário que esta associação entre taxas de juro muito baixas e crises bancárias aconteça. Meltzer (1999) documenta para os EUA alguns casos em que as taxas de juro nominais foram muito baixas sem crise bancária; o caso suíço nas últimas décadas poderá igualmente ilustrar esta situação. Desta forma, mais do que colocar desafios à condução de política monetária na área do Euro, encarada em sentido estrito, uma situação de taxas de juro próximas de zero exigirá um especial esforço e atenção da supervisão bancária, em particular num cenário de inflação dos preços dos activos.

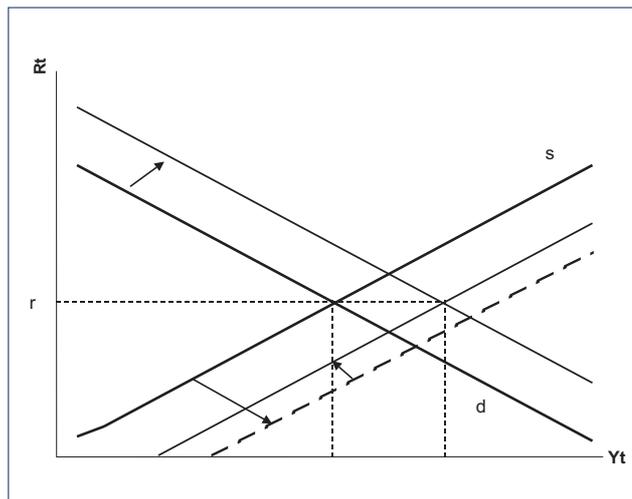
No contexto dos modelos de *Real-Business Cycle*, a política monetária deve promover a neutralidade da moeda sobre a actividade real mesmo no curto prazo (por política neutral entenda-se uma política que permita sustentar o produto no nível potencial, num contexto de estabilidade dos preços). Esta neutralidade não significa que não exista campo de manobra para a actuação da política monetária no curto prazo. Se existirem fricções (por exemplo, concorrência monopolística e rigidez de preços, com contratos multi-período) a política monetária deverá actuar de forma a que a economia “emule” o comportamento de uma economia sem essas fricções.

Pode ilustrar-se esta posição com um exemplo. Considere-se uma economia fechada com uma curva de oferta agregada (Y_s) e uma curva de procura agregada (Y_d), definidas no espaço (Y_t, R_t), onde Y_t e R_t são respectivamente o produto e a taxa de juro reais. Admita-se que a economia está inicialmente numa situação de equilíbrio (Y^*, r^*):



Analise-se o impacto de um choque favorável de produtividade (com carácter permanente). Por um lado, a melhoria da produtividade desloca a oferta agregada para a direita, por outro lado, induz um aumento do consumo e uma diminuição da oferta de trabalho via efeito riqueza. O aumento do consumo leva a um deslocamento da procura

agregada para a direita, ao passo que a diminuição da oferta de trabalho induz uma deslocação para a esquerda da oferta agregada, revertendo parte do movimento anterior. Graficamente, obtém-se:



Em suma, um choque favorável de produtividade leva a um aumento do produto de equilíbrio de Y^* para Y^{*} , mas, a prazo, não tem efeito significativo sobre a taxa de juro real.

No ajustamento para o novo equilíbrio, é admissível que o impacto na procura agregada seja mais rápido do que o impacto na oferta agregada e que a taxa de juro real suba temporariamente. De acordo com esta corrente de economistas, as autoridades monetárias, para manterem a estabilidade de preços, deveriam aumentar a taxa de juro nominal de forma a acomodar o aumento da taxa de juro real e evitar que o choque tenha um impacto demasiado expansionista. Este tipo de aconselhamento contrasta, por exemplo, com a postura do *Federal Reserve Bank* (Fed) há dois ou três anos atrás: o Fed argumentava que não necessitava de aumentar as taxas de juro nominais para controlar a inflação, devido ao facto de um choque favorável de produtividade ter limitado as pressões inflacionistas.

No caso de um choque de oferta desfavorável do tipo aumento dos preços das matérias-primas importadas, teríamos basicamente o simétrico do exemplo apresentado.

(12) Este anexo é inspirado na discussão apresentada por Goodfriend e King (1997).

REFERÊNCIAS

- Akerlof, George A., William T. Dickens, and George L. Perry (1996), "The macroeconomics of low inflation", *Brooking Papers on Economic Activity*.
- Bernanke, Ben S., and Mark Gertler (1995), "Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission", NBER *Working Paper* No. 5146.
- Correia, Isabel and Pedro Teles (1999), "Inflação ótima", *Boletim Económico* do Banco de Portugal, Março de 1999.
- Correia, Isabel and Pedro Teles (1996), "Is the Friedman rule optimal when money is an intermediate good?", *Journal of Monetary Economics*, Volume 38, No.2.
- Friedman, Milton (1969), "The optimum quantity of money", *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Chicago: Aldine.
- Fuhrer, Jeffrey C., and Brian F. Madigan (1997), "Monetary Policy when interest rates are bounded at zero", *Review of Economics and Statistics*, vol.79, pp.573-85.
- Goodfriend, Marvin, and Robert G. King (1997), "The new neoclassical synthesis and the role of monetary policy", NBER *Macroannual*.
- Meltzer, Allan H. (1999), "The transmission process", Bundesbank conference on The monetary transmission process: recent developments and lessons for Europe, March 26-27 1999.
- Orphanides, Athanasios, and Volker Wieland (1998), "Price Stability and Monetary policy effectiveness when nominal interest rates are bounded at zero", Manuscript, Board of Governors of the Federal Reserve System, June 1998.
- Summers, Laurence (1991), "How should long-term monetary policy be determined?", *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol.23, No.3.
- Svensson, Lars E.O. (1999), "Price stability as a target for monetary policy: defining and maintaining price stability", Bundesbank conference on The monetary transmission process: recent developments and lessons for Europe, March 26-27 1999.
- White, Eugene N. (1990), "The stock market boom and crash of 1929 revisited", *Journal of Economic Perspectives*, Vol.4, No.2.

Janeiro*

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

Estabelece um conjunto de normas relativas à obrigatoriedade de comunicação e publicidade de transacções sobre valores mobiliários próprios por parte das sociedades emittentes às entidades gestoras do respectivo mercado. Revoga o Regulamento nº 92/6, de 07-01-1993.
- **7 de Janeiro (Portaria nº 8/99, DR nº 5/99, 1ª Série B)**

Fixa, na sequência do disposto no Dec.-Lei nº 138/98, de 16-05, sobre as regras a observar no processo de transição para o euro, em 3.25 por cento a taxa de referência a que se refere o nº 2 do artº 10 daquele diploma, a qual constitui a taxa equivalente que substitui a taxa de desconto do Banco de Portugal a partir de 01-01-1999.
- **11 de Janeiro (Dec.-Lei nº 11/99, DR nº 8/99, 1ª Série A)**

Altera a base de cálculo da taxa base anual (TBA). O presente diploma entra em vigor no primeiro dia do mês seguinte ao da sua aplicação.
- **15 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal nº 1/99, DR nº 12/99, 1ª Série B)**

Determina quais as operações compreendidas no nº 1 do artº 5º do Dec.-Lei nº 13/90 de 08-01 - definição do âmbito de operações cambiais, introduzindo as alterações decorrentes da entrada em vigor do euro. Revoga o aviso 6/93 de 15-10.
- **15 de Janeiro (Portaria nº 28/99, DR nº 12/99, 2ª Série)**

Atribui, ao abrigo do nº 4 do artº 8 do Dec. Lei nº 138/98, de 16 de Maio, à Direcção-Geral do Tesouro a competência para assegurar a correspondência exacta entre os fluxos de caixa diários resultantes da liquidação global de meios de pagamento em euros e respectivos registos contabilísticos parcelares em escudos, quer a nível orçamental quer a nível das contas do Tesouro.
- **19 de Janeiro (Regulamento nº 3/99, DR nº 15/99, 2ª Série)**

Estabelece as regras aplicáveis à utilização de produtos derivados pelas empresas de seguros que operem em Portugal ou no estrangeiro sob a supervisão do Instituto de Seguros de Portugal.
- **19 de Janeiro (Regulamento nº 4/99, DR nº 15/99, 2ª Série)**

Estabelece as regras aplicáveis à utilização de produtos derivados nos fundos de pensões pelas respectivas entidades gestoras que operam em Portugal.
- **26 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal nº 2/99, DR nº 21/99, 1ª Série B)**

Estabelece, no uso da competência conferida pela alínea e) do artº 99 do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Dec.-Lei nº 298/92, de 31-12, a alteração à constituição de provisões para riscos gerais de crédito, por parte das instituições de crédito e sociedades financeiras, tendo em conta o nível do crescimento do crédito a particulares para finalidades de consumo, designadamente a relação risco/rentabilidade que lhe está associada. Dá nova redacção aos nºs. 3 e 7 e revoga os nºs. 20 e 21 do Aviso nº 3/95, de 30-06.
- **28 de Janeiro (Instrução nº 1, DR nº 23/99, 2ª Série)**

Estabelece as regras gerais de funcionamento do mercado primário e do mercado secundário de bilhetes do Tesouro.
- **28 de Janeiro (Dec.-Lei nº 22/99, DR nº 23/99, 1ª Série A)**

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

Fevereiro

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

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

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

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

Determina, com efeitos a partir de 1.1.99, os novos montantes em euros das emissões de Obrigações do Tesouro a taxa fixa e a taxa variável, na sequência do processo de redenominação a que se referem os Dec. Lei nºs 138/98, de 16 de Maio e 343/98 de 6 de Novembro.
- **18 de Fevereiro (Instrução nº 2/99, DR nº 41/99, 2ª Série)**

Altera a redacção dos artºs. 12, 16, 21, 22 e 23 e introduz outras modificações na Instrução nº 2-A/98 (2ª Série) de 22-12, relativamente às regras de emissão de obrigações do Tesouro.
- **20 de Fevereiro (Regulamento da CMVM nº 3/99, DR nº 43/99, 2ª Série, 4º Supl.)**

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

Março

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

Regula a constituição e o funcionamento dos fundos de capital de risco. Revoga os Dec.-Leis nºs.187/91, de 17-05 e 214/92 de 13-10.
- **8 de Março (Carta Circular do Banco de Portugal nº 16/DOC)**

Informa as instituições de crédito e as sociedades financeiras de que as regras para efectuarem operações nos mercados primário e secundário de bilhetes do Tesouro, através do Sistema da Transferências Electrónicas de Mercado (SITEME), constam da Instrução nº 6/99.
- **10 de Março (Regulamento da CMVM nº 4/99, DR nº58/99, 2ª Série)**

Altera a redacção dos parágrafos 2.3.2 - Princípios Contabilísticos - Critérios Valorimétricos - Carteira de Títulos -, dos Regulamentos nºs 95/14 e 96/16, aditando-lhes um novo parágrafo, o qual entrará em vigor em 1-1-2000.
- **12 de Março (Regulamento do Instituto de Seguros de Portugal nº 8/99, DR nº 60/99, 2ª Série)**

Estabelece um conjunto de regras relativas ao cálculo e constituição da margem de solvência e do fundo de garantia das sociedades gestoras de fundos de pensões. Revoga a Norma nº 3/98-R, de 18-02, não repristinando o nº 61 da Norma nº 298/91 de 13-11.
- **12 de Março (Regulamento do Instituto de Seguros de Portugal nº 9/99, DR nº 60/99, 2ª Série)**

Estabelece um conjunto de regras relativas ao cálculo e constituição da margem de solvência e do fundo de garantia das empresas de seguros. Revoga a Norma nº 2/98-R de 18-02.
- **16 de Março (Dec.-Lei nº 75/99, DR nº 63/99, 1ª Série A)**

Valorização do ouro do Banco de Portugal. Procede ao alinhamento do critério de valorização do ouro com o definido para o Sistema Europeu de Bancos Centrais e compatibiliza a nomenclatura e o significado da actual "Reserva de reavaliação do ouro" com os que são adoptados no Plano de Contas do Banco de Portugal. Revoga o Dec.-Lei nº 229-H/88, de 04-07 e faz reportar os seus efeitos a 1-1-99.
- **30 de Março (Aviso do Banco de Portugal nº 3/99, DR nº 75/99, 1ª Série B)**

Procede à flexibilização da disciplina da constituição de provisões para risco-país, permitindo ao Banco de Portugal adaptá-la a situações novas através da emissão de instruções. Dá nova redacção ao nº 1 do nº 12º do Aviso nº 3/95, de 30-06.
- **31 de Março (Dec.-Lei nº 102/99, DR nº 76/99, 1ª Série A)**

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

WORKING PAPERS

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

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

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

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

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

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