# Banco de Portugal

## Boletim económico

### Primavera de 2005

*Textos de política e situação económica*


- **A economia portuguesa em 2004 . . . . . 7**


*Artigos*


- **O mecanismo de transmissão da política monetária: é relevante para a condução de política? . . . . . 45**
- **Princípios básicos de política de taxa de juro . . . . . 55**
- **Os novos estados-membros da união europeia realidades e desafios . . . . . 63**
- **Inflação e política monetária em Portugal antes da adopção do euro . . . . . 81**


*Cronologia das principais medidas financeiras*


- **Janeiro a Abril 2005 . . . . . I**


*Working papers*


- **1998 a 2005 . . . . . i**


## *Estudos Económicos*


Volume 11 Número 1

# Textos de política e situação económica

*A Economia Portuguesa em 2004*

# A ECONOMIA PORTUGUESA EM 2004

## 1. INTRODUÇÃO

A economia portuguesa voltou a crescer em 2004, embora a um ritmo moderado. As estimativas do Banco de Portugal apontam para um crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) em termos reais de 1.1 por cento, após a queda de idêntica magnitude registada no ano anterior. No conjunto do ano, a recuperação da economia assentou na expansão da procura interna privada. As exportações apresentaram um comportamento desapontador, traduzido em perdas de quota nos mercados internacionais, ao mesmo tempo que as importações registaram um crescimento muito significativo, reflectido num aumento da respectiva taxa de penetração no mercado interno. A actividade apresentou um padrão intra-anual pronunciado, caracterizado por uma forte desaceleração no segundo semestre, que se terá mantido nos primeiros meses de 2005, e que reflectiu a desaceleração do investimento empresarial e, principalmente, das exportações, uma vez que o consumo privado manteve um crescimento similar ao do primeiro semestre.

A economia mundial cresceu 5.1 por cento em 2004, a taxa mais elevada dos últimos 25 anos. Paralelamente verificou-se uma forte expansão do comércio mundial de bens e serviços, que apresentou um crescimento em volume de cerca de 10 por cento, uma melhoria generalizada das condições nos mercados financeiros internacionais e a continuação da tendência de depreciação do dólar, nomeadamente face ao euro. A expansão da procura a nível mundial contribuiu para um aumento muito significativo dos preços do petróleo e de outras matérias primas.

A melhoria adicional das condições de financiamento da economia portuguesa - ocorrida não obstante o elevado nível de endividamento entretanto atingido -, a par do crescimento dos salários reais e da estabilização do emprego, contribuíram para um aumento da confiança dos agentes económicos. Estes factores, conjugados com a virtual ausência de progressos na consolidação orçamental, fomentaram a expansão da procura interna. Neste contexto, quer o consumo privado quer o investimento empresarial registaram uma recuperação assinalável em 2004, sendo de destacar em particular o crescimento das despesas em bens de consumo duradouros, incluindo automóveis, e das despesas de investimento em máquinas, produtos metálicos e veículos comerciais. Esta composição da despesa conduziu a uma expansão significativa das importações, o que limitou o impacto da recuperação da procura interna no crescimento do PIB. De facto, o forte crescimento da procura de bens importados reflectiu o aumento do rendimento, a par de uma redução do preço relativo das importações, decorrente em parte da apreciação do euro.

Em contraste com a forte recuperação das importações, que após uma ligeira queda em 2003 registaram um crescimento próximo de 7.5 por cento em 2004, as exportações apresentaram um crescimento de cerca de 5 por cento, acelerando apenas ligeiramente face ao ano anterior. Não obstante uma recuperação assinalável das exportações de serviços, as exportações de mercadorias desaceleraram de forma acentuada, não acompanhando a evolução favorável da procura externa, em particular na segunda metade do ano. A perda de quotas de mercado das exportações de mercadorias registou-se igualmente em outros países da área do euro e estará em parte relacionada com a apreciação acumulada da moeda europeia nos últimos anos. No entanto, o desempenho desfavorável das exportações portuguesas insere-se numa tendência mais geral de deterioração da posição competitiva da economia, que se tornou evidente na segunda metade dos anos 90 e que está em larga medida relacionada com o maior crescimento acumulado dos custos unitários de trabalho em Portugal e com o

padrão de especialização das exportações nacionais, factores que se têm revelado particularmente penalizadores num quadro de reforço da globalização. Esta tem-se traduzido numa intensificação da participação de novos intervenientes no comércio internacional - com destaque para as economias asiáticas em desenvolvimento, em particular a China, e para os países da Europa Central e Oriental que em Maio de 2004 aderiram à União Europeia - acentuando as dificuldades do sector exportador português.

A aceleração da procura interna e dos salários contribuiu para a interrupção do perfil descendente da taxa de inflação em 2004 e para um alargamento do diferencial entre o crescimento dos preços dos bens e dos serviços. No conjunto do ano, a inflação, medida pela variação média anual do Índice de Preços no Consumidor (IPC), situou-se em 2.4 por cento, valor próximo dos níveis observados no final de 2003. Apesar do forte aumento do preço internacional do petróleo, as pressões sobre os preços dos bens mantiveram-se contidas num contexto em que os preços de importação de bens de consumo continuaram a apresentar uma variação negativa e em que se verificou um aumento da taxa de penetração real das importações. Nos serviços, menos susceptíveis de serem substituídos por importações e onde os custos salariais assumem um maior peso, o crescimento dos preços manteve-se elevado.

O padrão de crescimento observado em 2004 traduziu-se num novo aumento do endividamento das famílias, bem como num agravamento assinalável das contas externas. As necessidades líquidas de financiamento externo da economia portuguesa, medidas pelo défice conjunto das balanças corrente e de capital, aumentaram 2.6 pontos percentuais (p.p.) para 5.9 por cento do PIB em 2004. Esta evolução contrasta com a redução do défice externo observada nos dois anos anteriores e constitui uma interrupção do processo de ajustamento dos desequilíbrios macroeconómicos da economia portuguesa. O aumento das necessidades de financiamento externo reflectiu essencialmente a redução da poupança das famílias e das empresas, apesar da recuperação do investimento. As necessidades de financiamento do sector público mantiveram-se virtualmente estáveis e a um nível elevado. Num contexto de acrescida integração financeira e de condições de financiamento muito favoráveis nos mercados financeiros internacionais, o maior défice conjunto das balanças corrente e de capital foi financiado por um recurso acrescido às emissões de títulos de médio e longo prazos nestes mercados por parte de grupos bancários portugueses, bem como pelo aumento da emissão de títulos no exterior e do crédito comercial das empresas não financeiras.

## 2. PRINCIPAIS DESENVOLVIMENTOS ECONÓMICOS INTERNACIONAIS

A economia mundial cresceu 5.1 por cento em 2004, a taxa mais elevada dos últimos 25 anos (Quadro 2.1). A forte expansão do comércio mundial, a recuperação dos fluxos globais de investimento estrangeiro, o aumento acentuado do preço do petróleo, a melhoria generalizada das condições de financiamento e a continuação da tendência de depreciação do dólar constituem os aspectos mais marcantes da evolução económica global em 2004.

O comércio mundial de bens e serviços aumentou cerca de 10 por cento, o dobro do crescimento registado em 2003. Os fluxos globais de investimento directo estrangeiro registaram um aumento em 2004, dirigido essencialmente às economias de mercado emergente e em desenvolvimento, em particular às asiáticas. O investimento estrangeiro dirigido à globalidade das economias desenvolvidas voltou a diminuir, em particular no conjunto da área do euro, uma vez que para a economia norte americana se verificou uma recuperação.

A expansão da procura mundial exerceu pressões ascendentes sobre os preços internacionais das matérias primas, que registaram aumentos significativos em 2004. Os preços das matérias primas não energéticas cresceram cerca de 22 por cento no conjunto do ano, sendo de destacar o aumento continuado do preço do ferro e do aço. No caso do petróleo, a pressão da procura foi ampliada por desenvolvimentos desfavoráveis do lado da oferta, em particular pelas tensões políticas em importantes países produtores e pela limitada capacidade de resposta da cadeia de produção, incluindo ao nível das infra-estruturas de refinação. Neste contexto, o preço do petróleo atingiu um máximo histórico em termos nominais, 50 USD/barril no caso do *Brent* em finais de Outubro, tendo posteriormente e até ao final do ano corrigido em baixa para valores próximos dos 40 USD/barril. Em Dezembro de

Quadro 2.1

## EVOLUÇÃO DA ECONOMIA MUNDIAL

Taxa de variação anual

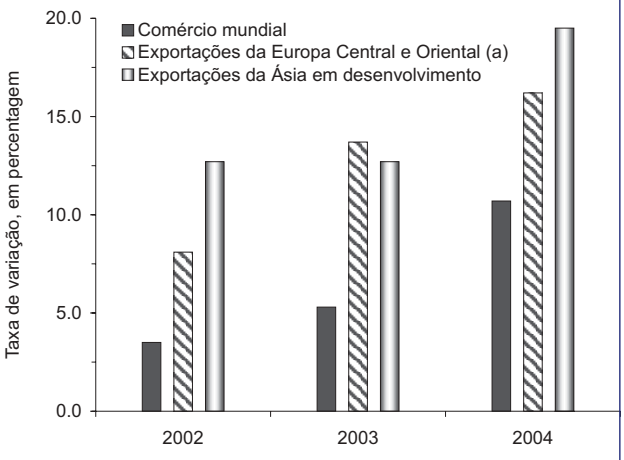
| | 2002 | 2003 | 2004 |
|---|---|---|---|
| **PIB** | | | |
| **Economia mundial** | 3.0 | 4.0 | 5.1 |
| **Economias avançadas** | 1.6 | 2.0 | 3.4 |
| EUA | 1.9 | 3.0 | 4.4 |
| Área do euro[a] | 0.9 | 0.5 | 1.8 |
| Alemanha | 0.1 | -0.1 | 1.0 |
| França | 1.1 | 0.5 | 2.4 |
| Itália | 0.4 | 0.4 | 1.0 |
| Espanha | 2.2 | 2.5 | 2.7 |
| Portugal | 0.4 | -1.1 | 1.1 |
| Japão | -0.3 | 1.4 | 2.6 |
| Reino Unido | 1.8 | 2.2 | 3.1 |
| Novas economias industrializadas da Ásia[b] | 5.3 | 3.1 | 5.5 |
| **Economias de mercado emergente e em desenvolvimento** | 4.7 | 6.4 | 7.2 |
| Europa Central e Oriental[c] | - | 4.1 | 5.5 |
| Países asiáticos em desenvolvimento | 6.5 | 8.1 | 8.2 |
| China | 8.3 | 9.3 | 9.5 |
| Índia | 4.4 | 7.5 | 7.3 |
| ASEAN-4[d] | 4.6 | 5.4 | 5.8 |
| América Latina | -0.1 | 2.2 | 5.7 |
| *Por memória*: | | | |
| Economias de mercado emergente da Ásia[e] | - | 7.4 | 7.8 |
| **Volume de comércio mundial de bens e serviços** | 3.3 | 4.9 | 9.9 |
| **Preços internacionais de matérias-primas em USD** | | | |
| Petróleo | 0.4 | 13.6 | 33.5 |
| Matérias-primas não energéticas | 4.5 | 14.3 | 21.7 |
| **Preços no consumidor** | | | |
| Economias avançadas | 1.5 | 1.8 | 2.0 |
| Economias de mercado emergente e em desenvolvimento | 6.0 | 6.0 | 5.7 |

Fonte: Banco de Portugal, Fundo Monetário Internacional, *Eurostat*, Comissão Europeia, HWWA e *Thompson Financial Datastream*.
Notas:
(a) Valores corrigidos de variações sazonais e de dias úteis para a área do euro e para as quatro maiores economias.
(b) Coreia, Hong-Kong, Taiwan e Singapura.
(c) Dez países que aderiram à União Europeia em Maio de 2004 (Chipre, Eslovénia, Estónia, Hungria, Letónia, Lituânia, Malta, Polónia, República Checa e República Eslovaca), Bulgária e Roménia.
(d) Indonésia, Malásia, Filipinas e Tailândia.
(e) Inclui países asiáticos em desenvolvimento, novas economias industrializadas da Ásia e Mongólia.

2004, o preço do barril de petróleo situava-se cerca de 37 por cento acima do valor do final do ano anterior. O aumento do preço expresso em euros foi, no entanto, menos acentuado - cerca de 26 por cento - reflectindo a apreciação da moeda europeia face ao dólar. Nos primeiros meses de 2005, no contexto de manutenção de uma forte dinâmica da procura mundial, acentuada pela ocorrência de um Inverno particularmente rigoroso na Europa e América do Norte, o preço do petróleo retomou a tendência de subida, tendo o preço do *Brent* atingido um novo máximo de 57 USD/barril no início de Abril.

O comportamento do comércio mundial, dos fluxos de investimento estrangeiro e dos preços das matérias primas reflectiu não apenas a continuação da recuperação cíclica da economia mundial iniciada em 2002, mas também o reforço da integração económica à escala mundial. Este fenómeno tem-se traduzido na participação intensa de novos intervenientes no comércio internacional, com destaque para as economias asiáticas em desenvolvimento, em particular a China, e para os países da Europa Central e Oriental que em Maio de 2004 aderiram à União Europeia (Gráfico 2.1). Na perspectiva da economia portuguesa, ainda muito especializada na produção de bens em que o custo da

Gráfico 2.1
**COMÉRCIO DE MERCADORIAS EM VOLUME**




Fonte: Fundo Monetário Internacional.
Nota:
(a) Países que aderiram à UE em Maio de 2004, Bulgária, Roménia, Turquia, Albânia, Croácia e Macedónia.

mão de obra é determinante, estas tendências têm-se traduzido numa intensificação da concorrência, com consequências na captação de investimento estrangeiro e nos mercados de exportação, dada a forte interligação entre estas duas variáveis. Paralelamente, o aumento do preço do petróleo representa um acréscimo dos custos das empresas, com potenciais efeitos desfavoráveis sobre a evolução futura dos preços e da actividade económica, agravados no caso português pela utilização relativamente intensiva de produtos derivados do petróleo na produção(1).

A expansão económica foi generalizada a todas as áreas geográficas, embora tenha continuado a ser liderada pelos EUA e pela Ásia. Nos EUA, o PIB acelerou, tendo a actividade crescido 4.4 por cento, sustentada pelo forte crescimento do consumo privado, num quadro de aumento continuado do emprego ao longo do ano, e pelo aumento significativo do investimento empresarial. No Japão, o produto cresceu 2.6 por cento em 2004, a taxa mais elevada desde 1996. Contudo, a economia japonesa exibiu ao longo do ano um perfil de forte desaceleração, reflexo da perda de estímulo quer a nível externo, quer da procura interna. Nas economias de mercado emergente asiáticas, a actividade económica cresceu 7.8 por cento, muito dinamizada pelo comércio intra-regional, em particular com a China. A economia chinesa manteve um crescimento próximo de 10 por cento, reflectindo essencialmente o continuado dinamismo das exportações e do investimento.

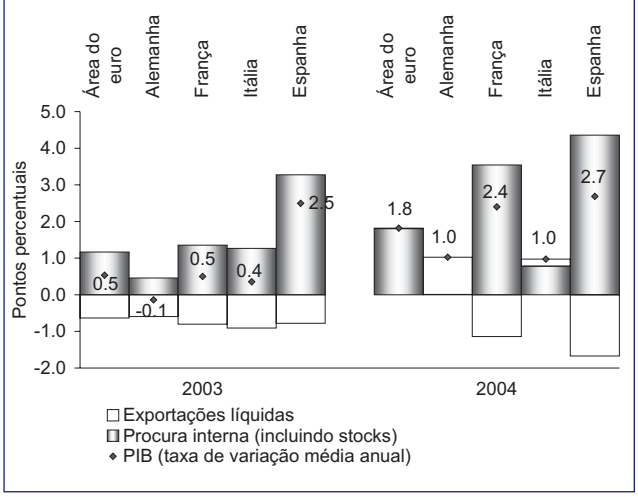
Na área do euro, a recuperação económica iniciada na segunda metade de 2003, prosseguiu a um ritmo moderado, tendo o PIB registado um crescimento médio anual de 1.8 por cento em 2004 (0.5 por cento em 2003). Após um primeiro semestre em que a actividade se apresentou mais dinâmica, o produto desacelerou na segunda metade do ano, reflectindo o abrandamento das exportações que não foi suficientemente compensado por um maior dinamismo da procura interna. Não obstante, a procura interna registou uma melhoria no conjunto do ano, traduzindo em particular alguma recuperação do investimento, que após três anos consecutivos de queda voltou a apresentar uma variação positiva. O consumo privado continuou a crescer a um ritmo fraco, na ausência de melhorias significativas ao nível do emprego e num quadro de estabilização da confiança dos consumidores em níveis baixos. No que se refere às maiores economias da área do euro, vale a pena salientar que em França e Espanha, economias que registaram um crescimento superior a 2 por cento, a actividade foi sustentada pela procura interna. Em contraste, em Itália e, sobretudo, na Alemanha, países onde o crescimento económico se situou em 1 por cento, a recuperação face a 2003 assentou nas exportações, tendo a procura interna permanecido fraca (Gráfico 2.2).

Nos restantes países membros da União Europeia, a actividade económica continuou a expandir-se a taxas muito superiores às da área do euro. No Reino Unido, o PIB cresceu 3.1 por cento, dinamizado pela procura interna num contexto de crescimento robusto dos salários e dos lucros das empresas. Nos dez novos Estados-membros, o PIB cresceu acima dos 5 por cento em 2004, liderado pelo investimento, tendo as importações e as exportações aumentado substancialmente em resultado da adesão à União Europeia.

Não obstante os principais países de destino das exportações portuguesas terem apresentado um crescimento económico muito inferior ao verificado em outras áreas geográficas, as importações de mercadorias destes países apresentaram-se dinâmi-

(1) Veja-se o artigo "Efeitos económicos das flutuações do preço do petróleo", de Paulo Soares Esteves e Pedro Duarte Neves, publicado na edição de Dezembro de 2004 do *Boletim Económico do Banco de Portugal*.

Gráfico 2.2
**CONTRIBUTOS PARA A TAXA DE VARIAÇÃO MÉDIA ANUAL DO PIB**
Área do euro e maiores economias




cas, tendo aumentado cerca de 8 por cento em volume. Desta forma a procura externa dirigida à economia portuguesa apresentou uma evolução favorável (Quadro 2.2). No entanto, conforme se desenvolve na secção 4. "Produto e Despesa", as exportações portuguesas só beneficiaram parcialmente da expansão da procura externa, tendo-se observado uma significativa perda de quota de mercado.

A inflação nas economias desenvolvidas manteve-se moderada em 2004, em torno de 2 por cento. A transmissão do aumento do preço do petróleo aos outros preços foi limitada, num quadro em que a existência de capacidade produtiva disponível, o aumento da concorrência internacional e a maior credibilidade das autoridades monetárias têm contribuído para um crescimento reduzido dos salários na maioria das economias. Em resposta ao surgimento de algumas pressões sobre os preços e num quadro de forte expansão económica, as autoridades monetárias norte americanas e do Reino Unido decidiram aumentar as taxas de juro oficiais por diversas vezes ao longo de 2004. A Reserva Federal iniciou o ciclo de subida das taxas de juro em Junho, tendo aumentado o objectivo para a taxa dos *federal funds* no total de 1.25 p.p. até final do ano, para 2.25 por cento. O aumento das taxas de juro oficiais norte americanas prosseguiu no primeiro trimestre de 2005, com dois novos aumentos de 25 pontos base (p.b.) da taxa de referência dos *federal funds* nos dias 2 de Fevereiro e 22 de Março. No Reino Unido, após o primeiro movimento de subida de 25 p.b. no final de 2003, as taxas de juro oficiais foram aumentadas em 1 p.p. em 2004, para 4.75 por cento. Na área do euro as taxas de juro oficiais mantiveram-se inalteradas num contexto em que as pressões inflacionistas internas se mantive-

Quadro 2.2.
**PROCURA EXTERNA DE MERCADORIAS DIRIGIDA À ECONOMIA PORTUGUESA**
Taxa de variação em volume, em percentagem

| | Pesos 2003 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Procura externa[(a)] | 100.0 | 7.9 | 11.1 | 1.0 | 1.5 | 3.8 | 8.2 |
| Procura externa intra-área do euro | 76.2 | 8.2 | 11.5 | 1.2 | 1.2 | 3.5 | 8.1 |
| da qual: | | | | | | | |
| Espanha | 23.9 | 12.2 | 10.5 | 3.3 | 3.4 | 5.2 | 9.8 |
| Alemanha | 20.1 | 7.7 | 11.1 | -0.2 | -1.5 | 5.8 | 7.8 |
| França | 15.4 | 7.6 | 15.0 | 1.0 | 3.2 | -0.2 | 8.1 |
| Procura externa extra-área do euro | 23.8 | 7.1 | 10.2 | 0.4 | 2.2 | 4.6 | 8.6 |
| da qual: | | | | | | | |
| Reino Unido | 11.8 | 6.7 | 8.9 | 3.1 | 1.7 | 5.5 | 7.5 |
| EUA | 6.5 | 12.4 | 13.5 | -3.2 | 3.7 | 4.7 | 10.8 |

Fontes: INE, Comissão Europeia (AMECO database) e Instituto de Estatística do Reino Unido.
Notas:
(a) Calculada como uma média ponderada do crescimento real das importações de mercadorias dos 17 principais parceiros comerciais. Cada país foi ponderado de acordo com o seu peso como mercado de exportação de Portugal no ano anterior. Os 17 países seleccionados constituem o destino de cerca de 90 por cento do total exportado.

ram contidas e em que a expansão económica prosseguiu a um ritmo moderado. Também no Japão as taxas de juro oficiais se mantiveram inalteradas dada a persistência de pressões deflacionistas moderadas e o enfraquecimento da economia ao longo do ano.

A evolução dos mercados financeiros internacionais em 2004 foi particularmente favorável à expansão da actividade económica. Os mercados accionistas valorizaram-se, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública e os diferenciais de rendibilidade nos mercados de dívida privada das principais economias desenvolvidas mantiveram-se em níveis muito reduzidos, situação que beneficiou os emitentes portugueses nestes mercados, em particular os grupos bancários. Na mesma linha de evolução, os diferenciais de dívida soberana de economias de mercado emergente face aos títulos de dívida pública norte americana caíram para valores próximos dos mínimos históricos (Quadro 2.3 e Gráficos 2.3 e 2.4). Paralelamente, as volatilidades implícitas nos mercados accionistas e obrigacionistas, indicadores tradicionais da incerteza nos mercados financeiros, reduziram-se para níveis próximos dos mínimos observados desde 1997/1998.

Esta evolução reflectiu a melhoria da situação financeira das empresas nas economias desenvolvidas, no contexto da recuperação económica e do esforço de consolidação levado a cabo nos últimos anos, bem como uma maior apetência dos investidores para assumir risco, reflectida num aumento da procura de aplicações com maior rendibilidade potencial. Esta procura de rendibilidade insere-se no quadro de um período prolongado de políticas monetárias acomodatícias, em particular nos EUA e em diversas economias da Ásia, que se reflectiu numa situação de liquidez abundante a nível global. Com efeito, a acumulação de significativas reservas externas pelos bancos centrais da Ásia, no âmbito das intervenções cambiais efectuadas no sentido de impedir ou limitar a apreciação das respectivas moedas face ao dólar, e a aplicação de grande parte das mesmas em títulos do Tesouro norte-americano, terão sido um factor determinante para a manutenção das taxas de juro longo prazo dos EUA em níveis particularmente baixos, quer do ponto de vista histórico quer face às expectativas para o crescimento do PIB no longo prazo naquela economia. O aumento da procura de obrigações de longo prazo por parte de fundos de pensões e seguradoras na Europa e nos Estados Uni-

Quadro 2.3

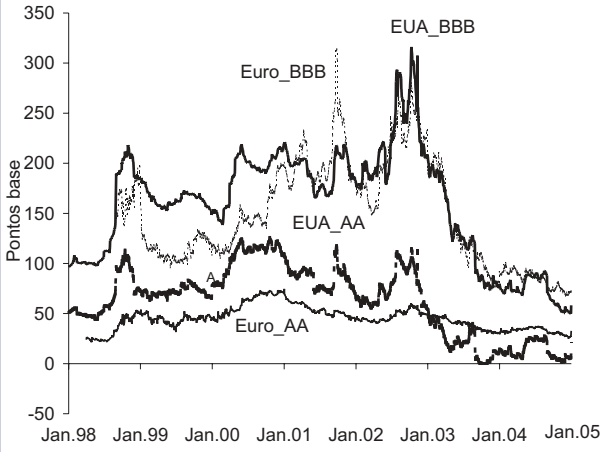
**MERCADOS FINANCEIROS INTERNACIONAIS**

Dados diários

| | Médias | | | Final de período | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2002 | 2003 | 2004 | 2002 | 2003 | 2004 |
| Índices Bolsistas Globais (variação em percentagem) | | | | | | |
| S&P 500 | -17 | -3 | 17 | -23 | 26 | 9 |
| *Nasdaq* | -24 | 7 | 21 | -32 | 50 | 9 |
| *Nikkei* 225 | -16 | -8 | 20 | -19 | 24 | 8 |
| *FTSE* 100 | -17 | -12 | 12 | -24 | 14 | 8 |
| MSCI Ásia (excluindo Japão) | 4 | 1 | 29 | -10 | 43 | 14 |
| *Dow Jones Euro Stoxx* | -23 | -18 | 18 | -35 | 18 | 10 |
| Taxas de juro a 10 anos - dívida pública (percentagem) | | | | | | |
| Estados Unidos | 4.6 | 4.0 | 4.3 | 3.8 | 4.3 | 4.2 |
| Japão | 1.3 | 1.0 | 1.5 | 0.9 | 1.4 | 1.4 |
| Reino Unido | 4.9 | 4.5 | 4.9 | 4.4 | 4.8 | 4.5 |
| Área do Euro | 4.9 | 4.2 | 4.1 | 4.3 | 4.3 | 3.7 |
| Taxas de câmbio efectivas nominais (variação em percentagem) | | | | | | |
| Dólar norte-americano | 0.6 | -6.0 | -4.6 | -2.9 | -8.9 | -4.6 |
| Iene japonês | -5.2 | -0.1 | 1.9 | 1.8 | 2.2 | -0.8 |
| Libra esterlina | 0.5 | -4.8 | 4.1 | -2.7 | -3.4 | 1.4 |
| Euro | 2.9 | 12.0 | 4.0 | 9.7 | 12.2 | 2.1 |

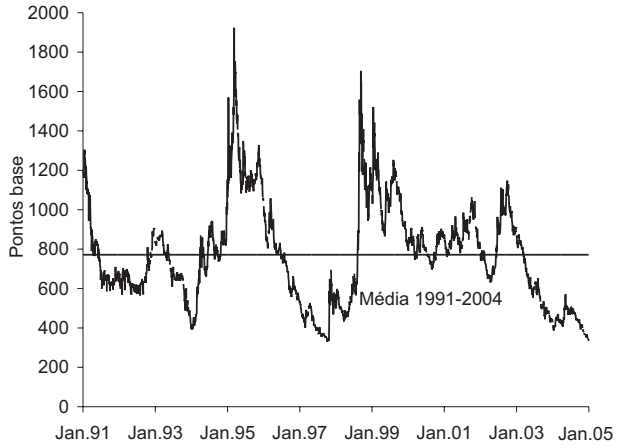
Fontes: Banco Central Europeu, Banco de Pagamentos Internacionais, *Federal Reserve* e *Bloomberg*.

Gráfico 2.3
**ESTADOS UNIDOS E ÁREA DO EURO DIFERENCIAIS ENTRE AS TAXAS DE RENDIBILIDADE DE OBRIGAÇÕES DE DÍVIDA PRIVADA E AS DE OBRIGAÇÕES DE DÍVIDA PÚBLICA (a)**




Fonte. *Bloomberg*.
Nota:
(a) Índices *Merril Lynch* maturidades de 7 a 10 anos.

Gráfico 2.4
***SPREADS* DE DÍVIDA DE MERCADOS EMERGENTES(a)**




Fonte: *JP Morgan*
Nota:
(a) EMBI / EMBI+

dos, num contexto de alterações regulamentares que exigem uma melhor correspondência entre a duração dos seus activos e passivos, terá também contribuído para a manutenção em níveis muito baixos das taxas de rendibilidade de longo prazo nos Estados Unidos e para a diminuição adicional das mesmas no caso da área do euro.

A tendência de depreciação do dólar continuou a representar o principal desenvolvimento dos mercados cambiais, tendo a moeda norte-americana depreciado cerca de 5 por cento em termos nominais efectivos. A evolução do dólar parece ter continuado a reflectir preocupações dos investidores com a sustentabilidade do défice externo norte-americano, num contexto em que, não obstante a depreciação acumulada desde 2002 (cerca de 16 por cento em termos nominais efectivos), o défice corrente atingiu um nível sem precedente de 5.7 por cento do PIB (veja-se a Caixa "O desequilíbrio das contas externas dos Estados Unidos").

## 3. POLÍTICAS MACROECONÓMICAS

### 3.1 Política monetária do BCE e condições monetárias e financeiras da economia portuguesa

#### *Política monetária do BCE*

As taxas de juro do BCE mantiveram-se inalteradas nos níveis estabelecidos em Junho de 2003 (Quadro 3.1). A taxa mínima aplicável às operações principais de refinanciamento do BCE persistiu assim em 2 por cento, reflectindo a avaliação do Conselho do BCE de que as perspectivas de médio prazo para a inflação permaneciam em consonância com a estabilidade de preços e de que, nesse contexto, a manutenção do nível baixo das taxas de juro poderia continuar a apoiar a recuperação económica na área do euro. As taxas de juro reais de curto prazo mantiveram-se, deste modo, em valores próximos de zero por cento ao longo do ano.

A evolução dos preços em 2004 revelou-se menos favorável do que o esperado no início do ano, tendo a inflação, medida pela variação homóloga do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), aumentado de 1.7 por cento no primeiro trimestre para valores próximos de 2.3 por cento nos três trimestres seguintes. Tal deveu-se ao impacto da subida acentuada dos preços do petróleo, bem como aos aumentos de impostos indirectos, nomeadamente sobre o tabaco, e de preços administrados em alguns países (Gráfico 3.1). A evolução do preço do petróleo e a possibilidade de se virem a repetir aumentos significativos de impostos indirectos e de preços administrados, levaram o

Quadro 3.1

**TAXAS DE JURO DO BANCO CENTRAL EUROPEU**

Em percentagem

| Data da decisão | Facilidade permanente de depósito | Operações principais de refinanciamento | Facilidade permanente de cedência |
|---|---|---|---|
| 5 Dez. 1998 | 2.00[a] | 3.00 | 4.50[a] |
| 8 Abr. 1999 | 1.50 | 2.50 | 3.50 |
| 4 Nov. 1999 | 2.00 | 3.00 | 4.00 |
| 3 Fev. 2000 | 2.25 | 3.25 | 4.25 |
| 16 Mar. 2000 | 2.50 | 3.50 | 4.50 |
| 27 Abr. 2000 | 2.75 | 3.75 | 4.75 |
| 8 Jun. 2000 | 3.25 | 4.25 | 5.25 |
| 31 Ago. 2000 | 3.50 | 4.50[b] | 5.50 |
| 5 Out. 2000 | 3.75 | 4.75 | 5.75 |
| 10 Mai. 2001 | 3.50 | 4.50 | 5.50 |
| 30 Ago. 2001 | 3.25 | 4.25 | 5.25 |
| 17 Set. 2001 | 2.75 | 3.75 | 4.75 |
| 8 Nov. 2001 | 2.25 | 3.25 | 4.25 |
| 5 Dez. 2002 | 1.75 | 2.75 | 3.75 |
| 6 Mar. 2003 | 1.50 | 2.50 | 3.50 |
| 5 Jun. 2003 | 1.00 | 2.00 | 3.00 |

Fonte: Banco Central Europeu

Notas:

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

(b) A partir desta data, taxa mínima das propostas nos leilões de taxa variável.

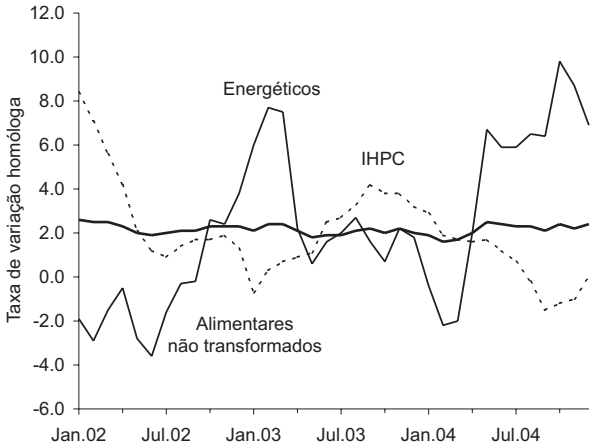
Conselho do BCE a considerar a partir de Maio que o balanço de riscos para a estabilidade de preços no médio prazo se havia tornado enviesado no sentido ascendente. Não obstante, as perspectivas gerais permaneceram consistentes com a estabilidade de preços no médio prazo. Com efeito, os aumentos salariais foram contidos e o crescimento económico moderado. Paralelamente, a manutenção de elevadas taxas de desemprego e a apreciação acumulada do euro sugeriam que esta tendência iria continuar. Em meados do ano, o aumento das expectativas de inflação a longo prazo implícitas em instrumentos financeiros recomendava particular atenção em relação ao desenvolvimento de pressões inflacionistas internas[2].

As taxas de juro de curto prazo do mercado monetário mantiveram-se relativamente estáveis ao longo do ano, em linha com o comportamento das taxas de juro oficiais. Por sua vez, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública, após terem registado alguma flutuação na primeira metade do ano associada aos desenvolvimentos no mercado norte-americano, registaram uma significativa diminuição no segundo semestre. O facto das taxas de rendibilidade das obrigações indexadas ao IHPC da área do euro terem registado uma redução mais acentuada do que as taxas de rendibilidade nominais das obrigações de dívida pública aponta para uma revisão em baixa das expectativas de crescimento a médio prazo, que poderá ter reflectido a percepção por parte dos investidores de que o aumento do preço do petróleo e a apreciação do euro poderiam ter efeitos penalizadores sobre a actividade económica da área do euro durante um período de tempo relativamente prolongado.

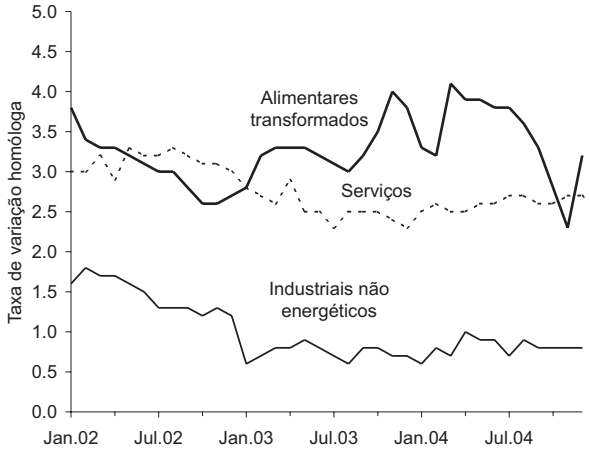
Apesar da diminuição das taxas de juro de longo prazo, as condições monetárias avaliadas por um índice de condições monetárias para a área do

(2) Esta medida de expectativa de inflação é obtida como a diferença entre as taxas de rendibilidade de obrigações do Tesouro francês indexadas ao IHPC da área do euro excluindo tabaco e as taxas de rendibilidade de obrigações do Tesouro de rendimento nominal fixo. A utilização deste indicador para avaliar as expectativas de inflação deve, contudo, ser revestida de alguma precaução devido à presença de diversos prémios de risco que afectam diferentemente as obrigações convencionais e as obrigações indexadas, designadamente os prémios de liquidez e de incerteza relativamente à evolução da inflação no médio e longo prazos.

Gráfico 3.1
**ÁREA DO EURO**
IHPC, Bens alimentares não transformados e industriais energéticos

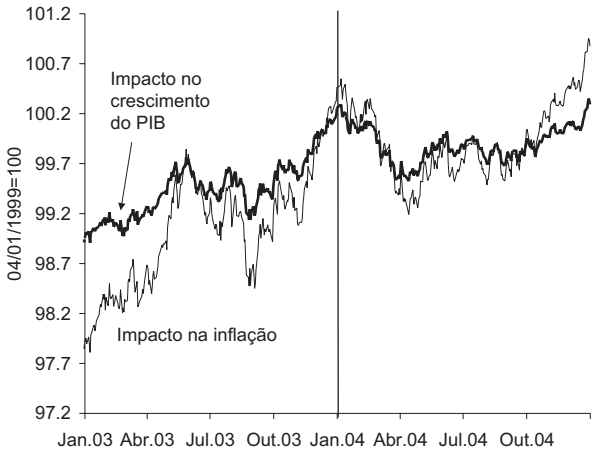



Bens alimentares transformados, bens industriais não energéticos e serviços




Fonte: *Eurostat*.

Gráfico 3.2
**ÍNDICES DE CONDIÇÕES MONETÁRIAS NOMINAIS PARA A ÁREA DO EURO**




Fontes: BCE e cálculos do Banco de Portugal.

euro não se alteraram significativamente ao longo do ano, dado o efeito da apreciação da taxa de câmbio do euro (Gráfico 3.2). Em termos efectivos nominais, a apreciação da moeda europeia foi de cerca de 4 por cento no conjunto do ano e de 2.1 por cento considerando valores de fim de período. A apreciação do euro foi particularmente significativa face ao dólar do EUA, ao iene japonês e ao renminbi chinês, moedas de economias com elevado peso no comércio com a área do euro (Quadro 3.2).

O baixo custo de oportunidade de detenção de moeda contribuiu para a manutenção de elevadas taxas de crescimento do agregado monetário M3 na área do euro. Após ter prosseguido no primeiro semestre de 2004 a moderação iniciada em meados do ano anterior, o crescimento monetário voltou a fortalecer-se no segundo semestre, tendência que continuou no início de 2005. Muito embora o crescimento robusto das componentes mais líquidas tenha continuado a dar o principal contributo para o crescimento do M3 ao longo de 2004, o fortalecimento do M3 no segundo semestre foi impulsionado pelo aumento da taxa de crescimento das componentes remuneradas do agregado, nomeadamente dos "outros depósitos de curto prazo" e dos "instrumentos negociáveis". Tal deverá ter estado associado à redução da inclinação da curva de rendimentos da área do euro observada na segunda metade do ano, em resultado da diminuição acentuada das taxas de juro de longo prazo.

O nível reduzido das taxas de juro contribuiu igualmente para um reforço do crescimento dos empréstimos ao sector privado, que beneficiaram ainda da melhoria das condições de crédito oferecidas pelos bancos[3]. O segmento dos empréstimos às famílias para aquisição de habitação permaneceu particularmente dinâmico, tendo o respectivo crescimento em termos homólogos aumentado de 8.4 por cento no final do primeiro trimestre para 10 por cento no final de 2004. Os empréstimos bancários às sociedades não financeiras também registaram uma aceleração assinalável ao longo do ano,

(3) Veja-se *"The results of the January 2005 bank lending survey for the euro area"- ECB Monthly Bulletin February* 2005.

Quadro 3.2

**ÁREA DO EURO**

Fim de período

| | 2003 | | | | 2004 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | I | II | III | IV | I | II | III | IV |
| **Taxas de câmbio** | | | | | | | | |
| ITCE-EUR[a] | 98.2 | 101.3 | 101.1 | 105.8 | 102.3 | 102.5 | 104.1 | 108.1 |
| (variação percentual face ao trimestre anterior)[b] | 4.1 | 3.1 | -0.2 | 4.7 | -3.3 | 0.2 | 1.5 | 3.9 |
| EUR/USD | 1.09 | 1.14 | 1.17 | 1.26 | 1.22 | 1.22 | 1.24 | 1.36 |
| EUR/GBP | 0.69 | 0.69 | 0.70 | 0.70 | 0.67 | 0.67 | 0.69 | 0.71 |
| EUR/JPY | 129.18 | 137.32 | 128.80 | 135.05 | 126.97 | 132.40 | 137.17 | 139.65 |
| EUR/CNY[c] | 8.96 | 9.46 | 9.62 | 10.40 | 10.12 | 10.00 | 10.20 | 11.26 |
| EUR/CHF | 1.48 | 1.55 | 1.54 | 1.56 | 1.56 | 1.52 | 1.55 | 1.54 |
| **Taxas de juro** | | | | | | | | |
| Overnight (EONIA) | 2.7 | 2.4 | 2.1 | 2.3 | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 2.2 |
| Euribor 1 mês | 2.6 | 2.2 | 2.1 | 2.1 | 2.0 | 2.1 | 2.1 | 2.1 |
| Euribor 3 meses | 2.5 | 2.2 | 2.1 | 2.1 | 2.0 | 2.1 | 2.2 | 2.2 |
| Euribor 6 meses | 2.4 | 2.1 | 2.1 | 2.2 | 1.9 | 2.2 | 2.2 | 2.2 |
| Euribor 12 meses | 2.4 | 2.1 | 2.1 | 2.3 | 2.0 | 2.4 | 2.4 | 2.4 |
| 12-3 meses (pontos base) | -13 | -9 | 0 | 19 | 2 | 31 | 24 | 20 |
| Taxa de juro a 10 anos | 4.1 | 3.9 | 4.1 | 4.3 | 4.0 | 4.4 | 4.1 | 3.7 |
| **Agregados monetários**[d] | | | | | | | | |
| **M1** | 11.6 | 11.3 | 11.1 | 10.6 | 11.4 | 9.5 | 9.7 | 8.4 |
| Circulação monetária | 39.4 | 31.9 | 27.8 | 24.9 | 22.7 | 21.1 | 19.9 | 17.0 |
| Depósitos à ordem | 8.1 | 8.5 | 8.7 | 8.5 | 9.7 | 7.7 | 8.1 | 6.9 |
| **M2** | 8.1 | 8.4 | 8.2 | 7.6 | 6.7 | 5.6 | 6.3 | 6.5 |
| Outros depósitos de curto prazo (M2-M1) | 4.8 | 5.7 | 5.4 | 4.7 | 2.1 | 1.7 | 2.7 | 4.5 |
| **M3** | 8.2 | 8.5 | 7.6 | 7.1 | 6.2 | 5.3 | 6.0 | 6.4 |
| Instrumentos negociáveis (M3-M2) | 9.0 | 9.2 | 4.3 | 4.0 | 3.1 | 3.5 | 4.7 | 5.8 |
| **Agregados de crédito** | | | | | | | | |
| Crédito às Administrações Públicas[d] | 1.7 | 3.5 | 5.5 | 6.3 | 6.6 | 7.4 | 5.2 | 2.3 |
| Crédito a outros residentes na área do euro[d] | 4.8 | 5.1 | 5.4 | 5.8 | 5.7 | 6.1 | 6.3 | 7.0 |
| Empréstimos a outros residentes na área do euro[d] | 4.7 | 4.6 | 4.9 | 5.5 | 5.3 | 6.0 | 6.5 | 7.0 |
| *Por memória: desagregação sectorial dos empréstimos* | | | | | | | | |
| Sociedades não financeiras | 3.7 | 3.6 | 3.6 | 3.5 | 3.2 | 4.0 | 4.5 | 5.4 |
| Particulares | 5.9 | 5.5 | 5.8 | 6.4 | 6.6 | 7.3 | 7.8 | 7.8 |
| Crédito ao consumo | 3.4 | 3.4 | 2.9 | 2.8 | 4.3 | 5.7 | 6.2 | 5.8 |
| Crédito para aquisição de habitação | 7.6 | 7.2 | 7.4 | 8.1 | 8.4 | 9.0 | 9.8 | 10.0 |

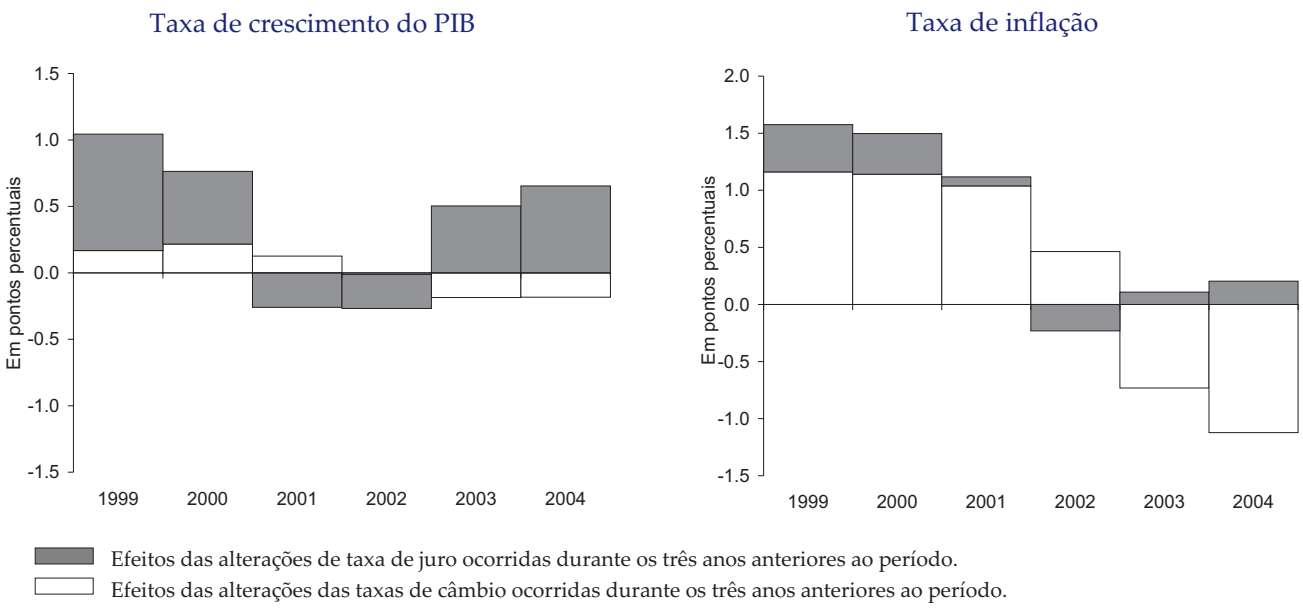
Fontes: BCE e *Bloomberg*.
Notas:
(a) Pesos no comércio com a área do euro: Estados Unidos (26.19 por cento), Reino Unido (19.18 por cento), Japão (11.45 por cento), China (6.93 por cento) e Suíça (6.31 por cento).
(b) Uma variação positiva corresponde a uma apreciação do euro.
(c) CNY: Renminbi chinês.
(d) Corrigidos de sazonalidade. Taxas de variação homólogas no último mês do trimestre.

passando de uma variação homóloga de 3.2 por cento no final do primeiro trimestre, para 5.4 por cento em Dezembro de 2004. No entanto, o crescimento dos empréstimos bancários, principal componente da dívida das sociedades não financeiras na área do euro, foi em parte compensado por uma significativa desaceleração do financiamento por títulos de dívida, que corrigiu em baixa após a forte actividade de emissão observada no ano anterior. O recurso global a financiamento por dívida por parte das sociedades não financeiras manteve-se, assim, moderado em 2004, o que é compatível com a melhoria dos resultados das empresas e com o crescimento relativamente fraco do investimento empresarial na área do euro.

### *Condições Monetárias e Financeiras da Economia Portuguesa*

A economia portuguesa continuou a beneficiar de condições de financiamento muito favoráveis, em linha com o observado nos mercados financei-

Gráfico 3.3
**PORTUGAL**
**CONTRIBUTO DAS CONDIÇÕES MONETÁRIAS**




Fonte: Banco de Portugal

ros internacionais e na área do euro em particular. Estimativas com base num índice de condições monetárias para Portugal, sugerem que os níveis baixos das taxas de juro do mercado monetário observados nos últimos anos tiveram um impacto acumulado positivo sobre o crescimento do produto em 2004, em parte compensado pela evolução do índice cambial efectivo para Portugal. O mesmo indicador aponta também para um contributo acumulado significativo das condições monetárias na redução da inflação em 2004 via efeito da taxa de câmbio (Gráfico 3.3).

As taxas de juro médias dos empréstimos bancários ao sector privado não financeiro apresentaram novamente uma redução em 2004. Em particular, a taxa de juro média dos saldos de empréstimos às sociedades não financeiras registou uma redução de 20 p.b, para 4.4 por cento, enquanto a taxa de juro média dos saldos de empréstimos para aquisição de habitação se reduziu em 50 p.b., para 3.8 por cento (Quadro 3.3). Paralelamente, de acordo com os cinco grupos bancários portugueses inquiridos no âmbito do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito na área do euro, a partir do segundo semestre de 2004, os critérios de aprovação de empréstimos a empresas e a particulares para aquisição de habitação tornaram-se menos restritivos[4].

No mercado de capitais registaram-se valorizações significativas nos segmentos obrigacionista e accionista. As taxas de rendibilidade a longo prazo das obrigações do Tesouro português evoluíram em linha com os mercados obrigacionistas da área do euro, tendo-se reduzido de forma particularmente expressiva considerando valores de fim de ano. O mercado accionista prosseguiu a tendência de valorização iniciada no segundo semestre de 2003, tendo o índice PSI Geral registado um aumento de cerca de 18 por cento face ao final do ano anterior, que compara com uma valorização de 10 por cento do *Dow Jones Eurostoxx* para a área do euro. Tal como nos principais mercados internacionais, esta valorização teve lugar num quadro de manutenção de um baixo nível de volatilidade.

O endividamento total das sociedades não financeiras cresceu 6.3 por cento em 2004 (Gráfico 3.4). Em contraste com o sucedido no conjunto da área do euro, os empréstimos concedidos por instituições de crédito residentes registaram uma desa-

(4) Os resultados detalhados dos vários inquéritos realizados encontram-se disponíveis no *site* do Banco de Portugal (*www.bportugal.pt*).

QUADRO 3.3

## CONDIÇÕES MONETÁRIAS E FINANCEIRAS DA ECONOMIA PORTUGUESA

Valores médios no período

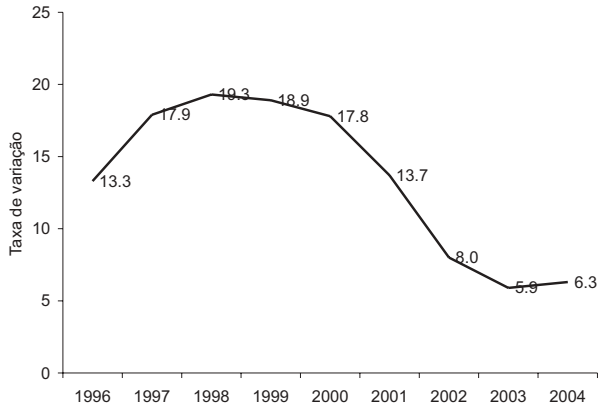
| | 2003 | 2004 | 2003 | | | | 2004 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | I | II | III | IV | I | II | III | IV |
| **TAXAS DE JURO** - Em percentagem | | | | | | | | | | |
| Euribor a 3 meses | 2.3 | 2.1 | 2.7 | 2.4 | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 2.2 |
| Taxa de rendibilidade de Obrigações do Tesouro emitidas a taxa fixa com maturidade residual de 10 anos | 4.2 | 4.1 | 4.1 | 4.0 | 4.2 | 4.4 | 4.1 | 4.4 | 4.2 | 3.8 |
| Taxas de juro sobre saldos de empréstimos bancários | | | | | | | | | | |
| Sociedades não financeiras | 4.6 | 4.4 | 5.0 | 4.7 | 4.4 | 4.3 | 4.4 | 4.4 | 4.3 | 4.3 |
| Particulares para habitação | 4.3 | 3.8 | 4.8 | 4.4 | 4.0 | 3.9 | 3.8 | 3.8 | 3.8 | 3.8 |
| Particulares para consumo e outros fins | 7.9 | 7.8 | 8.1 | 7.9 | 7.8 | 7.8 | 7.9 | 7.8 | 7.7 | 7.7 |
| **BOLSA** | | | | | | | | | | |
| PSI Geral (índice) | 1658 | 2115 | 1562 | 1598 | 1665 | 1807 | 2042 | 2123 | 2097 | 2197 |
| Variação percentual face ao período comparável precedente | -7.0 | 27.5 | 0.1 | 2.3 | 4.2 | 8.5 | 13.0 | 4.0 | -1.2 | 4.8 |
| **TAXAS DE CÂMBIO** | | | | | | | | | | |
| Índice cambial efectivo nominal[(a)] | 100.3 | 100.9 | 99.5 | 100.5 | 100.4 | 100.8 | 101.2 | 100.6 | 100.7 | 101.3 |
| Variação percentual face ao período comparável precedente | 2.6 | 0.6 | 1.1 | 0.9 | 0.0 | 0.3 | 0.4 | -0.5 | 0.1 | 0.6 |
| Taxa de câmbio EUR/USD | 1.13 | 1.24 | 1.07 | 1.14 | 1.12 | 1.19 | 1.25 | 1.20 | 1.22 | 1.30 |
| Variação percentual face ao período comparável precedente | 19.7 | 9.9 | 7.4 | 6.0 | -1.1 | 5.7 | 5.1 | -3.6 | 1.4 | 6.2 |
| *Por memória*: | | | | | | | | | | |
| IPC, taxa de variação homóloga | 3.3 | 2.4 | 4.0 | 3.6 | 2.9 | 2.6 | 2.2 | 2.5 | 2.4 | 2.4 |

Fonte: Banco de Portugal, Euronext Lisboa e INE.

Nota:

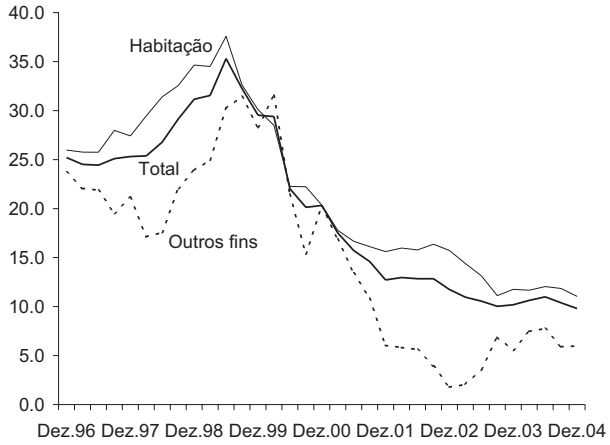
(a) Uma variação positiva corresponde a uma apreciação do índice. Cálculos efectuados face a um grupo de 22 parceiros comerciais. Para uma descrição detalhada da metodologia, veja-se Gouveia, A. C. e C. Coimbra (2004), "Novo índice cambial efectivo para a economia portuguesa", Banco de Portugal, Boletim Económico, Dezembro 2004.

Gráfico 3.4
**ENDIVIDAMENTO DAS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS[(a)]**
Taxas de variação homóloga




Fonte: Banco de Portugal.
Nota:
(a) Inclui empréstimos concedidos por instituições de crédito residentes e não residentes; empréstimos/suprimentos concedidos por empresas não residentes do mesmo grupo económico (excluindo os concedidos a sociedades não financeiras com sede na zona franca da Madeira); papel comercial; obrigações e créditos comerciais recebidos.

Gráfico 3.5
**CRÉDITO CONCEDIDO A PARTICULARES POR INSTITUIÇÕES DE CRÉDITO RESIDENTES**
Taxa de variação homóloga




Fonte: Banco de Portugal

celeração, a qual foi em parte compensada por um maior recurso à emissão de papel comercial, substituto muito próximo do crédito bancário no caso das empresas de maior dimensão. Também se assistiu a um maior recurso a outras fontes de financiamento, designadamente a empréstimos/suprimentos do exterior concedidos por empresas do mesmo grupo e a crédito comercial obtido junto de fornecedores externos num contexto de aceleração das importações. Em contrapartida, a emissão de obrigações registou uma queda face ao ano anterior. A dívida das sociedades não financeiras em percentagem do PIB, que se encontra em níveis muito elevados, verificou um ligeiro aumento em 2004. A emissão líquida de acções por parte das empresas não financeiras (cotadas e não cotadas) manteve-se limitada.

Os empréstimos de instituições de crédito a particulares mantiveram uma elevada taxa de crescimento ao longo do ano, em torno de 10 por cento (Gráfico 3.5). O segmento destinado à aquisição de habitação, manteve-se particularmente dinâmico, suportado pelos níveis historicamente baixos das taxas de juro e pela política de diversificação das formas contratuais por parte dos bancos. O comportamento da oferta neste segmento associa-se ao facto de este crédito ser menos oneroso em termos de requisitos de fundos próprios e provisões e de se encontrar sujeito a uma forte pressão concorrencial. Esta pressão reflectiu-se numa diminuição dos *spreads* e no alargamento dos prazos contratuais e outros mecanismos que permitem diferir no tempo a amortização da dívida hipotecária. Paralelamente, e em linha com a recuperação do consumo privado, verificou-se uma aceleração dos empréstimos para consumo e outros fins que não habitação. Em consequência, o rácio de endividamento dos particulares em percentagem do rendimento disponível, que se situa num valor muito elevado em termos internacionais, voltou a aumentar devendo atingir cerca de 117 por cento no final de 2004, 7 p.p. acima do valor registado no final de 2003.

### 3.2. Política Orçamental

A política orçamental manteve em 2004 uma orientação apenas ligeiramente restritiva, não obstante a necessidade de correcção do desequilíbrio estrutural das contas públicas. A limitada melhoria da posição orçamental continuou a assentar no aumento das receitas, num quadro em que as despesas em pensões mantiveram um crescimento muito

Quadro 3.4

## CONTAS DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS EM CONTABILIDADE NACIONAL

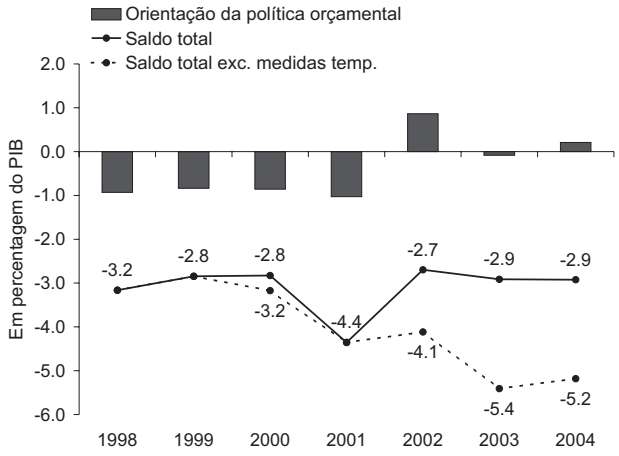
| | Em percentagem do PIB[a] | | | | | | Taxas de crescimento | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Incluindo medidas temporárias | | | Excluindo medidas temporárias | | | Excluindo medidas temporárias | |
| | 2002 | 2003 | 2004 | 2002 | 2003 | 2004 | 2003 | 2004 |
| **Receitas totais** | **43.3** | **44.6** | **45.4** | **42.3** | **42.1** | **43.1** | **1.1** | **6.0** |
| Receita corrente | 41.4 | 41.8 | 41.6 | 40.5 | 40.3 | 41.6 | 1.1 | 6.8 |
| Impostos sobre o rendimento e património | 9.8 | 9.2 | 9.2 | 9.3 | 8.7 | 9.2 | -4.3 | 9.3 |
| Impostos sobre a produção e a importação | 15.0 | 15.5 | 15.0 | 14.7 | 14.8 | 15.0 | 2.7 | 4.7 |
| Contribuições sociais | 12.3 | 12.8 | 12.9 | 12.1 | 12.5 | 12.9 | 5.0 | 6.8 |
| Efectivas | 11.4 | 11.7 | 11.9 | 11.2 | 11.5 | 11.9 | 3.6 | 7.2 |
| Imputadas | 0.9 | 1.1 | 1.1 | 0.9 | 1.1 | 1.1 | 21.7 | 2.4 |
| Outras receitas correntes | 2.1 | 1.8 | 2.0 | 2.1 | 1.8 | 2.0 | -9.6 | 12.5 |
| Vendas | 2.4 | 2.4 | 2.4 | 2.4 | 2.4 | 2.4 | 2.2 | 6.3 |
| Vendas excluindo hospitais-empresa em 2002 | 2.2 | | | 2.2 | | | 11.2 | |
| Receitas de capital | 1.8 | 2.8 | 3.8 | 1.8 | 1.8 | 1.6 | 1.0 | -11.0 |
| **Despesas totais** | **46.0** | **47.5** | **48.3** | **46.5** | **47.5** | **48.3** | **4.0** | **5.2** |
| Despesa corrente | 41.8 | 43.0 | 43.6 | 41.8 | 43.0 | 43.6 | 4.6 | 5.1 |
| Transferências correntes | 19.0 | 21.4 | 22.0 | 19.0 | 21.4 | 22.0 | 14.4 | 6.2 |
| Pagamentos sociais | 15.1 | 17.1 | 17.9 | 15.1 | 17.1 | 17.9 | 15.8 | 8.0 |
| em dinheiro | 13.2 | 14.3 | 14.9 | 13.2 | 14.3 | 14.9 | 10.0 | 8.2 |
| dos quais: pensões | 9.9 | 10.7 | 11.2 | 9.9 | 10.7 | 11.2 | 9.6 | 9.2 |
| em espécie | 1.9 | 2.9 | 3.0 | 1.9 | 2.9 | 3.0 | 56.9 | 7.0 |
| incluindo hospitais-empresa em 2002 | 3.0 | | | 3.0 | | | -3.6 | |
| Subsídios | 1.5 | 1.6 | 1.6 | 1.5 | 1.6 | 1.6 | 10.6 | 6.3 |
| Outras transferências correntes | 2.5 | 2.7 | 2.5 | 2.5 | 2.7 | 2.5 | 8.1 | -5.0 |
| Juros | 3.0 | 2.9 | 2.8 | 3.0 | 2.9 | 2.8 | -3.0 | 1.4 |
| Despesas com pessoal | 15.4 | 15.0 | 15.0 | 15.4 | 15.0 | 15.0 | -1.1 | 3.9 |
| Despesas com pessoal excluindo hospitais-empresa em 2002 | 14.6 | | | 14.6 | | | 4.0 | |
| Consumo intermédio | 4.3 | 3.7 | 3.8 | 4.3 | 3.7 | 3.8 | -12.7 | 6.1 |
| Consumo intermédio excluindo hospitais-empresa em 2002 | 3.7 | | | 3.7 | | | 1.5 | |
| Despesas de capital | 4.2 | 4.6 | 4.7 | 4.7 | 4.6 | 4.7 | -1.8 | 6.9 |
| Formação bruta de capital fixo | 3.6 | 3.3 | 3.3 | 3.6 | 3.3 | 3.3 | -5.9 | 3.3 |
| Aquisição líquida de activos n/ finan. n/ prod. | -0.5 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | -0.1 | 0.0 | | |
| Transferências de capital | 1.1 | 1.3 | 1.4 | 1.1 | 1.3 | 1.4 | 18.5 | 8.3 |
| **Saldo total** | **-2.7** | **-2.9** | **-2.9** | **-4.1** | **-5.4** | **-5.2** | | |
| *Por memória*: | | | | | | | | |
| Despesa corrente primária | 38.7 | 40.1 | 40.8 | 38.7 | 40.1 | 40.8 | 5.2 | 5.3 |
| Saldo primário | 0.3 | 0.0 | -0.1 | -1.1 | -2.5 | -2.3 | | |
| Saldo primário ajustado do ciclo | -0.2 | 0.8 | 0.8 | -1.6 | -1.7 | -1.4 | | |
| Dívida pública | 58.5 | 60.0 | 61.8 | | | | | |

Fontes: INE, Ministério das Finanças e Banco de Portugal.

Notas:

(a) O PIB nominal utilizado nos rácios em 2004 é estimativa do Banco de Portugal.

Gráfico 3.6
**SALDO TOTAL DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS E A ORIENTAÇÃO DA POLÍTICA ORÇAMENTAL**




Fontes: INE, Ministério das Finanças e Banco de Portugal.
Nota: A orientação da política orçamental é medida pela variação do saldo primário ajustado do ciclo, excluindo os efeitos das medidas temporárias. Para uma descrição da metodologia utilizada, veja-se o artigo de Pedro Duarte Neves e Luís Morais Sarmento, "A utilização de saldos orçamentais ajustados do ciclo no Banco de Portugal", *Boletim Económico do Banco de Portugal*, Setembro de 2001.

acentuado. Por outro lado, o rácio da dívida pública prosseguiu a trajectória ascendente iniciada em 2001.

O défice das administrações públicas, na óptica da contabilidade nacional, situou-se em 2.9 por cento do PIB em 2004, valor igual ao registado no ano anterior(5) (Quadro 3.4 e Gráfico 3.6). A manutenção do défice abaixo do valor de referência de 3 por cento do PIB exigiu, à semelhança do sucedido em 2002 e 2003, o recurso a um conjunto de medidas temporárias muito significativo, com um efeito no saldo das administrações públicas equivalente a 2.3 por cento do PIB. Este montante resultou de um conjunto de transferências efectuadas por empresas públicas para a Caixa Geral de Aposentações (CGA), como contrapartida pelo pagamento de encargos futuros com pensões de funcionários abrangidos pelos respectivos fundos de pensões, e foi registado como receita de capital nas contas das administrações públicas. O défice das administrações públicas excluindo os efeitos das medidas temporárias situou-se, assim, em 5.2 por cento do PIB, diminuindo cerca de 0.2 p.p. face ao valor registado em 2003(6).

Em 2004, o saldo primário ajustado do ciclo e dos efeitos das medidas temporárias, indicador habitualmente utilizado para medir a consolidação orçamental, apresentou um aumento de cerca de 0.3 p.p. do PIB, dado que as despesas em juros se mantiveram quase invariantes em percentagem do PIB e que a componente cíclica do saldo orçamental teve uma diminuição muito ligeira. No seu conjunto, a política moderadamente restritiva posta em prática a partir de 2002 permitiu corrigir apenas cerca de um quarto do desequilíbrio acumulado nos anos que mediaram entre a decisão sobre a participação na terceira fase da União Económica e Monetária e 2001. Adicionalmente, a melhoria do saldo estrutural nos últimos três anos surge muito concentrada em 2002 e tem assentado sobretudo em aumentos de receita e/ou em medidas pontuais de contenção da despesa, o que poderá pôr em causa a sua sustentabilidade. Com efeito, a melhoria da posição orçamental em 2004 é explicada, no essencial, por um comportamento excepcionalmente favorável da receita fiscal, em particular dos impostos sobre o rendimento das empresas, cujo contributo para a melhoria da posição orçamental deverá cifrar-se em cerca de 0.5 p.p. do PIB, e pela contenção do crescimento das despesas com pes-

(5) Valor reportado na notificação do Procedimento dos Défices Excessivos de Fevereiro de 2005. A informação apresentada pelas autoridades portuguesas foi validada pelo *Eurostat* no habitual comunicado à imprensa, sintetizando a informação para os anos passados resultante das notificações de todos os Estados-membros, divulgado a 18 de Março de 2005. O *Eurostat* assinala, no entanto, que está em curso a análise da consistência entre a informação numa base de caixa e numa base de especialização do exercício disponibilizadas por Portugal, o que poderá conduzir a uma subsequente revisão dos dados.

(6) Em 2002 e 2003, as medidas extraordinárias tiveram um efeito no saldo orçamental de 1.4 e 2.5 por cento do PIB, respectivamente. Em 2004, as receitas extraordinárias totalizam €3051.5 milhões e correspondem especificamente a transferências da Caixa Geral de Depósitos (€2504.4 milhões), da Navegação Aérea de Portugal (€235.7 milhões), dos Aeroportos de Portugal (€173.6 milhões) e da Imprensa Nacional Casa da Moeda (€137.8 milhões). De notar que os montantes de medidas temporárias referidos têm apenas em conta os efeitos directos nas contas das administrações públicas das diversas operações realizadas. De facto, algumas das transacções em causa têm um carácter 'auto-reversivo', isto é, contribuem para a melhoria do défice no ano da sua realização, mas nos anos seguintes deterioram os resultados orçamentais.

soal, traduzida numa diminuição de 0.3 p.p. no rácio desta rubrica em percentagem do PIB. Estes dois efeitos foram contrariados pelo forte aumento das despesas em pensões no regime geral e do regime dos funcionários públicos (0.5 p.p. do PIB, no seu conjunto).

A receita fiscal em percentagem do PIB, excluindo os efeitos das medidas temporárias, registou um aumento de 1.1 p.p. em 2004, para o qual contribuíram o aumento da receita dos impostos sobre o rendimento e o património e das contribuições sociais efectivas (0.5 e 0.4 p.p. do PIB, respectivamente) e, em menor grau, o crescimento das receitas de impostos indirectos (0.2 p.p. do PIB). No que respeita aos impostos sobre o rendimento e o património, é de salientar a forte expansão da receita do IRC (16.6 por cento no subsector Estado, numa óptica de contabilidade pública e excluindo os efeitos de medidas temporárias). Esta expansão assentou fundamentalmente na reduzida expressão das suspensões no último pagamento por conta do ano, apesar da redução da taxa de IRC de 30 para 25 por cento incluída no Orçamento de Estado para 2004; no resultado favorável das autoliquidações relativas a 2003; no acentuado aumento da colecta nos pagamentos especiais por conta (devido a parte do último pagamento especial por conta de 2003 ter sido paga apenas em 2004); e, por fim, em algum efeito da emissão acima do normal de notas de cobrança na segunda metade do ano. Relativamente às contribuições sociais efectivas, a variação de 0.4 p.p. do PIB foi consequência, no essencial, do aumento do subsídio do Estado para a CGA, que cresceu 22.2 por cento, em 2004[7]. Finalmente, refira-se que o aumento na receita dos impostos sobre a produção e a importação foi determinado pelo bom comportamento das receitas do IVA e do Imposto Automóvel, em linha com crescimento significativo do consumo privado. De notar que o acentuado crescimento das receitas do Imposto Automóvel (14.0 por cento) é justificado pelo aumento do número dos automóveis vendidos, bem como da sua qualidade média.

No que respeita à despesa corrente primária, verificou-se, em 2004, um aumento de 0.7 p.p. do PIB, inferior ao registado em 2003 (1.4 p.p. do PIB). Tal como no ano anterior, a evolução dos pagamentos sociais em dinheiro (0.6 p.p. do PIB), resultante, no essencial, de um crescimento da despesa em pensões muito acima do PIB nominal, contribuiu largamente para este resultado. A despesa em pensões do regime geral aumentou 0.3 p.p. do PIB, continuando a reflectir o impacto dos factores estruturais relacionados com o envelhecimento da população, bem como a subida da pensão média, resultante da actualização das pensões e do facto dos novos pensionistas receberem, em média, pensões mais elevadas do que as auferidas pelos já existentes[8]. No regime dos funcionários públicos manteve-se também a tendência de forte crescimento das prestações com pensões, que, em 2004, tiveram um acréscimo de 0.2 p.p. em rácio do PIB. Adicionalmente, é de salientar que a estabilização rácio do PIB das despesas com pessoal representa efectivamente um efeito no sentido da consolidação orçamental de cerca de 0.3 p.p. do PIB, quando se exclui o subsídio do Estado para a , cuja evolução já foi mencionada anteriormente. Este resultado deriva, predominantemente, das medidas de contenção da despesa, que se traduziram num controlo apertado das admissões de novos funcionários e num quase congelamento dos vencimentos dos funcionários públicos em 2004 (aumento de 2.0 por cento para vencimentos mensais inferiores a €1021 e congelamento dos restantes).

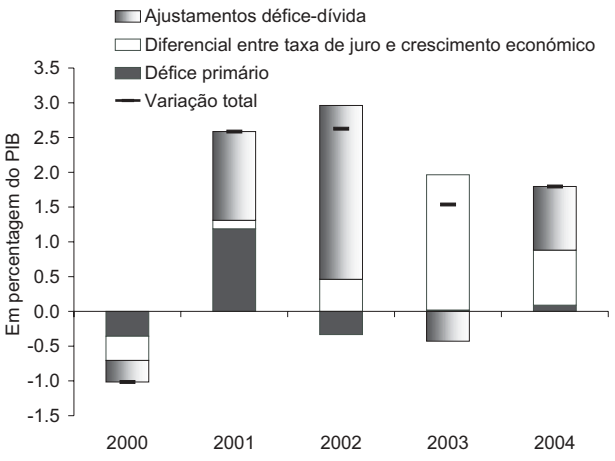
Relativamente ao saldo de capital, é de referir a diminuição acentuada das receitas de capital, excluindo os efeitos das medidas temporárias, relacionada, essencialmente, com a redução esperada

(7) O subsídio do Estado para a CGA destina-se a garantir o equilíbrio financeiro do sistema de segurança social dos funcionários públicos, sendo, em anos em que a CGA não aufere receitas de carácter extraordinário, aproximadamente igual à diferença entre as despesas com prestações (essencialmente pensões) e as quotizações (dos funcionários e outras). Nas contas das administrações públicas é registado simultaneamente como receita de contribuições sociais e como despesas com pessoal. A evolução de 2004 é explicada, em larga medida, pelo crescimento da despesa em pensões e pelo valor do subsídio de 2003 se encontrar abatido por um montante relativo a utilização de activos financeiros por parte da CGA.

(8) As pensões de velhice e invalidez do regime geral foram aumentadas, no mínimo, 2.5 por cento em Dezembro de 2003. Na mesma data, as pensões de outros regimes foram actualizadas entre 5 e 6 por cento, relativamente aos valores fixados em Dezembro de 2002. Posteriormente, em Junho de 2004, no âmbito da convergência das pensões mínimas de invalidez e de velhice do subsistema previdencial para valores indexados ao salário mínimo nacional, registaram-se aumentos adicionais na ordem dos 2 por cento nas pensões sociais e nas pensões dos regimes especial e não contributivo.

Gráfico 3.7

**DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO DO RÁCIO DA DÍVIDA DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS**




Fontes: INE, Ministério das Finanças e Banco de Portugal.

das transferências da União Europeia no âmbito do terceiro Quadro Comunitário de Apoio. Do lado da despesa de capital, verificou-se a manutenção do investimento em rácio do PIB. Adicionalmente, a reclassificação dos aumentos de capital realizados da RTP como transferências de capital, terá contribuído para a subida da despesa de capital em cerca de 0.15 p.p. do PIB.

O rácio da dívida pública manteve a trajectória crescente, situando-se em 61.8 por cento no final de 2004, 1.8 p.p. acima do valor observado um ano antes. Esta evolução decorreu do efeito do diferencial positivo entre a taxa de juro implícita da dívida pública e a taxa de crescimento do PIB nominal e dos ajustamentos défice-dívida, uma vez que o saldo primário, incluindo os efeitos das medidas temporárias, foi aproximadamente nulo (Gráfico 3.7). De destacar que parte dos ajustamentos défice-dívida verificados em 2004 estão relacionados com o Orçamento Rectificativo de 2004, na medida em que este incluiu predominantemente verbas destinadas ao pagamento de despesas de anos anteriores.

Em Outubro de 2004, a *Standard & Poors* passou a considerar sob observação a notação de risco soberano da República Portuguesa, sinalizando assim a possibilidade de uma eventual redução dessa notação. O crescimento significativo da despesa primária e o recurso abundante a medidas temporárias para conter o crescimento do défice público nos últimos anos estiveram na origem desta avaliação.

## 4. PRODUTO E DESPESA

As estimativas do Banco de Portugal apontam para um crescimento da economia portuguesa de 1.1 por cento em 2004, após a redução de idêntica magnitude verificada no ano anterior (Quadro 4.1). Apesar da recuperação da actividade económica, o PIB continuou, pelo terceiro ano consecutivo, a apresentar uma variação inferior à verificada no

Quadro 4.1

**PIB E PRINCIPAIS COMPONENTES DA DESPESA[a]**

Taxa de variação real, em percentagem

| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **PIB** | 3.8 | 3.4 | 1.7 | 0.4 | -1.1 | 1.1 |
| Consumo privado | 5.1 | 2.7 | 1.2 | 1.0 | -0.1 | 2.5 |
| Consumo público | 5.6 | 3.8 | 3.9 | 1.7 | 0.3 | 0.8 |
| Investimento | 5.9 | 2.4 | 1.0 | -5.3 | -10.6 | 2.2 |
| FBCF | 6.4 | 3.8 | 0.8 | -5.1 | -9.9 | 1.3 |
| Variação de existências[b] | -0.1 | -0.4 | 0.1 | -0.1 | -0.2 | 0.2 |
| Procura interna | 5.4 | 2.8 | 1.6 | -0.5 | -2.5 | 2.1 |
| Contributo procura interna para PIB[b] | 5.9 | 3.1 | 1.8 | -0.5 | -2.7 | 2.2 |
| Exportações | 5.4 | 8.4 | 0.6 | 2.4 | 4.5 | 5.2 |
| Mercadorias | 3.8 | 8.0 | 0.4 | 2.3 | 7.1 | 3.9 |
| Serviços | 9.8 | 9.7 | 1.3 | 2.7 | -1.7 | 8.3 |
| Importações | 9.3 | 5.6 | 0.7 | -0.5 | -0.4 | 7.4 |
| Contributo procura externa líquida para PIB[b] | -2.1 | 0.3 | -0.1 | 0.9 | 1.6 | -1.1 |

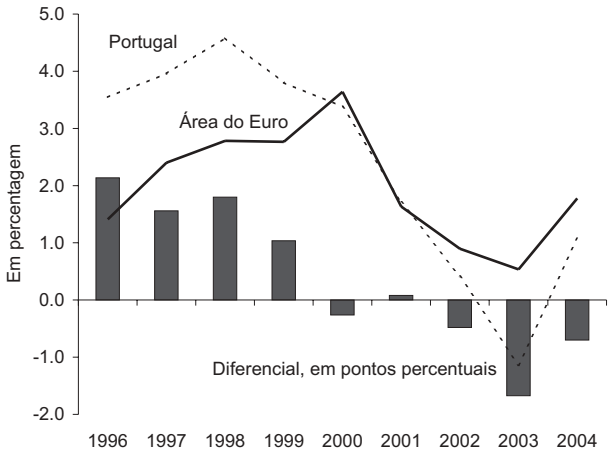
Fontes: INE e Banco de Portugal.
Nota:
(a) Estimativas do Banco de Portugal a partir das Contas Nacionais do INE para os anos de 1995 a 2003 (SEC95).
(b) Contribuição para a taxa de variação do PIB em pontos percentuais.

conjunto da área do euro (Gráfico 4.1). Com efeito, Portugal foi um dos países da União Europeia com evolução menos favorável da actividade económica nos últimos anos, continuando a apresentar, em 2004, uma das taxas de crescimento mais reduzidas.

Em 2004, e ao contrário do verificado nos dois anos anteriores, o crescimento económico português teve subjacente um comportamento dinâmico da procura interna, reflectindo em grande medida a evolução do consumo privado, e uma contribuição negativa da procura externa líquida, associada a um aumento muito elevado das importações (Gráfico 4.2). As exportações de bens e serviços apresentaram um crescimento ligeiramente superior ao de 2003, resultante da forte recuperação das exportações de serviços, uma vez que as exportações de mercadorias desaceleraram de forma acentuada, apresentando mesmo significativas perdas de quota de mercado. A forte expansão da procura interna privada teve como consequência uma redução da taxa de poupança dos particulares e das empresas e um aumento do défice externo, constituindo, assim, uma interrupção do processo de ajustamento dos desequilíbrios da economia portuguesa.

A recuperação da actividade económica em 2004 é visível na evolução do indicador coincidente mensal do Banco de Portugal (Gráfico 4.3). Em termos intra-anuais, este indicador sugere uma desaceleração da actividade no segundo semestre do ano, sendo que a informação disponível aponta para idêntica evolução nos primeiros meses de 2005. O abrandamento da actividade na segunda metade do ano reflectiu a desaceleração do investimento e, principalmente, das exportações, uma vez que o consumo privado manteve um crescimento similar ao do primeiro semestre. Adicionalmente, as importações apresentaram crescimentos bastante elevados ao longo de todo ano. O perfil intra-anual do PIB é semelhante ao verificado no conjunto da área do euro, devendo estar em parte relacionado com a evolução do preço do petróleo e da taxa de câmbio do euro. O perfil da actividade foi

Gráfico 4.1
**PRODUTO INTERNO BRUTO**
Taxa de variação real




Fontes: INE e Banco de Portugal.

contudo mais pronunciado no caso português, tendo sido influenciado por factores de natureza temporária no segundo trimestre de 2004[9].

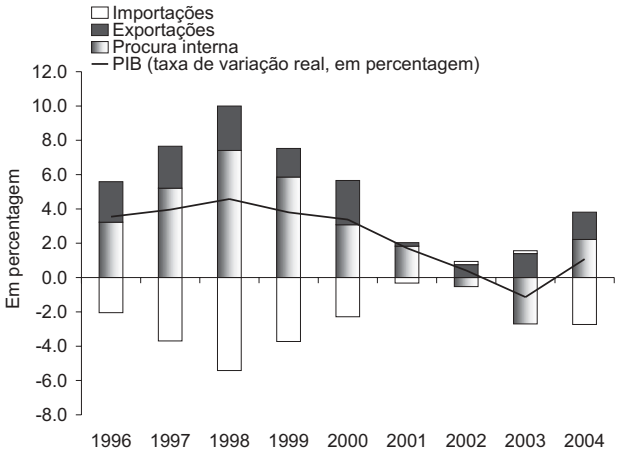
No que respeita ao comportamento sectorial, o sector dos serviços continuou, como em anos anteriores, a crescer a um ritmo superior ao do PIB. Em contraste, na indústria verificou-se uma estagnação da actividade no conjunto do ano, tendo a produção apresentado mesmo uma redução no segundo semestre. No sector da construção manteve-se uma queda da actividade, embora muito menos acentuada do que em 2003, e o sector da agricultura, silvicultura e pescas apresentou um crescimento, após a contracção verificada no ano anterior (Quadro 4.2).

O consumo privado cresceu 2.5 por cento em termos reais em 2004, recuperando face à ligeira queda registada em 2003. A recuperação do consumo privado foi transversal à generalidade das suas classes, mas mais intensa no que respeita aos bens duradouros, tradicionalmente mais sensíveis ao ciclo económico e às condições de financiamento. Em particular, a aquisição de automóveis apresentou

(9) De entre os factores de natureza temporária que favoreceram o crescimento da economia no segundo trimestre de 2004, salienta-se o efeito base provocado pela forte variação real negativa do PIB no trimestre homólogo, a realização em Portugal do Campeonato da Europa de Futebol, bem como o maior número de dias úteis deste trimestre.

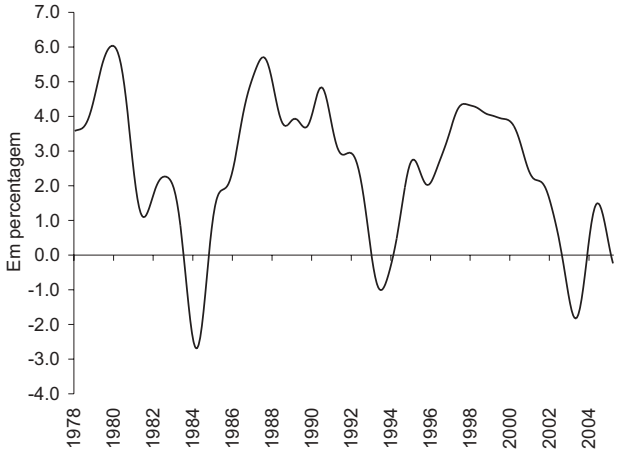
(10) Em 2004, existem alguns factores de incerteza estatística, associados à realização do Campeonato da Europa de Futebol, que poderão ter conduzido a alguma sobre-estimação, embora de reduzida magnitude, das despesas de consumo corrente. Para uma explicação detalhada deste facto, veja-se a secção 5. Despesa e Produto no *Boletim Económico* de Setembro de 2004 do Banco de Portugal.

Gráfico 4.2
**DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO REAL DO PIB**
Contributos, em pontos percentuais




Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 4.3
**INDICADOR COINCIDENTE DA ACTIVIDADE**
Taxa de variação homóloga




Fonte: Banco de Portugal.

um crescimento em volume muito elevado. O consumo corrente apresentou uma taxa de crescimento real de cerca de 2 por cento, inferior à do total do consumo privado dos residentes[10].

A recuperação do consumo privado foi consistente com a evolução no mesmo sentido do rendimento disponível dos particulares. Em 2004, o rendimento disponível dos particulares cresceu cerca de 1 por cento em termos reais, após a ligeira redução observada em 2003. A recuperação do rendimento disponível assentou em particular no crescimento elevado das remunerações do trabalho, que reflectiu uma variação positiva dos salários reais por trabalhador, em contraste com a redução observada em 2003, bem como uma evolução mais favorável do emprego por conta de outrem. As transferências para as famílias mantiveram um elevado crescimento em 2004, reflectindo o aumento significativo das prestações sociais pagas pelas administrações públicas, em particular referentes a pensões, à semelhança do ocorrido em anos anteriores (Quadro 4.3).

O crescimento do consumo privado ultrapassou, no entanto, o do rendimento disponível, con-

Quadro 4.2
**VALOR ACRESCENTADO BRUTO POR RAMO DE ACTIVIDADE[a]**
Taxa de variação real, em percentagem

| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| PIB[b] | 3.8 | 3.4 | 1.7 | 0.4 | -1.1 | 1.1 |
| Agricultura, silvicultura e pescas | 7.0 | -3.9 | -0.5 | 5.7 | -3.0 | 2.0 |
| Indústria | 0.6 | 2.2 | 1.2 | -0.6 | -1.0 | 0.0 |
| Electricidade, gás e água | 4.5 | 5.9 | 3.8 | -2.9 | 10.7 | 5.2 |
| Construção | 2.9 | 4.9 | 2.6 | -3.7 | -13.2 | -1.2 |
| Serviços[c] | 3.6 | 3.7 | 2.3 | 1.3 | 0.5 | 1.6 |

Fontes: INE e Banco de Portugal.
Notas:
(a) Estimativas do Banco de Portugal a partir das Contas Nacionais do INE para os anos de 1995 a 2003 (SEC95).
(b) PIB a preços de mercado. O valor nominal do PIB inclui, para além dos VAB sectoriais, os impostos e subsídios sobre produtos e os impostos sobre as importações.
(c) Líquido dos serviços de intermediação financeira indirectamente medidos que estão considerados como consumo intermédio.

Quadro 4.3

**RENDIMENTO DISPONÍVEL DOS PARTICULARES[a]**

Taxas de variação nominal, em percentagem

| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003[b] | 2004 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Rendimento disponível dos particulares** | 6.1 | 9.0 | 6.1 | 4.0 | 3.0 | 3.4 |
| Remunerações do trabalho[c] | 7.8 | 9.5 | 7.1 | 5.0 | 2.1 | 4.6 |
| Rendimentos de empresas e propriedade | 2.5 | 7.6 | 3.5 | 4.1 | 0.0 | 0.2 |
| Transferências correntes | 7.4 | 11.4 | 8.2 | 3.3 | 8.1 | 7.0 |
| Transferências internas | 8.2 | 11.5 | 9.0 | 8.1 | 10.7 | 7.6 |
| Transferências externas | 3.4 | 11.2 | 3.9 | -23.5 | -12.6 | 0.5 |
| Impostos directos (-) | 7.1 | 12.1 | 6.2 | 1.6 | -0.5 | 4.6 |
| Contribuições sociais (-) | 5.6 | 11.8 | 7.2 | 7.2 | 2.2 | 7.2 |
| Ajustamento pela variação da participação líquida das famílias nos fundos de pensões | -37.0 | 61.0 | -24.8 | -2.9 | -63.1 | 2.3 |
| *Por memória*:: | | | | | | |
| Consumo privado | 7.3 | 6.2 | 5.1 | 4.4 | 3.1 | 5.0 |
| Poupança | -4.7 | 37.8 | 13.4 | 1.3 | 2.5 | -8.4 |
| Taxa de poupança (em % do rendimento disponível) | 9.0 | 11.4 | 12.2 | 11.8 | 11.8 | 10.4 |
| Índice de preços no consumidor | 2.3 | 2.9 | 4.4 | 3.6 | 3.3 | 2.4 |

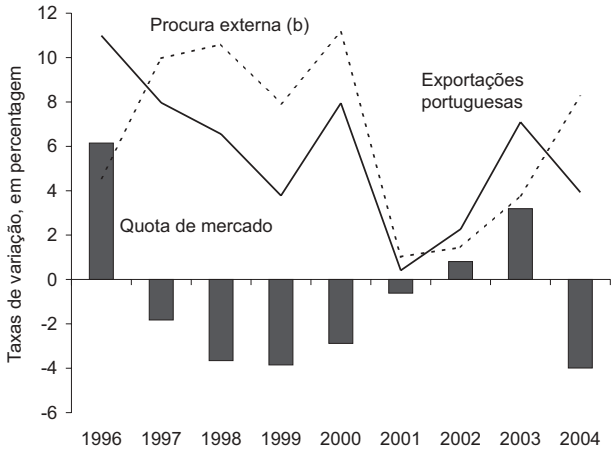
Fontes: INE e Banco de Portugal.
Notas:
(a) Estimativas do Banco de Portugal a partir das Contas Nacionais do INE para os anos de 1995 a 2003 (SEC95).
(b) Em 2003, valores ajustados dos efeitos directos da cedência de créditos tributários por parte das Administrações Públicas. Para mais detalhes, veja-se a secção II.2. Política Orçamental do *Relatório Anual 2003* do Banco de Portugal.
(c) Remunerações recebidas pelas famílias residentes. Inclui contribuições patronais para a Segurança Social e subsídio do Estado para a Caixa Geral de Aposentações.

duzindo a uma redução da taxa de poupança de cerca de 1.5 p.p. Por um lado, a percepção de que a deterioração da situação no mercado de trabalho seria menos acentuada do que o esperado e de que o esforço de consolidação orçamental seria menos intenso do que o inicialmente admitido, contribuíram provavelmente para sustentar a recuperação do consumo privado. Esta hipótese parece consistente com a recuperação do indicador de confiança dos consumidores, após o mínimo histórico atingido no primeiro trimestre de 2003. Por outro lado, a manutenção das taxas de juro em níveis muito baixos e a diversificação das formas contratuais de crédito bancário, no sentido do diferimento no tempo das amortizações do crédito hipotecário, facilitaram a expansão da despesa dos consumidores. Com efeito, a possibilidade de alargamento do prazo residual dos empréstimos poderá ter contribuído para uma redução da componente "forçada" da poupança afecta anualmente à amortização de dívidas contraídas previamente, libertando assim recursos que podem ser afectos a consumo.

O consumo público terá, de acordo com as estimativas do Banco de Portugal, continuado a apresentar uma variação positiva em volume em 2004 (0.8 por cento), acelerando ligeiramente face ao verificado em 2003. No que respeita às despesas com pessoal em termos reais, à semelhança do observado em 2003, considerou-se a quase estabilização do número de funcionários públicos, em linha com a informação disponível para a evolução do número de subscritores da CGA. Assim, a aceleração do consumo público real decorreu predominantemente do comportamento das despesas em bens e serviços, que terá resultado, no essencial, do forte crescimento das transferências em espécie para as famílias.

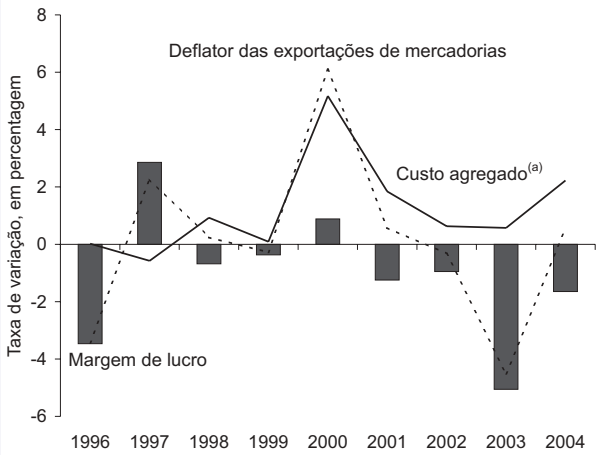
A formação bruta de capital fixo (FBCF) apresentou um crescimento real de 1.3 por cento em 2004, depois de ter apresentado reduções na ordem de, respectivamente, 5 e 10 por cento em 2002 e 2003. A melhoria das perspectivas de evolução da procura, em particular no primeiro semestre, bem como as condições de financiamento muito favoráveis, influenciaram positivamente o investimento empresarial. Por sua vez, a necessidade de correcção dos desequilíbrios das contas das administrações públicas continuou a condicionar o investimento deste sector. Neste contexto, a FBCF em máquinas e produtos metálicos apresentou um crescimento expressivo, enquanto a FBCF em construção registou uma variação praticamente nula. Apesar

Gráfico 4.4
**QUOTA DE MERCADO DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE MERCADORIAS[a]**




Notas:
(a) Crescimento real das exportações de mercadorias das estatísticas de comércio internacional do INE (excluindo reparações) *versus* crescimento real da procura externa. Um aumento significa um ganho de quota de mercado dos exportadores portugueses.
(b) Crescimento real das importações de mercadorias dos principais parceiros comerciais. Os 17 países seleccionados são responsáveis por cerca de 90 por cento do total exportado. Cada país foi ponderado de acordo com o seu peso como mercado de exportação no ano anterior.

Gráfico 4.5
**MARGEM DE LUCRO UNITÁRIA NO SECTOR EXPORTADOR**




Fontes: INE e Banco de Portugal.
Nota:
(a) Custo de trabalho por unidade produzida na indústria transformadora e deflator das importações de bens intermédios, agregados de acordo com o conteúdo em remunerações e em importações das exportações de bens e serviços obtido do quadro de recursos e empregos das contas nacionais do INE de 1999.

do crescimento significativo do investimento em veículos comerciais, a FBCF em material de transporte continuou a apresentar uma queda, reflectindo uma redução importante do investimento em outro material de transporte.

O crescimento das exportações de bens e serviços foi, em termos reais, 0.7 p.p. superior ao registado no ano anterior. Esta evolução resultou de comportamentos distintos das exportações de mercadorias e de serviços. As exportações de mercadorias registaram um abrandamento significativo, em particular no segundo semestre do ano, enquanto as exportações de serviços cresceram mais de 8 por cento, em termos reais. As exportações de serviços de turismo, muito sensíveis à evolução da conjuntura económica internacional, apresentaram uma recuperação acentuada, reforçada pelo impacto da realização do Campeonato da Europa de Futebol.

O abrandamento das exportações de mercadorias em 2004 contrasta com a evolução favorável da procura externa dirigida à economia portuguesa e traduziu-se numa significativa perda de quota de mercado, por oposição ao ocorrido no ano anterior (Gráfico 4.4). No entanto, os acentuados ganhos de quota observados em 2003 poderão ter estado associados à contracção da procura interna, que terá criado fortes incentivos para as empresas reorientarem as suas vendas para os mercados externos, mas à custa de uma diminuição assinalável de margens de lucro (Gráfico 4.5). Em 2004, a posição competitiva das exportações portuguesas não permitiu a manutenção das suas quotas de mercado, apesar de uma nova contracção das margens de lucro. Os indicadores de custos relativos habitualmente calculados pelo Banco de Portugal apontam para uma deterioração acentuada da competitividade das exportações portuguesas nos últimos anos, resultante, em larga medida, do maior crescimento dos custos unitários de trabalho em Portugal. Este resultado é especialmente adverso dada a progressiva liberalização dos mercados internacionais e consequente acréscimo da concorrência de países terceiros nos mercados de exportação, em particular num contexto de apreciação do euro.

As perdas de quota das exportações portuguesas de mercadorias verificaram-se quer no comércio intra, quer no comércio extra-área do euro, e

Quadro 4.4

## EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS, PROCURA EXTERNA E QUOTA DE MERCADO

Taxa de variação nominal em euros, em percentagem

| | Exportações de Portugal[a] | | | | | Procura Externa[b] | | | | Quota de Mercado | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Pesos 2003 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
| Total | 100.0 | 1.0 | 1.9 | 2.3 | 4.5 | 0.7 | -1.5 | 0.3 | 9.2 | 0.3 | 3.5 | 1.9 | -4.3 |
| Intra-área do euro | 66.9 | 2.8 | 1.8 | 2.3 | 6.2 | 1.3 | -1.3 | 2.1 | 9.7 | 1.5 | 3.1 | 0.2 | -3.3 |
| do qual: | | | | | | | | | | | | | |
| Espanha | 23.8 | 2.2 | 10.6 | 16.2 | 13.8 | 3.0 | 1.4 | 4.8 | 13.0 | -0.8 | 9.1 | 10.8 | 0.7 |
| Alemanha | 14.8 | 7.4 | -5.3 | -14.3 | -6.1 | 0.5 | -3.7 | 2.6 | 7.8 | 6.8 | -1.6 | -16.4 | -13.0 |
| França | 13.2 | 2.4 | 8.3 | -0.1 | 12.8 | -0.5 | -1.8 | -0.7 | 7.6 | 2.9 | 10.3 | 0.6 | 4.8 |
| Extra-área do euro | 33.1 | 0.5 | 2.0 | 2.8 | 2.4 | -1.1 | -1.8 | -5.4 | 7.5 | 1.6 | 3.9 | 8.7 | -4.7 |
| do qual: | | | | | | | | | | | | | |
| Reino Unido | 10.3 | -4.2 | 3.5 | 1.5 | -3.9 | 0.5 | -1.9 | -4.3 | 7.9 | -4.6 | 5.5 | 6.1 | -11.0 |
| EUA | 5.7 | 0.9 | 2.1 | 1.9 | 9.0 | -3.1 | -3.5 | -9.9 | 5.8 | 4.2 | 5.8 | 13.1 | 3.1 |
| *Por memória*: | | | | | | | | | | | | | |
| Total (taxa de variação real) | | 0.4 | 2.3 | 7.1 | 3.9 | 1.0 | 1.5 | 3.8 | 8.2 | -0.6 | 0.8 | 3.2 | -4.0 |

Fontes: INE, Comissão Europeia, Instituto de Estatística do Reino Unido e Banco de Portugal.

Notas:

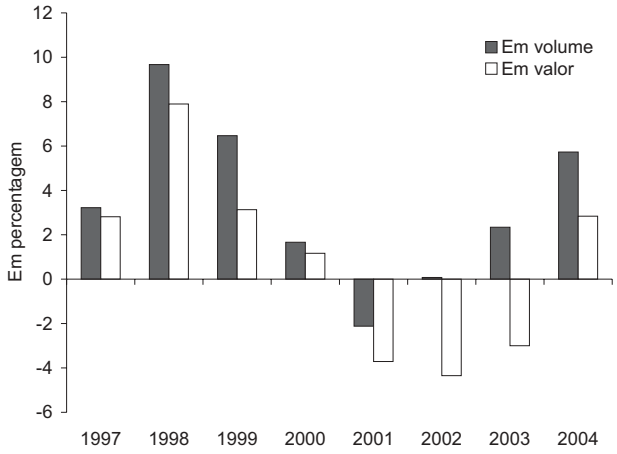
(a) Exportações portuguesas de mercadorias por países das estatísticas de comércio internacional do INE. As taxas de variação apresentadas para os totais gerais de bens excluem as saídas do território de material aeronáutico após reparação.

(b) Calculada como uma média ponderada do crescimento nominal das importações de bens, avaliadas em euros, dos 17 principais parceiros comerciais. Cada país foi ponderado de acordo com o seu peso como mercado de exportação de Portugal no ano anterior. Os 17 países seleccionados constituem o destino de cerca de 90 por cento do total exportado.

parecem ter sido particularmente expressivas nos mercados alemão e do Reino Unido, onde a concorrência com, respectivamente, as economias da Europa Central e Oriental e asiáticas deverá ser mais intensa (Quadro 4.4). As perdas de quota foram transversais aos diversos tipos de produtos. Neste contexto, refira-se que a especialização produtiva das exportações portuguesas, com um peso muito significativo de produtos ditos tradicionais, e por isso sujeitos a uma concorrência acrescida por parte dos novos intervenientes nos mercados internacionais e beneficiando geralmente de um menor crescimento tendencial da procura, influencia negativamente o comportamento das quotas de mercado. Com efeito, as exportações portuguesas deste tipo de produtos, onde se incluem os têxteis, vestuário e calçado, continuaram a evidenciar um comportamento desfavorável em 2004, em alguns casos registando reduções significativas. No entanto, também as exportações de bens de equipamento apresentaram uma desaceleração importante em 2004, apesar da recuperação da procura deste tipo de bens a nível internacional.

As importações de bens e serviços registaram uma recuperação muito acentuada em 2004, reflectindo o forte crescimento de componentes da despesa com elevado conteúdo importado. A significativa apreciação acumulada do euro no período mais recente favoreceu a compra de bens e serviços ao exterior, em particular de origem extra-comunitária. A tendência de redução do preço relativo das importações de bens de consumo e de bens de equipamento conduziu a um aumento substancial da taxa de penetração real das importações, o que indicia que se estará a efectuar alguma substituição da produção interna por bens importados a preços inferiores, reflectindo a apreciação do euro e o progressivo aumento da concorrência internacional (Gráfico 4.6). O forte crescimento das importações portuguesas de mercadorias em 2004 foi comum à generalidade dos produtos, mas particularmente acentuado no que se refere a bens cuja procura apresenta tradicionalmente uma elevada elasticidade em relação ao rendimento, como sejam os veículos automóveis, máquinas diversas, computadores e equipamentos informáticos, aparelhos de rádio e televisão e equipamentos de telecomunicações.

Gráfico 4.6
**PENETRAÇÃO DAS IMPORTAÇÕES DE BENS E SERVIÇOS PARA UTILIZAÇÃO FINAL [a]**
Taxa de variação




Fontes: INE e Banco de Portugal.
Nota:
(a) Crescimento nominal (real) das importações de bens e serviços para utilização final (excluindo bens intermédios, combustíveis e outros serviços fornecidos às empresas) *versus* crescimento nominal (real) da procura interna. Um aumento significa uma maior penetração dos produtores estrangeiros no mercado nacional.

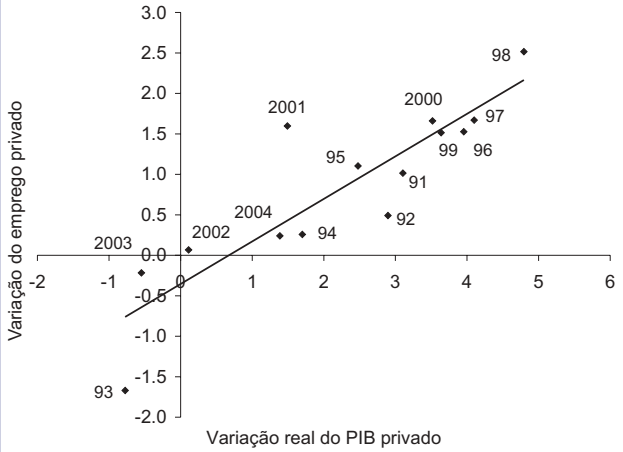
## 5. EMPREGO E SALÁRIOS

O emprego na economia portuguesa apresentou uma estabilização em 2004, enquanto que a taxa média de desemprego aumentou para 6.7 por cento, permanecendo assim acima das estimativas disponíveis para a taxa natural de desemprego[11]. O comportamento do emprego continuou a ser globalmente consistente com a evolução da posição cíclica da economia portuguesa (Gráfico 5.1) e a sua estabilização num quadro de recuperação da actividade económica traduziu-se num aumento da produtividade por trabalhador de 1.0 por cento. Os custos unitários do trabalho (CTUP) registaram uma desaceleração, mas mantiveram um diferencial de cerca de 1 p.p. face ao crescimento registado na área do euro.

(11) A taxa natural de desemprego é uma taxa compatível com a não aceleração dos preços (NAIRU). De acordo com Dias, F., Esteves, P. e Félix, R. (2004), "Uma Nova Avaliação das Estimativas da NAIRU para a Economia Portuguesa", Boletim Económico do Banco de Portugal de Junho de 2004, o valor da NAIRU para Portugal fixa-se em torno de 5.5 por cento.

Gráfico 5.1

**CRESCIMENTO DO PIB PRIVADO E DO EMPREGO PRIVADO**




Fontes: INE e Banco de Portugal

O emprego total registou, de acordo com os dados do Inquérito ao Emprego do INE, um aumento de 0.1 por cento em 2004, que compara com a diminuição de 0.4 por cento verificada no ano anterior (Quadro 5.1). Este ligeiro aumento do emprego foi semelhante nos dois semestres de 2004, e surge após uma evolução intra-anual em 2003 que se caracterizou por uma redução do emprego mais pronunciada na primeira metade do ano. A variação do emprego total resultou de um aumento do emprego por conta de outrem (1.2 por cento) que compensou a queda observada nas outras formas de emprego (-3.0 por cento). Este comportamento é muito diferente do observado em 2003, onde os contributos do emprego por conta de outrem e das outras formas de emprego para o crescimento do emprego total foram ambos ligeiramente negativos. Em linha com a evolução por sectores de actividade económica, o comportamento do emprego continuou a beneficiar do contributo positivo do sector dos serviços que compensou os contributos negativos dos restantes sectores. O emprego na indústria transformadora manteve a evolução negativa observada nos últimos anos que equivale a uma redução acumulada de 8.6 por cento desde 2002.

A taxa de desemprego fixou-se, como referido, em 6.7 por cento, traduzindo um aumento de 0.4 p.p. face ao valor médio observado em 2003, concentrado no segundo semestre do ano. O número total de desempregados apurado pelo Inquérito ao Emprego do INE aumentou 6.6 por cento em 2004, enquanto que o número de desempregados registados nos centros de emprego do Instituto do Emprego e Formação Profissional cresceu 7.9 por cento. Relativamente à despesa com subsídios de desemprego registou-se um crescimento de 11.8 por cento em 2004. Adicionalmente observou-se um aumento sensível da duração média do desemprego, traduzido num aumento da incidência de desemprego de longa duração[12].

A produtividade por trabalhador registou em 2004 um crescimento de 1.0 por cento, revertendo a quebra observada em 2003 (Gráfico 5.2). A evolução da produtividade por hora trabalhada foi semelhante à da produtividade por trabalhador. Esta evolução contrasta com a observada em 2003, em que ocorreu uma redução do número de horas tra-

(12) Considera-se desempregado de longa duração o indivíduo que procura emprego há 12 ou mais meses.

Quadro 5.1

**EMPREGO, DESEMPREGO E SALÁRIOS**

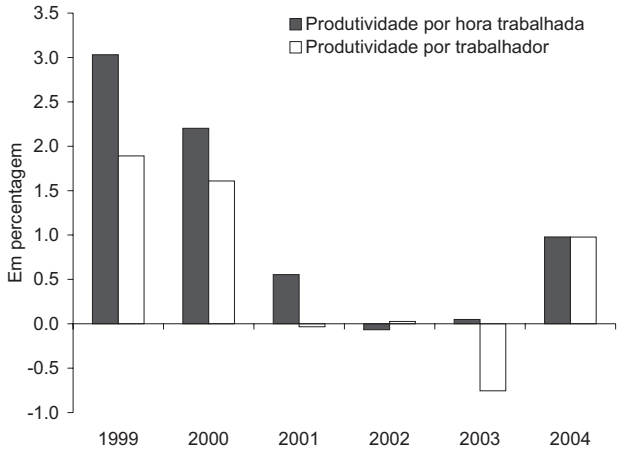
| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Emprego total (t.v.h.) | 1.9 | 1.7 | 1.7 | 0.4 | -0.4 | 0.1 |
| Taxa de desemprego (percentagem) | 4.4 | 3.9 | 4.0 | 5.0 | 6.3 | 6.7 |
| Desemprego de longa duração (percent. do emprego total) | 41.2 | 43.8 | 40.0 | 37.3 | 37.7 | 46.2 |
| Remunerações por trabalhador - total da economia[a] (t.v.h.) | 5.3 | 6.6 | 5.6 | 3.9 | 2.6 | 2.6 |
| Remunerações por trabalhador - sector privado (t.v.h.) | 4.5 | 5.9 | 5.6 | 3.9 | 1.7 | 3.2 |
| Custos unitários do trabalho em Portugal - total da economia[a] (t.v.h.) | 3.4 | 4.9 | 5.6 | 3.9 | 3.3 | 1.6 |
| Custos unitários do trabalho na área do euro - total da economia[b] (t.v.h.) | 1.0 | 1.2 | 2.5 | 2.2 | 2.0 | 0.5 |

Fonte: INE, Banco Central Europeu e Banco de Portugal.
Notas:
(a) Remunerações brutas de contribuições e de impostos sobre o rendimento, ajustadas dos efeitos de medidas temporárias e excluindo o subsídio do Estado para a Caixa Geral de Aposentações. Veja-se a secção 3.2 Política Orçamental neste boletim.
(b) O valor para 2004 é uma estimativa até ao 3º trimestre.

Gráfico 5.2

**TAXAS DE VARIAÇÃO DA PRODUTIVIDADE HORÁRIA E POR TRABALHADOR**

(Horas efectivas e emprego total)




Fontes: INE e Banco de Portugal

balhadas, ligada à queda na actividade económica, e que terá contribuído para limitar a redução no emprego. O crescimento da produtividade por trabalhador e a evolução das remunerações do trabalho tiveram um impacto significativo nos CTUP para o total da economia, que cresceram 1.6 por cento em 2004, ou seja menos 1.7 p.p. do que em 2003. A desaceleração dos CTUP foi, contudo, muito mais moderada ao nível do sector privado da economia, reflectindo o maior crescimento das remunerações neste sector. Com efeito, de acordo com as estimativas do Banco de Portugal, as remunerações por trabalhador do sector privado terão aumentado cerca de 3.2 por cento, enquanto que no conjunto da economia, excluindo o subsídio do estado para a Caixa Geral de Aposentações, aumentaram 2.6 por cento.

## 6. PREÇOS

A inflação voltou a reduzir-se em 2004, pelo terceiro ano consecutivo. Medida pela taxa de variação média anual do IPC, a inflação situou-se em 2.4 por cento, o que compara com 3.3 por cento no ano anterior (Quadro 6.1). A redução da inflação média reflectiu, no entanto, a forte desaceleração dos preços observada em 2003, num contexto de contracção da procura interna, forte abrandamento dos salários e acentuada apreciação do euro. Com efeito, ao longo de 2004 a taxa de inflação manteve-se relativamente estável em torno dos níveis registados no final do ano anterior (Gráfico 6.1). A interrupção do perfil descendente da taxa de inflação esteve associada à aceleração da procura interna e dos salários, que contribuíram para a manutenção de elevados crescimentos dos preços no sector dos servi-

Quadro 6.1

**IPC - PRINCIPAIS CLASSES E AGREGADOS[(a)]**

Taxas de variação média anual, em percentagem

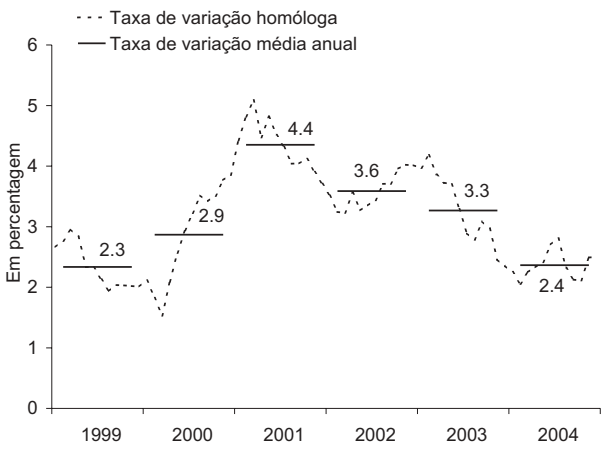
| | Pesos | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Total | 100 | 2.3 | 2.9 | 4.4 | 3.6 | 3.3 | 2.4 |
| Total excluindo alimentares não transformados e energéticos | 79.8 | 2.7 | 2.5 | 3.6 | 4.4 | 3.2 | 2.4 |
| **AGREGADOS** | | | | | | | |
| Bens | 65.3 | 1.7 | 2.2 | 4.2 | 2.4 | 2.7 | 1.6 |
| Alimentares | 22.8 | 2.7 | 1.9 | 6.1 | 1.9 | 2.9 | 1.4 |
| Não Transformados | 11.8 | 2.7 | 2.5 | 8.8 | 0.3 | 2.6 | 0.0 |
| Transformados | 11.0 | 2.8 | 1.4 | 3.1 | 3.8 | 3.1 | 2.9 |
| Industriais | 42.5 | 1.1 | 2.4 | 3.1 | 2.7 | 2.6 | 1.7 |
| Não Energéticos | 34.1 | 1.8 | 1.4 | 2.5 | 3.1 | 2.0 | 0.8 |
| Energéticos | 8.4 | -1.9 | 6.1 | 5.2 | 1.2 | 4.9 | 5.4 |
| Serviços | 34.7 | 3.7 | 4.2 | 4.8 | 6.0 | 4.5 | 3.8 |

Fontes: INE e Banco de Portugal

Nota:

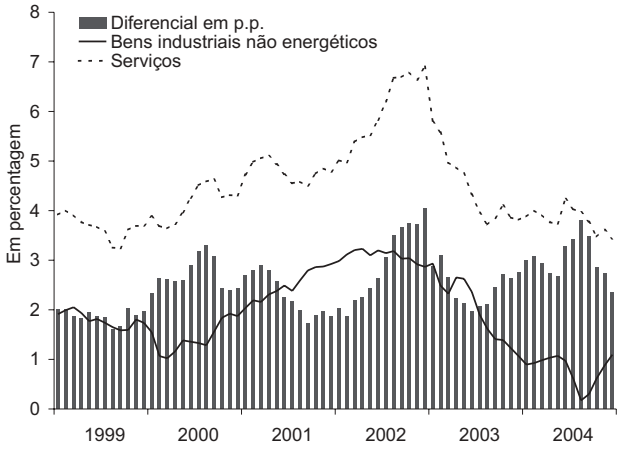
(a) Até Dezembro de 2002, as taxas de variação foram calculadas utilizando o IPC de base 1997. A partir de Janeiro de 2003, as taxas de variação são calculadas utilizando o novo IPC de base 2002.

Gráfico 6.1
**ÍNDICE DE PREÇOS NO CONSUMIDOR**
Taxas de variação homóloga e média




Fonte: INE.
Nota: Até Dezembro de 2002, as taxas de variação foram calculadas utilizando o IPC de base 1997. A partir de Janeiro de 2003, as taxas de variação são calculadas utilizando o novo IPC de base 2002.

Gráfico 6.2
**IPC — BENS INDUSTRIAIS NÃO ENERGÉTICOS E SERVIÇOS**
Taxas de variação homóloga




Fonte: INE.
Nota: Até Dezembro de 2002, as taxas de variação foram calculadas utilizando o IPC de base 1997. A partir de Janeiro de 2003, as taxas de variação são calculadas utilizando o novo IPC de base 2002.

ços. Apesar do forte aumento do preço internacional do petróleo, as pressões sobre os preços dos bens mantiveram-se contidas num contexto em que os preços de importação de bens de consumo continuaram a apresentar uma variação negativa e em que se verificou um aumento da taxa de penetração real das importações.

A taxa de variação homóloga do IPC apresentou geralmente valores iguais ou inferiores a 2.5 por cento ao longo de 2004, com excepção dos meses de Junho e Julho em que se atingiram valores mais elevados (2.7 e 2.8 por cento respectivamente). As componentes mais voláteis do IPC, bens alimentares não transformados e produtos energéticos, apresentaram evoluções de preços contrárias, mas que acabaram por se compensar no conjunto do ano. Desta forma, o IPC excluindo estas componentes apresentou um crescimento médio idêntico ao do índice total. Os preços dos bens energéticos apresentaram uma aceleração quase contínua a partir de Abril, em linha com a subida dos preços internacionais do petróleo, o que conduziu a um aumento médio anual de 5.4 por cento. Em contraste, os preços dos bens alimentares não transformados, tal como observado no conjunto da área do euro, registaram variações muito baixas ao longo de todo o ano, com taxas de variação homóloga negativas a partir de Agosto, o que se traduziu numa variação média anual nula em 2004.

Os preços dos bens industriais não energéticos registaram ao longo do ano crescimentos muito reduzidos, aumentando em média 0.8 por cento. Em contraste, os preços dos serviços continuaram a apresentar taxas de crescimento elevadas, que resultaram num aumento médio de 3.8 por cento em 2004. O diferencial médio entre o crescimento dos preços dos dois agregados situou-se assim em 3.0 p.p., registando um acréscimo de 0.5 p.p. face ao valor observado em 2003. O diferencial entre os dois agregados foi particularmente acentuado nos meses de Verão. A realização do Campeonato Europeu de Futebol em Junho e início de Julho traduziu-se num aumento muito significativo, mas pontual, dos preços de alguns serviços mais sensíveis à procura por parte de não residentes, especialmente serviços de alojamento. Adicionalmente, os preços bens industriais não energéticos apresentaram uma forte desaceleração em Julho e Agosto associada a um efeito de saldos e promoções mais acentuado do que no ano anterior (Gráfico 6.2).

As condições internas da economia portuguesa contribuíram para a estabilização da taxa de inflação, bem como para o alargamento do diferencial entre o crescimento dos preços dos bens e dos ser-

Quadro 6.2

**PORTUGAL – PRINCIPAIS INDICADORES DE PREÇOS E CUSTOS**

Taxas de variação, em percentagem

| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Índice de preços no consumidor** | | | | | | |
| IPC - Total | 2.3 | 2.9 | 4.4 | 3.6 | 3.3 | 2.4 |
| IHPC - Total | 2.2 | 2.8 | 4.4 | 3.7 | 3.3 | 2.5 |
| **Custos unitários de trabalho**[(a)] | | | | | | |
| Total da economia | 3.4 | 4.9 | 5.6 | 3.9 | 3.3 | 1.6 |
| Sector privado | 2.6 | 4.3 | 5.6 | 3.9 | 2.5 | 2.2 |
| **Preços de importação de mercadorias**[(b)] | | | | | | |
| Total | -0.6 | 9.4 | -0.3 | -2.5 | -2.2 | 2.1 |
| Total excluindo combustíveis | -2.0 | 5.0 | 0.5 | -2.0 | -2.9 | 0.7 |
| Bens de consumo | 0.5 | 4.0 | 3.4 | -1.9 | -2.9 | -1.7 |
| **Preço internacional de matérias-primas** | | | | | | |
| Preço do petróleo (*Brent Blend*), EUR | 41.0 | 83.0 | -9.8 | -4.9 | -5.0 | 21.4 |
| Preço de matérias-primas não energéticas, EUR | -6.4 | 20.4 | -8.0 | -0.9 | -4.6 | 10.8 |
| **Taxas de câmbio** | | | | | | |
| Índice cambial efectivo nominal para Portugal[(c)] | -1.2 | -2.3 | 0.3 | 0.6 | 2.6 | 0.6 |

Fontes: Eurostat, *Thomson Financial Datastream*, HWWA, INE e Banco de Portugal.

Notas:

(a) Remunerações excluindo o subsídio do Estado para a Caixa Geral de Aposentações. Em 2003, valores ajustados dos efeitos directos da cedência de créditos tributários por parte das Administrações Públicas. Para mais detalhes, veja-se a secção II.2. Política Orçamental do *Relatório Anual 2003* do Banco de Portugal.

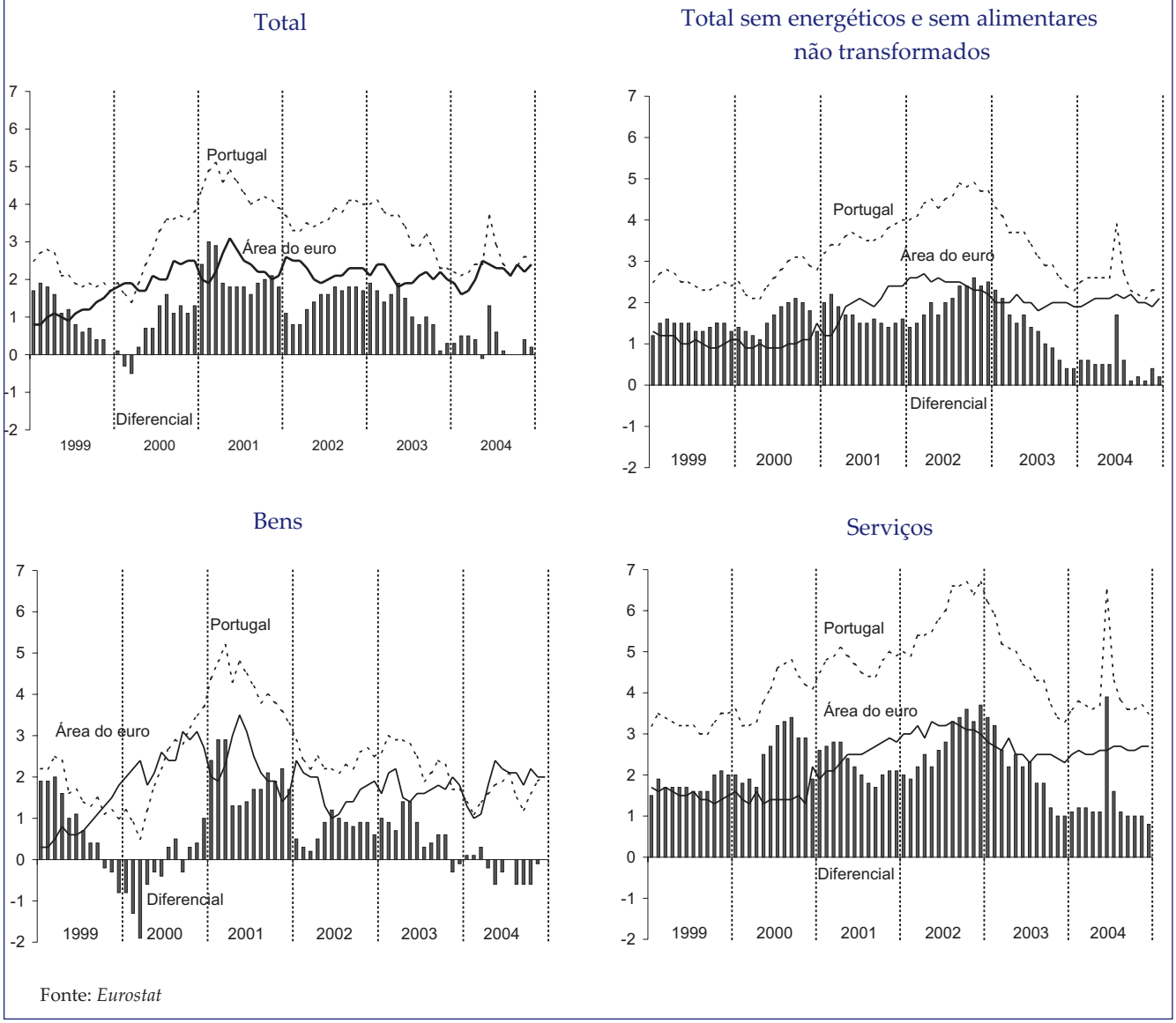
(b) Cálculos do Banco de Portugal a partir de informação disponibilizada pelo INE. A classificação por grandes categorias económicas apresentada neste quadro difere da utilizada pelo INE na medida em que os automóveis ligeiros de passageiros estão incluídos nos bens de consumo e não nos bens de equipamento.

(c) Uma variação positiva corresponde a uma apreciação do índice. Cálculos efectuados face a um grupo de 13 parceiros comerciais até 1999; a partir de 1999, cálculos efectuados face a um grupo de 22 parceiros comerciais. Para uma descrição detalhada da metodologia, veja-se Gouveia, A. C. e C. Coimbra (2004), "Novo índice cambial efectivo para a economia portuguesa", Banco de Portugal, Boletim Económico, Dezembro 2004.

viços. No mercado de trabalho, as remunerações nominais por trabalhador no sector privado aumentaram, de acordo com estimativas do Banco de Portugal, 3.2 por cento em 2004, após um crescimento de 1.7 por cento no ano anterior. A recuperação cíclica da produtividade impediu, no entanto, que a aceleração dos salários se traduzisse num maior crescimento dos custos unitários de trabalho (Quadro 6.2). Paralelamente, apesar do reduzido crescimento da actividade económica, verificou-se uma aceleração da procura interna, em especial do consumo privado que apresentou um aumento claramente acima do registado pelo PIB. Tal como tinha acontecido na segunda metade da década de 90, esta aceleração do consumo privado conduziu a um aumento significativo da taxa de penetração real das importações, pelo que não se registaram pressões significativas sobre os preços dos bens. Nos serviços, menos susceptíveis de serem substituídos por importações e onde os custos salariais assumem um maior peso, o crescimento dos preços manteve-se elevado.

Numa pequena economia aberta, a taxa de câmbio e os preços internacionais são, a par das condições internas, variáveis importantes para o comportamento da inflação. No caso específico da economia portuguesa, a participação na área do euro e a importância das trocas comerciais com as restantes economias da área implicam que a inflação importada seja, no essencial, determinada pelo comportamento dos preços no conjunto da área, bem como pela evolução cambial do euro. Em 2004, a inflação média na área do euro manteve-se próxima dos 2 por cento, reflectindo a política de manutenção de estabilidade de preços prosseguida pelo Banco Central Europeu. A evolução do euro, com uma apreciação acumulada significativa nos últimos três anos, continuou também a ter um efeito favorável sobre o comportamento da inflação em Portugal. O efeito moderador dos preços de importação foi, no entanto, menor do que em 2003, devido ao forte crescimento dos preços internacionais do petróleo e das matérias primas não energéticas. Estimativas do Banco de Portugal com base em in-

Gráfico 6.3
**ÍNDICE HARMONIZADO DE PREÇOS NO CONSUMIDOR**
Taxas de variação homóloga em percentagem e diferenciais em p.p.




Fonte: *Eurostat*

formação disponibilizada pelo INE apontam para um crescimento do preço das mercadorias importadas de 2.1 por cento, após as diminuições registadas entre 2001 e 2003. A transmissão do significativo aumento do preço internacional do petróleo aos restantes preços foi, contudo, relativamente limitada, já que excluindo combustíveis, a variação dos preços de importação foi de 0.7 por cento em 2004. Adicionalmente, os preços dos bens de consumo importados voltaram a diminuir em 2004, pelo terceiro ano consecutivo, reflectindo, em parte, o progressivo aumento da concorrência internacional nestes produtos, com a entrada nos mercados mundiais de economias de mercado emergente e países em desenvolvimento.

O diferencial de inflação relativamente ao conjunto dos países da área do euro manteve-se em 2004 próximo dos níveis observados no final de 2003 (Gráfico 6.3). A descida da taxa de inflação média em Portugal traduziu-se, contudo, numa redução equivalente do diferencial face ao conjunto dos países da área do euro, já que na área do euro o crescimento dos preços se manteve estável em relação ao ano anterior. Assim, considerando a variação média anual do IHPC, o diferencial de inflação reduziu-se de 1.2 para 0.4 p.p. em 2004. O diferencial de inflação nos bens foi praticamente nulo, en-

quanto nos serviços apresentou um valor similar ao verificado no final de 2003, cerca de 1 p.p. O crescimento dos preços no sector dos serviços em Portugal foi, em 2004, o mais elevado de entre os países que constituem a área do euro, um facto particularmente significativo num contexto em que os preços dos serviços na área foram muito afectados por factores temporários associados ao crescimento significativo dos preços de serviços de saúde, o que não aconteceu em Portugal. O diferencial de inflação no sector dos serviços tem apresentado sempre valores muito elevados, que parecem reflectir, em larga medida, o facto dos custos salariais em Portugal registarem aumentos sistematicamente superiores aos observados no conjunto da área do euro. Esta situação não se alterou em 2004, já que o diferencial de crescimento dos custos de trabalho por unidade produzida entre Portugal e a área do euro continuou a exceder 1 p.p.

## 7. BALANÇA DE PAGAMENTOS

### 7.1 Balanças Corrente e de Capital

As necessidades líquidas de financiamento externo da economia portuguesa, medidas pelo défice conjunto das balanças corrente e de capital, aumentaram para 5.9 por cento do PIB em 2004 (Quadro 7.1). Esta evolução contrasta com a redução do défice externo observada nos dois anos anteriores e constitui uma interrupção do processo de ajustamento dos desequilíbrios macroeconómicos da economia portuguesa. O aumento das necessidades de financiamento externo reflectiu o comportamento do sector privado que voltou a apresentar necessidades líquidas de financiamento, em torno de 1 por cento do PIB, após a capacidade líquida de cerca de 2 por cento do PIB registada em 2003[13].

Uma parte significativa do aumento do défice externo português traduziu o comportamento da balança de mercadorias, que registou um défice equivalente a 10.8 por cento do PIB em 2004. Como se pode verificar pelo Gráfico 7.1, o aumento do défice comercial resultou, fundamentalmente, de um efeito volume muito desfavorável, associado à forte aceleração dos volumes importados e ao menor crescimento real das exportações. Em 2004, registou-se igualmente uma perda de termos de troca, resultante, em larga medida, do acentuado aumento dos preços dos combustíveis importados[14].

O excedente da balança de serviços aumentou em cerca de 0.4 p.p. do PIB em 2004, continuando a ser essencialmente determinado pela balança de viagens e turismo. As receitas nominais de turismo

(13) Valores corrigidos dos efeitos de medidas extraordinárias que afectam os fluxos de fundos dos sectores privado e público em 2003 e 2004. Para mais detalhes, veja-se a secção 3.2 Política Orçamental neste boletim e a secção II.2 Política Orçamental do *Relatório Anual 2003* do Banco de Portugal.

Quadro 7.1

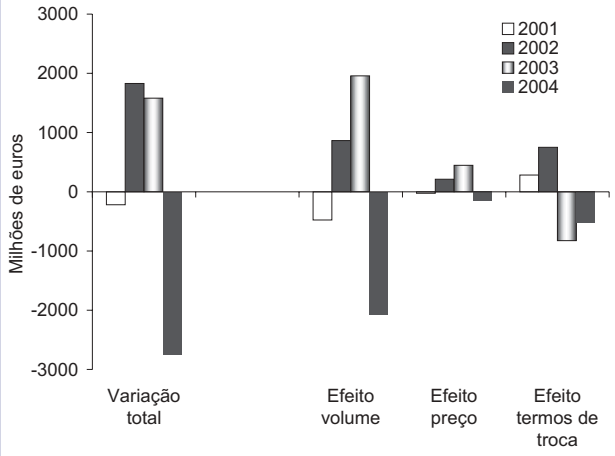
**BALANÇA CORRENTE E BALANÇA DE CAPITAL**

Saldos em percentagem do PIB

| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Balança corrente | -8.5 | -10.4 | -10.1 | -7.6 | -5.4 | -7.5 |
| Mercadorias | -12.0 | -13.0 | -12.4 | -10.5 | -9.1 | -10.8 |
| Serviços | 1.7 | 1.9 | 2.3 | 2.6 | 2.7 | 3.1 |
| dos quais: | | | | | | |
| Viagens e turismo | 2.6 | 2.9 | 3.1 | 3.0 | 2.8 | 3.0 |
| Rendimentos | -1.5 | -2.4 | -3.1 | -2.0 | -1.2 | -1.8 |
| Transferências correntes | 3.3 | 3.1 | 3.0 | 2.3 | 2.2 | 2.1 |
| das quais: | | | | | | |
| Remessas de emigrantes/imigrantes | 2.8 | 2.8 | 2.7 | 1.9 | 1.5 | 1.4 |
| Balança de capital | 2.2 | 1.4 | 1.0 | 1.6 | 2.0 | 1.6 |
| *Por memória*: | | | | | | |
| Balança corrente + balança de capital | -6.3 | -8.9 | -9.1 | -6.0 | -3.3 | -5.9 |

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 7.1
**DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO DO SALDO DA BALANÇA DE MERCADORIAS**




Fontes: INE e Banco de Portugal.
Nota: Uma variação positiva (negativa) significa um aumento (redução) do saldo da balança de mercadorias. Para uma descrição da metodologia utilizada na decomposição da variação do saldo da balança de mercadorias, veja-se o *Relatório Anual de 2003* do Banco de Portugal, pág. 179.

registaram um crescimento significativo, 7.7 por cento, reflexo não só da tendência internacional de melhoria do mercado turístico, como da realização em Portugal do Campeonato da Europa de Futebol. As importações de serviços de turismo também apresentaram uma forte aceleração em 2004, reflectindo a recuperação do rendimento disponível e da confiança dos consumidores e alguma substituição de viagens e turismo em Portugal por serviços de turismo no exterior, quer por efeito da apreciação do euro nos preços relativos, quer pela expansão da oferta de pacotes turísticos no estrangeiro.

O défice da balança de rendimentos registou um aumento em 2004, em resultado da deterioração dos rendimentos de investimentos em acções e outras participações[15], uma vez que o nível baixo das taxas de juro permitiu uma estabilização dos encargos com juros. Em 2004, manteve-se a tendência de diminuição do saldo de remessas de emigrantes/imigrantes, principal componente da balança de transferências correntes, para 1.4 por cento do PIB. Adicionalmente, verificaram-se menores entradas de transferências públicas da União Europeia, quer correntes quer de capital, com destaque para a redução de quase 25 por cento dos recebimentos associadas ao FEDER. Em resultado, o saldo de transferências correntes e, em particular, o saldo da balança de capital, registaram reduções face ao ano anterior.

### 7.2. Balança financeira

O alargamento do défice conjunto das balanças corrente e de capital ocorrido em 2004 foi financiado por um maior recurso das filiais de grupos bancários portugueses às emissões de títulos de médio e longo prazos nos mercados financeiros internacionais, beneficiando das condições excepcionalmente favoráveis que vigoraram nestes mercados (Quadro 7.2). Tal reflecte as maiores necessidades de financiamento do sector privado não financeiro, na medida em que os bancos são os principais intermediários da economia portuguesa, passando por estes a maior parte dos fluxos financeiros entre sectores institucionais residentes. Este desenvolvimento constitui o reflexo da integração financeira associada à participação na área do euro, que por sua vez tem catalisado a inovação financeira em diversos domínios da actividade bancária e o alargamento das possibilidades de investimento e financiamento dos sectores residentes. Contudo, em 2004 também se assistiu a um maior financiamento das empresas não financeiras no exterior, quer por via da emissão de papel comercial, quer através de um maior recurso a crédito comercial. A colocação de dívida pública junto de não residentes continuou a assumir um valor elevado, se bem que próximo do registado no ano anterior.

Os registos da balança financeira têm sido afectados por operações de natureza temporária de fi-

(14) De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, com base em informação fornecida pelo INE, as taxas de variação dos preços de exportação e importação de mercadorias foram de, respectivamente, 0.5 e 2.1 por cento, resultando numa perda de termos de troca de 1.5 p.p. em 2004. Excluindo combustíveis, as variações dos preços de exportação e importação foram de 0.3 por cento e 0.7 por cento, respectivamente, e a perda de termos de troca foi de 0.4 p.p.

(15) O saldo de rendimentos de investimento directo em acções e outras participações registou uma acentuada melhoria em 2003, devido ao crescimento anormalmente elevado dos recebimentos de dividendos e lucros distribuídos de algumas empresas localizadas na zona franca da Madeira.

Quadro 7.2

## EVOLUÇÃO DA BALANÇA FINANCEIRA[a]

Em percentagem do PIB

| | 2002 | 2003 | | | 2004 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Variação líquida | Variação de passivos | Variação de activos | Variação líquida | Variação de passivos | Variação de activos | Variação líquida |
| **Balança Corrente e de Capital** | **-6.0** | | | **-3.3** | | | **-5.9** |
| **Balança Financeira** | ***5.4*** | **21.8** | **-18.2** | **3.6** | **14.3** | **-7.3** | **7.0** |
| Investimento Directo | 1.3 | 4.4 | -5.0 | -0.5 | 0.7 | -3.7 | -3.0 |
| *Excluindo zonas francas da Madeira e Açores* | *-1.2* | *-0.1* | *0.0* | *-0.1* | *0.9* | *-1.7* | *-0.8* |
| Investimento de Carteira | 2.4 | 10.5 | -14.4 | -3.9 | 7.7 | -6.8 | 0.9 |
| Derivados Financeiros | 0.0 | -3.1 | 3.1 | 0.0 | -2.4 | 2.4 | 0.0 |
| Outro Investimento | 2.6 | 9.9 | -6.4 | 3.5 | 8.3 | -0.3 | 8.0 |
| Activos de Reserva | -0.9 | - | 4.4 | 4.4 | - | 1.1 | 1.1 |
| **Por sector institucional residente**: | | | | | | | |
| **Autoridades Monetárias**[b] | **0.1** | **-4.3** ***(1.9)*** | **0.8** | **-3.5** ***(2.7)*** | **4.4** ***(0.9)*** | **1.3** | **5.7** ***(2.2)*** |
| Investimento de Carteira | 0.4 | - | -3.9 | -3.9 | - | 0.7 | 0.7 |
| Derivados Financeiros | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Outro Investimento | 0.6 | -4.3 *(1.9)* | 0.3 | -4.0 *(2.1)* | 4.4 *(0.9)* | -0.6 | 3.8 *(0.3)* |
| Activos de Reserva | -0.9 | - | 4.4 | 4.4 | - | 1.1 | 1.1 |
| **Administrações Públicas** | **3.1** | **3.7** | **0.2** | **3.9** | **4.1** | **0.3** | **4.4** |
| Investimento Directo | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| *Excluindo zonas francas da Madeira e Açores* | *0.0* | *0.0* | *0.0* | *0.0* | *0.0* | *0.0* | *0.0* |
| Investimento de Carteira | 2.8 | 4.3 | -0.2 | 4.0 | 4.1 | -0.1 | 4.0 |
| Derivados Financeiros | 0.2 | -0.5 | 0.5 | -0.1 | -0.2 | 0.2 | 0.0 |
| Outro Investimento | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.3 | 0.1 | 0.4 |
| **Outras Instituições Financeiras Monetárias**[b] | **6.3** | **11.6** | **-8.3** ***(-14.4)*** | **3.4** ***(-2.8)*** | **-1.9** | **-2.5** ***(0.9)*** | **-4.4** ***(-0.9)*** |
| Investimento Directo | 0.1 | 0.2 | -0.2 | 0.0 | -1.5 | -0.2 | -1.7 |
| *Excluindo zonas francas da Madeira e Açores* | *0.2* | *0.2* | *-0.2* | *0.0* | *-1.5* | *-0.2* | *-1.7* |
| Investimento de Carteira | -0.6 | 0.0 | -4.2 | -4.2 | -0.8 | -3.4 | -4.2 |
| Derivados Financeiros | -0.1 | -1.9 | 2.0 | 0.1 | -1.5 | 1.5 | 0.0 |
| Outro Investimento | 6.9 | 13.4 | -5.9 *(-12.1)* | 7.5 *(1.4)* | 2.0 | -0.5 *(3.0)* | 1.5 *(5.0)* |
| **Instituições Financeiras não Monetárias** | **-0.1** | **6.6** | **-2.9** | **3.7** | **5.2** | **-2.5** | **2.7** |
| Investimento Directo | 0.3 | -1.1 | 0.1 | -1.1 | 1.6 | 0.0 | 1.6 |
| *Excluindo zonas francas da Madeira e Açores* | *0.2* | *-0.7* | *0.1* | *-0.6* | *1.5* | *0.0* | *1.6* |
| Investimento de Carteira | -1.2 | 8.0 | -3.7 | 4.4 | 3.9 | -3.0 | 1.0 |
| Derivados Financeiros | 0.0 | -0.5 | 0.5 | 0.0 | -0.5 | 0.5 | 0.0 |
| Outro Investimento | 0.7 | 0.2 | 0.2 | 0.4 | 0.2 | -0.1 | 0.2 |
| **Sociedades não Financeiras e Particulares** | **-3.9** | **4.2** | **-8.1** | **-4.0** | **2.4** | **-3.8** | **-1.4** |
| Investimento Directo | 0.9 | 5.4 | -4.9 | 0.5 | 0.6 | -3.5 | -2.9 |
| *Excluindo zonas francas da Madeira e Açores* | *-1.5* | *0.5* | *0.1* | *0.6* | *0.8* | *-1.5* | *-0.7* |
| Investimento de Carteira | 1.0 | -1.8 | -2.4 | -4.1 | 0.5 | -1.1 | -0.6 |
| Derivados Financeiros | 0.0 | -0.1 | 0.1 | 0.0 | -0.1 | 0.1 | 0.0 |
| Outro Investimento | -5.7 | 0.7 | -1.0 | -0.4 | 1.4 | 0.7 | 2.1 |
| **Erros e Omissões** | **0.6** | | | **-0.3** | | | **-1.1** |

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas:

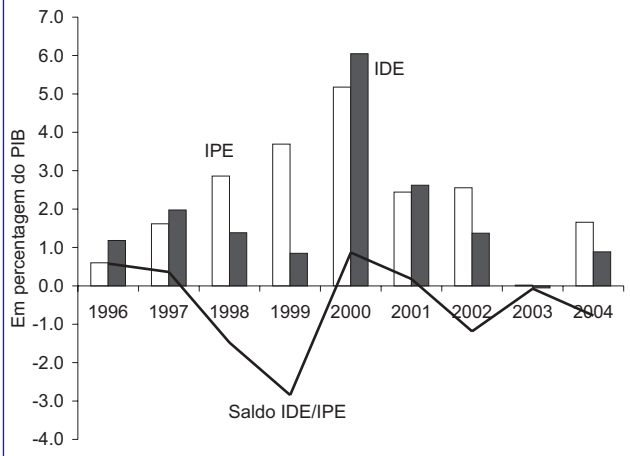
(a) Um sinal (+) significa um aumento de passivos externos ou uma diminuição de activos externos, isto é uma entrada de fundos. Um sinal (-) significa uma diminuição de passivos externos ou um aumento de activos externos, isto é uma saída de fundos.

(b) Os valores entre parêntesis no Outro Investimento das Autoridades Monetárias e das Outras Instituições Financeiras Monetárias encontram-se ajustados de operações de fim de ano, de natureza temporária e revertidas nos primeiros dias do ano seguinte, entre estes dois sectores.

nal de ano, as quais, não afectando o saldo global da balança financeira, dificultam a análise dos factores subjacentes à sua evolução. As estatísticas respeitantes a 2003 e 2004 estão particularmente afectadas por operações deste tipo, que tiveram reflexos apenas na sectorização da posição externa da economia no que diz respeito ao "outro investimento" das autoridades monetárias, por contrapartida das outras instituições financeiras monetárias, essencialmente bancos. Além disso para aferir correctamente o contributo dos bancos para o financiamento do défice conjunto das balanças corrente e de capital é necessário levar em consideração a realização de operações de titularização de créditos concedidos originalmente por estes (que se traduziram em aumentos de passivos no sector das instituições financeiras não monetárias - IFNM), e que em parte foram posteriormente recomprados pelos próprios bancos. Assim, quando descontados estes dois efeitos, verifica-se que os bancos contribuíram de forma significativa para financiar o alargamento do défice conjunto da balança corrente e de capital. Esta situação é consistente com o aumento do hiato entre o crédito interno e os depósitos do sector não monetário, suprido com recurso a fundos no exterior, visível no balanço dos bancos. Como tem sido habitual em anos anteriores, este aumento esteve associado essencialmente aos fluxos de outro investimento, os quais representam a canalização de fundos resultantes da emissão de títulos de médio e longo prazo denominados em euros por filiais, com sede no estrangeiro, de grupos bancários portugueses, uma vez que o recurso ao mercado monetário interbancário da área do euro se reduziu significativamente.

Em 2004 observou-se uma entrada líquida de fundos do exterior directamente para as sociedades não financeiras, em contraste com a saída muito significativa em 2003. Esta evolução ficou a dever-se essencialmente a novas emissões de papel comercial em 2004, tomadas parcialmente por não residentes, na sequência das amortizações líquidas deste instrumento no ano anterior. Adicionalmente, o aumento dos passivos de outro investimento também contribuiu para o financiamento das empresas junto do exterior, em particular o aumento dos créditos comerciais obtidos junto de fornecedores, em linha com a aceleração das importações e em conjugação com prazos de pagamento semelhantes aos do ano anterior.

Gráfico 7.2
**INVESTIMENTO DIRECTO ESTRANGEIRO - EXCLUINDO ZONAS FRANCAS DA MADEIRA E SANTA MARIA (AÇORES)**




Fontes: INE e Banco de Portugal.

À semelhança do sucedido em 2003, uma parte substancial do investimento de carteira no exterior realizado pelos bancos correspondeu à recompra de obrigações associadas a operações de titularização de créditos realizadas pelos próprios bancos. Essas aplicações em títulos tiveram como contrapartida aquisições de igual montante por não residentes das unidades de titularização resultantes das referidas operações que são registadas no sector das IFNM. Por seu turno, deve assinalar-se que as IFNM, com destaque para as companhias de seguros e fundos de pensões, continuaram a fazer aplicações de montante muito relevante em títulos emitidos por não residentes.

No que diz respeito ainda ao investimento de carteira, e tal como em anos anteriores, observaram-se em 2004 aquisições muito significativas de títulos de dívida pública portuguesa por parte de não residentes. Estas aquisições foram, à semelhança de 2003, superiores às emissões líquidas consolidadas de títulos das administração públicas, o que deverá estar relacionado com o encurtamento dos prazos de emissão de dívida pública e com a consequente menor adequação às carteiras de investidores institucionais residentes, como companhias de seguros e fundos de pensões, que tendem a privilegiar títulos de médio e longo prazos.

Na análise do investimento directo estrangeiro é relevante fazer alguns ajustamentos à informação para ter em conta o facto de ocorrerem, com fre-

quência e magnitude elevada, operações de investimento directo do exterior em Portugal de empresas que fazem uso das zonas francas da Madeira e de Santa Maria para, por sua vez, investirem em países terceiros. Excluindo as empresas com sede nestas zonas francas, em 2003 o investimento directo de Portugal no exterior (IPE) e o investimento do exterior em Portugal (IDE) registaram ambos valores virtualmente nulos. Em 2004, e em linha com a recuperação dos fluxos de investimento a nível global, ambos os agregados registaram valores positivos, mas correspondendo a uma saída líquida de fundos de 0.8 por cento do PIB (Gráfico 7.2).

## 8. CONCLUSÃO

Verificou-se, em 2004, uma interrupção do processo de ajustamento dos desequilíbrios da economia portuguesa.

De facto, contrariamente ao observado nos dois anos anteriores, a evolução da actividade caracterizou-se pelo comportamento dinâmico da procura interna privada, em particular do consumo privado, e por uma contribuição negativa da procura externa líquida. O aumento da taxa de penetração das importações e as perdas de quota nos mercados de exportação devem ser analisados à luz da deterioração da posição competitiva da economia observada desde meados da década de 90. O crescimento acumulado dos custos unitários de trabalho relativos tem contribuído de forma importante para esta situação, em particular num contexto de acrescida concorrência por parte de novos intervenientes na economia mundial. Esta tendência de aumento dos custos de trabalho relativos prosseguiu em 2004, acentuando as dificuldades do sector produtor de bens transaccionáveis. Assim, não obstante o forte crescimento da procura interna, o crescimento do PIB continuou a ser bastante limitado, correspondendo a um dos mais baixos crescimentos da União Europeia, o que demonstra que, no caso de uma pequena economia aberta como a portuguesa, a manutenção da competitividade internacional é fundamental para assegurar o crescimento da actividade económica.

A situação actual deve ser entendida no contexto do novo regime em que a economia portuguesa opera. A participação de Portugal na área do euro reduziu drasticamente as restrições de liquidez e, como tal, é possível manter com aparente facilidade uma discrepância significativa entre o crescimento da procura interna e do rendimento, que se traduz no alargamento do défice conjunto das balanças corrente e de capital. Com efeito, as condições particularmente favoráveis nos mercados financeiros internacionais permitiram acomodar as maiores necessidades de financiamento da economia portuguesa, desincentivando o ajustamento interno. Contudo, continuam a ser relevantes as condições de solvabilidade que decorrem das restrições orçamentais intertemporais dos agentes económicos. Isto é, a permanência no tempo de uma discrepância substancial entre o crescimento da despesa interna e do rendimento, suprida por aumento do endividamento, tenderá a traduzir-se a prazo na necessidade de contenção da despesa para fazer face ao crescente serviço da dívida, o que poderá ser exacerbado num contexto de subida das taxas de juro, e tenderá a ter consequências negativas sobre o crescimento da economia.

Numa perspectiva de médio prazo, o regresso a uma trajectória de convergência real passa inevitavelmente pela realização de um conjunto articulado de reformas de carácter estrutural que favoreçam o crescimento da produtividade e facilitem o ajustamento dos mercados de bens e serviços no actual contexto de participação na área do euro e de intensificação da concorrência internacional. A correcção do significativo desequilíbrio estrutural das contas públicas, muito embora imponha custos de crescimento no curto prazo, surge igualmente como condição necessária ao crescimento da economia no médio prazo. A correcção orçamental, ao reduzir as pressões sobre a procura interna, tende a incentivar a reafectação de recursos ao sector transaccionável. Por outro lado, o ajustamento orçamental pode também ter efeitos positivos sobre a eficiência da economia e, como tal, sobre o crescimento a médio prazo. Assim, assume particular relevância, no contexto actual, o cumprimento das exigências do Pacto de Estabilidade e Crescimento mediante a definição de uma estratégia coerente de consolidação orçamental.

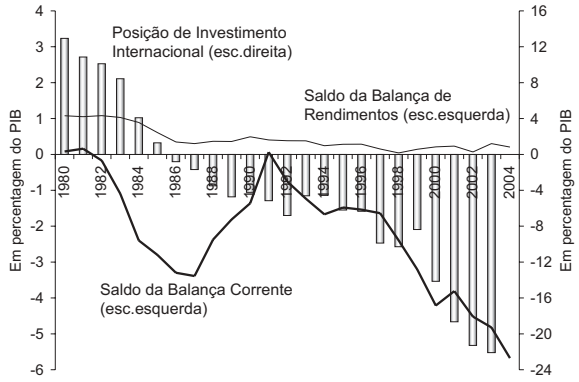
### Caixa: O DESEQUILÍBRIO DAS CONTAS EXTERNAS DOS ESTADOS UNIDOS

*Em 2004, voltou a observar-se um alargamento dos desequilíbrios das balanças correntes a nível global. Em particular, o défice de transacções correntes dos EUA com o exterior atingiu 5.7 por cento do PIB, um nível sem precedentes, mantendo a trajectória crescente observada nos últimos anos. Este défice teve por contrapartida excedentes da conta corrente com o exterior nas economias asiáticas, incluindo o Japão, nos países produtores de petróleo do Médio Oriente e da Comunidade de Estados Independentes e, em grau mais reduzido, na área do euro. A acumulação de défices externos nos EUA implica que a posição de investimento internacional desta economia se tenha tornado crescentemente devedora. No final de 2003, os activos norte-americanos detidos por estrangeiros excediam já os activos sobre o exterior detidos pelos EUA num montante equivalente a 22 por cento do PIB. No entanto, o saldo da balança de rendimentos continuou ainda a apresentar um pequeno excedente em 2004, reflectindo a maior rendibilidade relativa dos activos externos detidos por norte-americanos. Este desenvolvimento resulta, em parte, do facto dos investimentos externos norte-americanos dizerem respeito a títulos de participação no capital, enquanto uma parte substancial das entradas líquidas de capitais referem-se à dívida pública americana (Gráfico 1).*

*Até 2001, o aumento acentuado das necessidades de financiamento externo da economia norte-americana face ao exterior reflectiu essencialmente as crescentes necessidades de financiamento do sector privado, associadas a uma forte expansão do investimento e do consumo das famílias. Posteriormente, no contexto de um abrandamento da actividade económica, as necessidades de financiamento do sector privado registaram uma redução, reflectindo uma melhoria significativa da poupança das empresas e, até 2003, também uma diminuição do peso do investimento empresarial no PIB. No entanto, ao nível das famílias, as necessidades de financiamento continuaram a alargar-se, reflectindo essencialmente uma contínua redução da sua taxa de poupança, num quadro de manutenção de um forte crescimento do consumo privado. Em paralelo, observou-se uma forte deterioração do saldo das contas públicas – em larga medida, de natureza estrutural – que mais do que compensou o comportamento do sector privado como um todo, pelo que o défice externo continuou a aumentar nos últimos três anos (Gráfico 2).*

*Na segunda metade da década de 90, o défice da balança corrente dos EUA foi financiado, em larga medida, por entradas líquidas de fluxos financeiros privados. Em 2003 e 2004, no entanto, estas entradas líquidas registaram uma redução, enquanto aumentaram as entradas associadas a fluxos financeiros de entidades oficiais externas. Em 2004, o sector oficial não residente foi já responsável por mais de metade das entradas líquidas de fundos externos nos EUA (Gráfico 3). Estas evolução está associada às intervenções cambiais conduzidas pelos bancos centrais asiáticos com o objectivo de impedirem a apreciação das suas moedas face ao dólar, uma situação observada não apenas na China, que mantém uma política de câmbios fixos face ao dólar, mas também noutros países com regimes cambiais mais flexíveis (em particular, no Japão, até Março de 2004). Estas intervenções cambiais resultaram num aumento significativo das reservas externas das economias asiáticas nos últimos anos (Gráfico 4). É importante notar, no entanto, que a referida evolução dos fluxos líquidos tem subjacente um comportamento diferenciado dos fluxos brutos ao longo do período. Entre 2001 e 2003, observou-se uma redução dos montantes investidos por entidades privadas não residentes em activos norte-americanos, mas, em 2004, registou-se um forte aumento. Por outro*

Gráfico 1
**EUA - Balança Corrente, Balança de Rendimentos e Posição de Investimento Internacional**

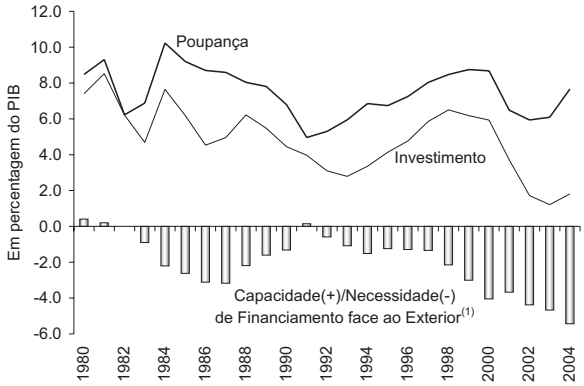



Fonte: *Thomson Financial Datastream*.

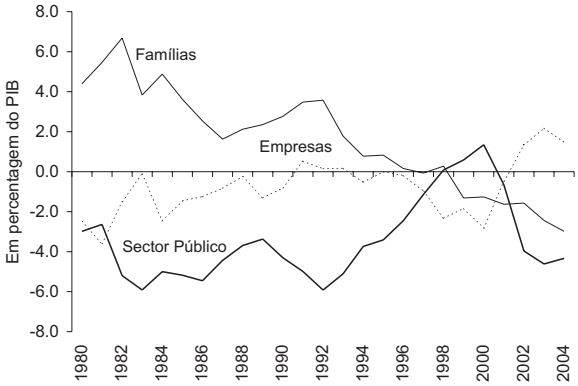
Gráfico 2

**EUA - CAPACIDADE (+)/ NECESSIDADE(-) DE FINANCIAMENTO DOS SECTORES INSTITUCIONAIS DA ECONOMIA**

Total da Economia




Capacidade/Necessidade de Financiamento dos Sectores Internos da Economia



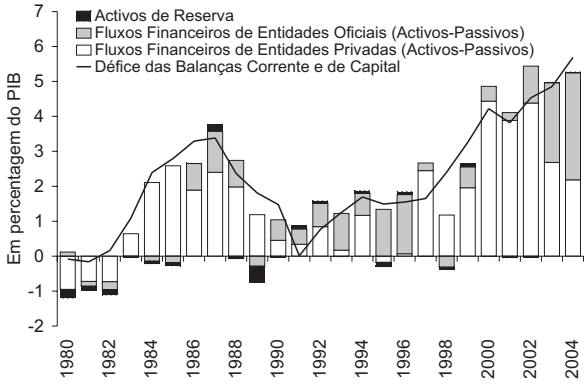

Fonte: *Thomson Financial Datastream*

Nota:

(1) A capacidade (+) / necessidade (-) de financiamento da economia face ao exterior iguala a soma dos saldos da balança corrente e da balança de capital.

Gráfico 3

**EUA - Défice das Balanças Corrente e de Capital e Financiamento**

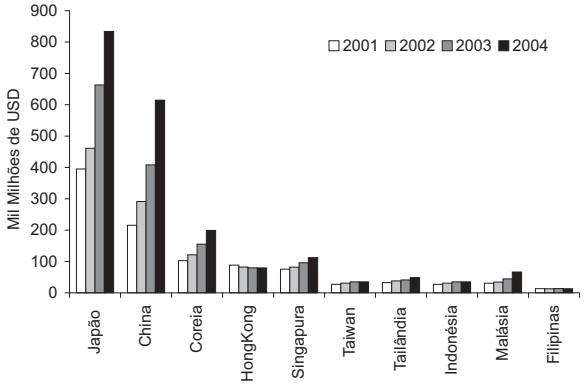



Fonte: *Thomson Financial Datastream.*

Gráfico 4

**Reservas Oficiais (excluindo Ouro)**

Montantes em final de ano



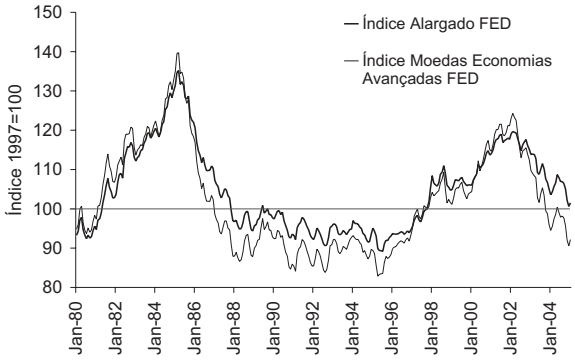

Fonte: *Thomson Financial Datastream*.

*lado, em 2001 e 2002, o investimento de entidades privadas norte-americanas no exterior também se reduziu, tendo-se, no entanto, observado uma recuperação nos dois últimos anos.*

*O facto de o défice externo no período mais recente reflectir a combinação de um défice público elevado com uma taxa de poupança das famílias historicamente muito reduzida deverá ter contribuído para aumentar a percepção da sua insustentabilidade e, nesse sentido, poderá ajudar a explicar o enfraquecimento do dólar desde*

*2002[1]. Entre Fevereiro de 2002 e Dezembro de 2004, a depreciação efectiva real do dólar totalizou cerca de 16 por cento, considerando o índice alargado do Federal Reserve Board (Gráfico 5). A depreciação do dólar foi mais acentuada face a moedas de economias industrializadas – como se pode verificar pela comparação com a evolução do índice que considera apenas as moedas destas economias – sendo de destacar a depreciação face ao euro. Em parte, esta evolução resultou do facto de a tendência geral de enfraquecimento do dólar ter sido contrariada pela intervenção dos bancos centrais asiáticos acima referida.*

Gráfico 5
**EUA - Índices de Taxa de Câmbio Efectiva Real**




Fonte: *Thomson Financial Datastream*.

*Apesar da depreciação do dólar, continuou a observar-se uma deterioração do saldo corrente dos EUA face ao exterior. Por um lado, este comportamento reflecte uma resposta muito moderada dos volumes de comércio internacional às variações da taxa de câmbio. Esta fraca resposta estará associada quer à redução do grau de transmissão de variações da taxa de câmbio para os preços de importação nos EUA, observada no período recente, quer ao facto de, no curto prazo, o impacto da depreciação se tender a fazer sentir sobretudo sobre os preços do comércio internacional, ocorrendo o ajustamento das quantidades transaccionadas com maior desfasamento. Este último factor implica que a balança comercial tende a registar uma deterioração inicial associada à deterioração dos termos de troca, seguida de uma melhoria a médio prazo em resultado da maior procura externa líquida, um efeito habitualmente designado na literatura como "efeito de curva em J". Por outro lado, a procura interna nos EUA manteve-se muito dinâmica nos anos mais recentes – em parte impulsionada por uma política orçamental expansionista – implicando um crescimento da actividade económica a um ritmo superior ao dos principais parceiros comerciais (notavelmente, da área do euro e do Japão).*

*O ritmo de crescimento das responsabilidades externas líquidas dos EUA face ao exterior observado nos últimos anos não é sustentável indefinidamente. No entanto, o ajustamento dos desequilíbrios actuais poderá processar-se num prazo de tempo relativamente longo. Com efeito, a crescente integração e inovação dos mercados financeiros internacionais e as características específicas da economia norte-americana, com destaque para o papel do dólar como principal moeda de reserva internacional, resultam numa maior facilidade de financiamento do défice externo americano face ao passado e face a outras economias. O ajustamento passará por uma aproximação do crescimento relativo da produção interna e da procura global nos EUA. Os efeitos do ajustamento para a economia mundial e, em particular, para a economia norte-americana, dependerão em larga medida da forma como esse reequilíbrio venha a ser alcançado. Um cenário de manutenção de um forte dinamismo da procura interna norte-americana aumenta a probabilidade do ajustamento vir a ser desencadeado pelos intervenientes nos mercados financeiros internacionais, via aumento do prémio de risco dos activos denominados em dólares, conduzindo a movimentos abruptos nas taxas de câmbio e nas taxas de juro de longo prazo. Este constitui o cenário de maior risco para a economia mundial, em particular para a área do euro.*

(1) *Por oposição, o défice externo durante a segunda metade da década de 90 teria um carácter mais "virtuoso": o recurso à poupança externa reflectiria a necessidade de financiar investimentos produtivos, com impacto positivo sobre o crescimento futuro da economia e a geração de recursos para pagamento futuro do serviço da dívida externa entretanto contraída. Este enquadramento pode ajudar a interpretar a forte apreciação do dólar observada durante esse período.*

# Artigos

*O mecanismo de transmissão da política monetária: é relevante para a condução de política?*

*Princípios básicos de política de taxa de juro*

*Os novos estados-membros da União Europeia: realidades e desafios*

*Inflação e política monetária em Portugal antes da adopção do euro*

# O MECANISMO DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA: É RELEVANTE PARA A CONDUÇÃO DE POLÍTICA?*

*Bernardino Adão***
*Isabel Correia***
*Pedro Teles***

## 1. INTRODUÇÃO

Os Bancos Centrais implementam alterações de política através da determinação do valor dos instrumentos de política. No passado recente o instrumento de política monetária mais utilizado tem sido a taxa de juro nominal de curto prazo, apesar de agregados de moeda serem e terem sido utilizados também como instrumentos.

Os mecanismos de transmissão de política monetária descrevem os canais através dos quais estes instrumentos afectam os objectivos dos decisores de política. Existe uma vasta literatura, teórica e empírica, que tenta analisar os diferentes canais e as variáveis e mercados mais relevantes neste mecanismo de transmissão. Esta nota contribui para compreender o papel do mecanismo de transmissão na condução da política monetária. Como deve ser conduzida a política monetária em economias caracterizadas por diferentes mecanismos de transmissão? A resposta a esta pergunta torna-se ainda mais relevante quando os países em comparação pertencem a uma união monetária. Neste caso a resposta a esta questão é um primeiro passo para perceber até que ponto uma política monetária comum pode impor custos, quando os países que integram a união se caracterizam por diferentes mecanismos de transmissão.

A transmissão de um choque monetário numa economia sem fricções é bem conhecida. Um aumento da quantidade de moeda leva a um aumento dos salários nominais e dos preços. Sem persistência este choque não tem efeitos reais na economia. É esta a propriedade de neutralidade da moeda. Quando o choque é persistente a taxa de juro nominal pode diminuir, resultando num pequeno aumento do produto, emprego e consumo. A literatura recente de política monetária inclui mecanismos através dos quais estes efeitos reais dos choques monetários podem ser, no curto prazo, quantitativamente significativos. A maioria dos desvios do ambiente sem fricções é devida à introdução de rigidez nominal na economia, através de restrições à fixação dos preços e/ou dos salários nominais. Nestes ambientes os preços e/ou salários são fixados por empresas e/ou trabalhadores que detêm algum grau de monopólio no mercado em que oferecem bens ou trabalho. Este poder de monopólio leva-os a conseguir extrair rendas normalmente formalizadas através de *mark-ups* superiores a um sobre os custos. As restrições na fixação dos preços e/ou salários são racionalizadas devido a custos de informação, *menu costs*, custos de decisão etc. Existe ainda um ramo da literatura que formaliza as fricções pela segmentação de mercados, normalmente mercados de crédito. A heterogeneidade resultante entre os agentes que têm acesso ao mercado e os que não têm cria um canal pelo qual a moeda pode ter efeitos reais significativos.

Nos modelos macroeconómicos dinâmicos de equilíbrio geral são estas as fricções mais utiliza-

* As opiniões expressas no artigo são de inteira responsabilidade dos autores e não coincidem necessariamente com a posição da Banco de Portugal. Este artigo é baseado na nossa investigação recente em que a referência principal é Adão, Correia e Teles (2004).

** Departamento de Estudos Económicos

das, rigidez nominal de preços ou salários e segmentação de mercado de crédito, para explicar os mecanismos de transmissão da política monetária. Apesar do trabalho no qual esta nota se fundamenta tratar estes três tipos de fricções, aqui vamos limitar-nos a desenvolver o argumento num modelo em que a não-neutralidade da moeda é resultante de rigidez nominal dos preços.

O modelo mais utilizado com este tipo de fricção é aquele em que as empresas fixam o preço à Calvo o que significa que, em cada período, cada empresa tem uma probabilidade positiva de poder alterar o preço de venda do bem que produz. Esta probabilidade é igual para todas as empresas e não depende do tempo decorrido desde a última vez que a empresa teve essa oportunidade. Esta probabilidade é uma medida do grau de rigidez da economia. Quanto menor for esta probabilidade mais rígida é a economia. E quanto mais rígida for a economia maiores os efeitos reais dum choque monetário. Esta probabilidade, que também pode ser medida pelo percentagem de empresas que têm opção de alterar o preço, mede a força do mecanismo de transmissão. Nesta nota vamos assim mostrar em que circunstâncias o valor desta percentagem é relevante para a condução da política monetária.

Para o mesmo choque monetário expansionista quanto mais rígida for a economia maior será o efeito sobre o *ouput*, e posteriormente sobre a inflação. Assim se o objectivo do decisor de política for atingir um determinado nível de *output*, ou de inflação, quanto maior a rigidez da economia menor o choque monetário necessário. À primeira vista parece que economias com graus de rigidez diferentes, ou diferentes forças do mecanismo de transmissão, deveriam seguir diferentes políticas monetárias. Esta é a visão convencional e a razão para a conjectura de que uma política monetária comum impõe custos, numa união monetária em que as diferentes economias têm diferentes graus de rigidez.

A utilização de politica monetária de estabilização foi posta em causa desde os trabalhos de Barro e Lucas os quais mostram que, mesmo que este tipo de choques possam ter efeitos positivos na economia quando utilizados uma única vez sem repetição, não devem ser usados sistematicamente quando os agentes económicos têm expectativas racionais. Neste caso o uso repetido deste tipo de choques de política cria simplesmente mais volatilidade na economia.

Recentemente foi reabilitada a utilização de política monetária cíclica. Este desenvolvimento da literatura é claramente um corolário do sucesso dos modelos de ciclos reais como um instrumental básico de análise do comportamento de alta frequência das economias. Numa economia sem fricções os factos característicos dos ciclos económicos são explicados por choques exógenos reais e pela transmissão desses choques através do ambiente sem fricções. A introdução de moeda e das fricções que, como vimos, dão um papel relevante à política monetária cíclica, tem duas consequências importantes quando este modelo é utilizado para descrever o curto prazo da economia. Em primeiro lugar a moeda passa a ser não neutral e por isso a poder afectar o comportamento das variáveis reais. Esta alteração do mecanismo de transmissão da política monetária pela introdução de fricções é o mais estudado na literatura. Mas tão ou mais importante é a consideração de que o próprio mecanismo de transmissão dos choques reais é alterado com a introdução daquelas fricções. É esta diferença quanto à forma como os choques fundamentais se transmitem agora na economia relativamente ao mecanismos na economia sem fricções que reabilita o papel da política monetária de curto prazo. O argumento é o seguinte: os choques fundamentais ao transmitirem-se numa economia com fricções produzem um equilíbrio que se desvia do equilíbrio que esses mesmos choques teriam produzido numa economia sem fricções. É a este desvio que a literatura chama um *gap*. O *gap* é normalmente medido em termos do desvio do produto mas poderia ser medido utilizando o desvio de outra variável. Consideremos um choque que diminui a produtividade na economia. Numa economia de preços flexíveis este choque levaria normalmente a uma diminuição do consumo e do emprego, que reforçaria a diminuição do produto. Se estivéssemos a analisar o efeito do mesmo choque numa economia de preços rígidos, e se a política monetária não reagisse a este choque, o valor nominal das transações não se podia alterar e, dado o preço rígido, o consumo também não se alterava. Por isso o produto mantinha-se constante e o emprego aumentava para permitir o mesmo nível de produto com uma produtividade inferior. Assim ao compararmos o nível do consumo, produto e emprego

depois do choque num ambiente com preços flexíveis e num ambiente com preços rígidos verificamos que neste último o valor destas variáveis é superior. O *gap* é por isso positivo no caso deste choque no ambiente simples que estamos a descrever. Considere agora que o equilíbrio de preços flexíveis é o desejável do ponto de vista do decisor de política. Nesse caso o objectivo deste decisor é "fechar" os *gaps* que se formam na economia devido aos choque fundamentais. Suponha que o Banco Central vai utilizar o agregado monetário no ambiente de preços rígidos para fechar o *gap*. Como a política monetária, dadas as fricções, tem efeitos reais, neste caso uma política monetária contracionista conseguiria o equilíbrio de preços flexíveis. Ou seja com preços rígidos o efeito do choque tecnológico mais a reacção de política monetária a esse choque determina o equilíbrio. Este equilibrio deve ser o mesmo que resultaria em preços flexíveis devido ao choque tecnológico negativo. Neste caso aquilo que é identificado como um choque de política monetária não é um choque exógeno a uma regra, mas são reacções a choques fundamentais, sendo por isso endógenos e definindo a própria regra de política monetária. Se a tecnologia segue um processo estocástico os instrumentos de política vão seguir também um processo estocástico, e mesmo havendo transparência quanto à reacção da política monetária aos choques fundamentais, se a realização destes choques não fizer parte do conjunto de informação na altura em que alguns agentes têm que tomar decisões, também a realização do choque de política monetária não será conhecido.

Os resultados deste trabalho são que, contrariamente à visão convencional, a regra monetária que relaciona os instrumentos de política com os choques fundamentais da economia não depende do grau de rigidez da economia. Isto resulta dum princípio geral de que a política monetária é mais eficaz quando é mais necessária. Quando aplicamos este princípio conseguimos provar em que condições o mecanismo de transmissão é irrelevante para a condução de política monetária. Essas condições coincidem com as que fazem com que o equilíbrio de preços flexíveis contingente aos choques da economia seja, em economias com determinadas fricções, possível de descentralizar e óptimo. Vamos ilustrar estas condições num modelo muito simples, tanto quanto à forma de construção da economia monetária como à introdução de fricções. A procura de moeda vai ser derivada duma condição de *cash-in-advance* e as fricções são devido à fixação de preços à Calvo.

Esta nota desenvolve-se da seguinte forma: na secção 2 são identificadas as afectações numa economia em que os preços são flexíveis. Mostra-se em seguida que existem políticas que levam a que os preços associados aquelas afectações sejam independentes da informação contemporânea, e mesmo constantes ao longo do tempo. Na secção 3 o passo seguinte é derivado a partir deste resultado: a condição de que com preços rígidos à Calvo é possível descentralizar as afectações de preços flexíveis. A seguir explica-se porque a solução óptima com fricções coincide com a solução óptima com preços flexíveis. A secção 4 contem as conclusões e discute a robustez deste resultado de irrelevância do mecanismo de transmissão.

## 2. A ECONOMIA COM PREÇOS FLEXÍVEIS

A economia descrita pelo nosso modelo é semelhante à utilizada em Adão, Correia e Teles (2003), no ambiente em que os preços são flexíveis. A economia é formada por um grande número de famílias idênticas, um contínuo de empresas, cada uma a produzir um bem diferente, e o governo. Este governo é entendido em sentido lato visto poder utilizar instrumentos de política monetária e fiscal. No ambiente simples descrito nesta nota esses instrumentos são a taxa de juro nominal, $R_t$ a quantidade de moeda, $M_t$ a taxa de imposto sobre os lucros, $\tau_t^{\pi}$ e a taxa de imposto sobre o rendimento do trabalho, $\tau_t^{n}$ [(1)]. A procura de moeda por parte das famílias resulta da imposição de uma restrição de *cash-in-advance* nos bens de consumo. Esta economia está sujeita a choques fundamentais. Os choques que vamos considerar são choques tecnológicos, $A_t$ e choque nos gastos públicos, $G_t$. Ou seja o vector de choques em $t$ é $s_t = (A_t, G_t)$. O conjunto de todos os choques que podem ocorrer em $t$ é $S_t$ e o estado em $t$ é designado por $s^t = (s_0, s_1, \ldots, s_t)$. Todas as variáveis nesta economia são função da história dos choques até ao momento $t$. No entanto para simplificar a notação em

(1) O governo tem ainda como instrumento o montante de dívida pública contingente a cada estado.

vez de escrevermos $X(s^t)$ para a variável genérica vamos escrever simplesmente $X_t$ [2].

### 2.1. Caracterização do Equilíbrio:

Um equilíbrio neste ambiente é formado por uma sequência de quantidades, um sistema de preços e um conjunto de políticas tais que: (i) dado o sistema de preços e as políticas, as quantidades resultam de: a) a optimização do problema das famílias. As famílias maximizam a utilidade esperada que depende da sequência de consumos e de horas de trabalho. O consumo dos vários bens produzidos por diferentes empresas é decidido com base em funções procura com elasticidade de substituição constante e igual para cada par de bens; e de b) a optimização do problema das empresas. Cada empresa produz um bem diferenciado com tecnologias idênticas, lineares no factor de produção trabalho, e funcionam em mercados de concorrência monopolística; e (ii) as sequências das quantidades garantem o equílibrio dos mercados.

Vamos supor que o governo escolhe um conjunto de políticas que resolve o problema de Ramsey[3]. Por outras palavras escolhe o conjunto de políticas associadas às quantidades de equilíbrio que garantem o máximo valor possível da função utilidade das famílias. Este conjunto de políticas contêm necessariamente uma taxa de imposto sobre o lucro máxima, $\tau_t^{\pi} = 1$, devido ao facto de esta taxa de imposto não ser distorcionária.

As sequências relevantes para a determinação da utilidade das famílias são as sequências de consumo agregado e de horas de trabalho representadas por $(C_t, N_t)_{t=0}^{\infty}$. A determinação no equilíbrio destas sequências pode ser sumariada por duas equações para cada estado e para cada momento do tempo.

A primeira destas equações obtém-se da escolha intra temporal das famílias e iguala a taxa marginal de substituição entre consumo e trabalho, $u_L(t)/u_C(t)$, com o salário real liquido, $(1-\tau_t^n)\frac{W_t}{P_t}$ descontado pela taxa de juro nominal, $R_t$, devido ao facto de as famílias terem que deter moeda para adquirirem no mercado os bens de consumo, $u_L(t)/u_C(t) = [(1-\tau_t^n)/R_t]W_t/P_t$. Obtém-se ainda da relação que determina a escolha de preços pelas empresas, a qual iguala o preço, $P_t$ a um *mark-up* do custo marginal, $W_t/A_t$ onde $W_t$ representa o salário nominal bruto, $W_t/P_t = [(\theta-1)/\theta]A_t$. Da conjunção destas duas equações podemos obter,

$$\frac{u_L(t)}{u_C(t)} = \frac{\theta-1}{\theta} A_t \gamma,$$

onde (2.1)

$$\gamma_t = \frac{(1-\tau_t^n)}{R_t},$$

onde $(\theta-1)/\theta$ é o inverso do *mark-up* constante, que depende da elasticidade de substituição entre os diferentes bens.

A segunda equação é a condição de recursos,(2.2).

$$C_t + G_t = A_t N_t \qquad (2.2)$$

que indica unicamente que os recursos produzidos com o factor trabalho são representados por $A_t N_t$ visto a tecnologia ser linear, e que estes recursos têm que ser divididos entre o consumo privado e o consumo público. Dada uma trajectória para $A_t$ e $G_t$ e um conjunto de instrumentos de politica $R_t$ e $\tau_t^n$ estas duas equações determinam os valores de equilíbrio para $C_t$ e para $N_t$. Alterações no conjunto de políticas que alterem $\gamma_t$ alteram a sequência de quantidades de equilíbrio. Destas existe uma única sequência real que maximiza a função de utilidade esperada da família representativa, $(C_t^*, N_t^*)_{t=0}^{\infty}$. Este equilíbrio óptimo não coincide com o óptimo de Pareto devido à margem introduzida entre a taxa marginal de substituição e a taxa marginal de transformação, que é dada por $[(\theta-1)/\theta]\gamma_t^*$. É fácil verificar que esta margem nunca poderá ser anulada em cada estado. Repare que $(\theta-1)/\theta$ é inferior a um. É possível verificar que se $[(1-\tau_t^n)/R_t] > 1$, e de magnitude suficiente que possa anular o efeito do *mark up* , a economia não pode financiar um $G_t > 0$, mesmo utilizando a tributação dos lucros. Como $R_t > 1$ seria necessário que $\tau_t^n < 0$, ou seja que o trabalho fosse sempre subsidiado. Neste caso as receitas do imposto de

(2) Para um exemplo do tipo de terminologia utilizada neste artigo veja-se o artigo do *Boletim Económico*, Junho 2004, Instrumentos de Política Monetária, página 33.

(3) O problema de Ramsey define-se como a escolha de equilíbrios por um governo que partilha as preferências da família representativa da economia e que tem ao seu dispor um conjunto de instrumentos, com os quais interfere no equilíbrio de mercado.

inflação $(R_t > 1)$, somadas ao montante do imposto dos lucros, satisfaziam a restrição orçamental do governo unicamente no caso de $G = 0$. Isto significa que a solução óptima é sempre um segundo óptimo. As afectações deste óptimo dependem univocamente do valor de $(\gamma^*_t)_{t=0}^{\infty}$. Isto significa que não existe uma única sequência de taxas de juro nominal e de taxas de imposto sobre o trabalho que descentralizam as quantidades óptimas. Se a autoridade monetária escolher uma determinada trajectória para $R_t$, então dado $\gamma^*_t$ existe uma única trajectória de taxas de imposto sobre o rendimento do trabalho.

Contudo, mesmo que se tenha escolhido uma determinada trajectória de $R_t$, e determinado $\gamma^*_t$, o equilíbrio é caracterizado por indeterminação nominal, ou seja as variáveis $P_t, W_t$ e $M_t$ não são unicamente determinadas no óptimo. As condições de equilíbrio relevantes para a determinação destas variáveis em equilíbrio são[4]:

$$\frac{W_t}{P_t} = \frac{\theta - 1}{\theta} A_t, \; t \geq 0 \qquad (2.3)$$

$$\frac{u^*_C(t-1)}{P_{t-1}} = R_{t-1} E_{t-1}\left[\frac{\beta u^*_C(t)}{P_t}\right], \; t \geq 1, \qquad (2.4)$$

e

$$M_t = P_t C^*_t, \; t \geq 0 \qquad (2.5)$$

O primeiro tipo de condições são as já descritas condições de fixação de preços pelas empresas, o segundo representa a escolha intertemporal entre consumir hoje ou poupar em obrigações não contingentes com rentabilidade $R_{t-1}$, em que $u^*_C(t)$ representa a utilidade marginal do consumo em $t$ e o terceiro representa a condição agregada de *cash-in-advance*.

O salário real de equilíbrio óptimo é unicamente determinado pelo primeiro tipo de equações. Contudo dada a trajectória óptima de consumo e horas de trabalho e uma determinada sequência de taxas de juro nominal $R_t$ as equações de decisão intertemporal determinam a taxa de inflação esperada. Dada esta indeterminação nominal do nível de preços em cada período e estado, o salário nominal e a moeda são também indeterminados em cada período e estado. Podemos sumariar este resultado na seguinte proposição[5].

*Proposição 1*: Dada uma sequência de $(\gamma^*_t, R_t)_{t=0}^{\infty}$, as quantidades óptimas de equilíbrio e a taxa de imposto sobre o trabalho são unicamente determinadas mas existe indeterminação nominal. Há múltiplas sequências de moeda, níveis de preços e salário nominal associadas aquelas quantidades reais óptimas.

Uma indeterminação semelhante foi identificada em Sargent e Wallace (1975), onde se demonstra que o nível de preços é indeterminado quando o instrumento de política monetária é uma taxa de juro.

Recorde que ao ilustrar a indeterminação nominal neste modelo foi escolhida uma trajectória para a taxa de juro nominal, mas que as quantidades óptimas de consumo e horas de trabalho eram compatíveis com uma multiplicidade de trajectórias para esta taxa de juro, desde que a taxa de imposto sobre o trabalho se ajustasse de modo a satisfazer $\gamma^*_t$. Visto existirem muitas sequências de equilíbrio das variáveis nominais, $P_t, W_t, M^{\infty}_{t=0}$, compatíveis com a mesma sequência de variáveis reais, $(C^*_t, N^*_t)_{t=0}^{\infty}$, vamos verificar se é possível que uma sequência em que o nível de preços de equilíbrio em $t$ seja independente dos choques em $t$, ou mesmo independente de toda a história, pode ser uma sequência de equilíbrio associada a $(C^*_t, N^*_t)_{t=0}^{\infty}$. No primeiro caso o nível de preços em $t$ é independente da realização de $A_t$, e de $G_t$, e depende unicamente do estado do período anterior. O segundo caso é mais forte pois impõe que o preço hoje não só não dependa da realização de $A_t$ e de $G_t$ mas

(4) Além destas condições também é necessário a verificação da condição de transversalidade. A condição de transversalidade será satisfeita se se verificarem simultaneamente as restrições orçamentais do governo para cada período e estado e a restrição intertemporal do governo. A restrição orçamental por período e por estado é satisfeita visto o governo poder emitir dívida contingente.A restrição intertemporal do governo pode ser sempre verificada na escolha da trajectória dos instrumentos de política houver um instrumento endógeno ao equilíbrio.

(5) Uma forma de estabelecer este resultado é demonstrar de forma construtiva que em cada período existem menos equações do que variáveis. Suponha que existe um único estado no período 0 e que existem $\Phi_t(s^{t-1})$ estados no período $t$ para uma dada história $s^{t-1}$, com $t \geq 1$. Em $t = 0$, existe uma equação do tipo (2.3) e uma equação do tipo (2.5). Em $t \geq 1$ existem $\Phi_t(s^{t-1})$ equações do tipo (2.3), $\Phi_t(s^{t-1})$ equações do tipo (2.5), mas uma única equação do tipo (2.4). Por isso existem $2\Phi_t(s^{t-1}) + 1$ equações para determinar $3\Phi_t(s^{t-1}) + 1$ variáveis. O problema é assim caracterizado por $\Phi_t(s^{t-1}) - 1$ graus de liberdade, ou indeterminação, nas variáveis nominais de equilíbrio óptimo.

também que não dependa de toda a história passada. Neste último caso o nível de preços seria constante ao longo do tempo.

A resposta é afirmativa e fácil de alcançar. A estrutura da prova é a seguinte: prova-se que qualquer trajectória do nível de preços pode ser um equilíbrio, e em particular trajectórias em que o nível de preços é independente da história podem ser trajectórias de equilíbrio. Fixamos uma determinada trajectória de preços. Dado $\{C_t^*, N_t^*\}_{t=0}^{\infty}$ as equações de *cash-in-advance* determinam unicamente a trajectória da moeda, as equações de determinação de preços da empresa determinam unicamente a trajectória do salário nominal e as equações de escolha intertemporais determinam unicamente a trajectória da taxa de juro nominal. Uma vez determinada esta trajectória da taxa de juro nominal $\gamma_t^*$ determina unicamente a taxa de imposto sobre o rendimento do trabalho. Assim provámos a seguinte proposição:

*Proposição 2*: Os instrumentos de política $\{\tau_t^n, R_t, M_t\}_{t=0}^{\infty}$ podem ser escolhidos de forma a que $(P_t^*)_{t=0}^{\infty}$ seja independente da história e de forma a implementarem as quantidades óptimas $\{C_t^*, N_t^*\}_{t=0}^{\infty}$.

Lucas e Stokey (1983) confirmaram num modelo dinâmico de equilíbrio geral o resultado de Sargent e Wallace (1975). Naquele trabalho mostram que existem muitos níveis de preços de equilíbrio compatíveis com a mesma afectação real de equilíbrio e com a mesma taxa de juro nominal. Continuando este trabalho, Carlstrom e Fuerst (1998) mostram que existe um sub-conjunto destes preços que são pré-determinados no sentido de dependerem unicamente da história do período anterior, e não da informação contemporânea.

No trabalho Adão, Correia e Teles (2004) extendemos este resultado ao mostrar que podemos ter pelo menos uma das variáveis nominais, preços, salários ou depósitos privados, independentes da história.

## 3. MECANISMOS DE TRANSMISSÃO

O modelo descrito na secção anterior não é usado normalmente na literatura de política monetária de curto prazo. A ideia de que, no curto prazo, a moeda é não neutral é dominante e por isso o tipo de modelos utilizados incorporam algum tipo de fricções que permitam dar papel relevante à moeda. Esta nota considera unicamente o mais popular destes modelos em que a fricção provém de uma particular rigidez na fixação dos preços, a rigidez a Calvo. Neste ambiente só algumas empresas poder determinar o preço num determinado período. Chamamos $\alpha$ à probabilidade de uma empresa concreta poder determinar o preço num determinado período, e também à percentagem de empresas que num determinado período podem rever o seu preço. As restantes empresas mantém o preço que determinaram algures no passado. Cada empresa tem igual probabilidade $\alpha$ de poder escolher hoje o preço a que vai vender o bem produzido. Como resultado, em geral num dado período coexistem diferentes preços para os bens produzidos. Esta diferença cria uma heterogeneidade entre as empresas que não existia no modelo descrito na secção anterior. Assim $\alpha$ é um indicador de rigidez desta economia. Quando, por exemplo, um choque de política monetária aumenta a quantidade de moeda na economia, e porque algumas empresas já fixaram o preço e não o podem rever com esta nova informação, o índice de preços do consumidor não vai aumentar tanto como o aumento da moeda, e assim o consumo, o emprego e o produto vão aumentar. O valor de $\alpha$ determina a importância deste choque na economia. Quanto menor for $\alpha$ menos empresas vão aumentar o preço e por isso, para um choque monetário de igual magnitude, mais vai aumentar o consumo, o emprego e o produto total. Esta injecção monetária também aumenta o salário real. Devido a este aumento, o custo marginal aumenta e o *mark-up ex-post*, das empresas que não puderam rever o preço vai ser menor que o que ocorreria com preços flexíveis. Esta diminuição do *mark-up* é em si própria benéfica para a economia. No entanto, simultaneamente, a injecção monetária leva a uma distorção dos preços relativos dos diferentes bens, visto as empresas que podem rever os preços poderem usar esta informação para aumentarem os preços. Obviamente que, mesmo quando os ganhos ultrapassam as percas, esta política não pode ser usada sistematicamente. Como descrevemos na introdução, uma política monetária descricionária e independente do estado da economia não pode ser desejável.

Na presença de rigidez de preços, choques nos gastos do governo, na tecnologia, ou mesmo nos impostos, têm efeitos nos *mark-ups* ex-post e nos

preços relativos dos bens. Como dissemos o modo usual de descrever estes efeitos é medir os *gaps* que naturalmente vão depender do tipo de choques e do grau de rigidez, ou seja da dimensão do mecanismo de transmissão. A primeira questão a que devemos responder é se, dados os instrumentos de política é possível replicar neste ambiente, para um $\alpha$ qualquer, a sequência de quantidades óptimas determinadas na secção anterior $\left(C_t^*, N_t^*\right)_{t=0}^{\infty}$ ou seja se é possível dados os instrumentos de política "fechar" os *gaps* e replicar no equilíbrio das economias com rigidez de preços a solução óptima das economias em que todos os preços são flexíveis. A resposta é a seguinte:

*Proposição 3*: Numa economia com rigidez de preços, por exemplo com preços rígidos à Calvo, qualquer que seja $\alpha$ é possível descentralizar uma solução de equilíbrio igual à de preços flexíveis. Essa sequência de quantidades de equilíbrio pode ser descentralizada com o mesmo vector de políticas qualquer que seja o valor de $\alpha$ ou seja qualquer que seja o dimensão do mecanismo de transmissão.

A prova desta Proposição pode ser vista como um corolário da Proposição 2. Dado que existe um vector de preços constante ao longo do tempo que descentraliza a sequência $\left(C_t^*, N_t^*\right)_{t=0}^{\infty}$ isto significa que, em cada período, as restrições das empresas que não podem alterar o preço não vão ser activas, e que as empresas que podem alterar os preços escolhem exactamente o mesmo preço que todas as outras que o fixaram em toda a história anterior da economia. Por isso o *mark-up* continua a ser uma constante e igual para todas as empresas e não há distorções de preços relativos.

Como resultado da proposição anterior o mecanismo de transmissão monetário resultante da rigidez de uma determinada variável nominal, no caso estudado os preços, é irrelevante se a quantidade escolhida pelos decisores de política for $\left(C_t^*, N_t^*\right)_{t=0}^{\infty}$. Irrelevante no sentido de a magnitude dos vários instrumentos de política (incluindo os monetários) ser independente do mecanismo de transmissão de um choque monetário isolado.

Será desejável num ambiente com rigidez replicar a solução de preços flexíveis? Ou seja deve-se formalizar o objectivo dos decisores de política como minimizar os *gaps*? Se a resposta for afirmativa significa que a decisão óptima, quando a sequência óptima de preços flexíveis, $\left(C_t^*, N_t^*\right)_{t=0}^{\infty}$, faz parte do conjunto possível, é essa mesma solução. A literatura existente sobre esta questão conclui que a resposta depende dos instrumentos disponíveis. Para citar dois exemplos desta literatura de segundo óptimo com rigidez de preços escolhemos um trabalho em que todas as empresas podem escolher os preços todos os períodos, mas fixam o preço para o período seguinte. Em Adão, Correia e Teles (2003) mostramos que só em condições restritas o óptimo de preços rígidos coincide com o óptimo de preços flexíveis. Em geral se os impostos à disposição do governo forem *lump-sum* a solução óptima de preços rígidos não coincide com a de preços flexíveis, e dá origem a um nível de bem estar superior. Este resultado pode ser interpretado como uma situação em que a política monetária e a política fiscal são decididas independentemente. Este resultado é revisto em Correia, Nicolini e Teles (2004). A conclusão deste trabalho é que com coordenação de políticas monetária e fiscal é em geral óptimo replicar a solução óptima de preços flexíveis, qualquer que seja o tipo de rigidez de preços considerada. Podemos resumir este último resultado na seguinte proposição:

*Proposição 4*: Na presença de rigidez de preços a política monetária óptima, $\left\{M_t, R_t\right\}_{t=0}^{\infty}$ é independente do valor de $\alpha$.

O corolário seguinte sublinha a principal conclusão de política desta nota:

*Corolário*: Economias caracterizadas por diferentes $\alpha$s, i.e. com diferentes mecanismos de transmissão, mas com o mesmo tipo de fricção, partilham a mesma política óptima em resposta a choques agregados. Empiricamente seria impossível estimar neste caso os $\alpha$s com dados agregados.

A intuição por detrás da primeira parte deste resultado está relacionada com três factores. Em primeiro lugar os choques monetários devem reagir a choques fundamentais que ocorrem na economia. Em segundo, com o o facto de estes choques fundamentais originarem *gaps* maiores (diferença absoluta em relação à afectação de preços flexíveis que resultaria do mesmo choque) quanto mais rígida é a economia. E por último com o resultado de que os efeitos reais dos choques monetários são tanto maiores quanto mais rígida é a economia. Assim, um choque fundamental em duas economias diferenciadas unicamente por mecanismos de transmissão diferentes terá efeitos diferentes. Se compararmos uma economia mais fle-

xível, com um $\alpha$ maior, com uma economia mais rígida, onde o $\alpha$ é mais pequeno, sabemos que um dado choque monetário tem efeitos reais maiores na economia mais rígida. Mas é exactamente nesta economia que o choque fundamental criou o *gap* maior. Se o objectivo da política for fechar os *gaps*, ou seja replicar as afectações óptimas de preços flexíveis, deverá ter um impacto maior na economia mais rígida. Mas este é precisamente o caso, visto que o mesmo choque de política monetária é mais eficaz onde é mais necessário. Assim dado um determinado choque fundamental, um choque monetário de igual magnitude é capaz de replicar o mesmo equilíbrio em economias com graus de rigidez muito diferentes.

Outra forma de ler os resultados desta nota é do ponto de vista da análise positiva, ou da contribuição da política monetária para explicar as características cíclicas da economia. Dado que o equilíbrio não depende do grau de rigidez, este não pode ser identificado. Não podendo identificar o grau de rigidez não podemos identificar o mecanismo de transmissão dum choque monetário puro, que não seja uma reacção a um choque fundamental. Uma razão pela qual a contribuição quantitativa dos choques de política monetária se tem mostrado relativamente pouco importante pode ser devida ao facto descrito no corolário. No ambiente descrito, se a política monetária for conduzida de forma óptima, não é possível separar os choques monetários dos choques fundamentais, aos quais os primeiros reagem. Assim um modelo de uma economia de preços flexíveis pode replicar os principais factos cíclicos das economias actuais, mas não pode ser utilizado para aferir a eficácia e importância dos choques monetários.

## 4. CONCLUSÃO

Os efeitos de choques monetários em economias com fricções dependem essencialmente dos mecanismos de transmissão das diferentes economias. Uma política monetária conduzida com uma componente estocástica que não reage ao estado da economia não é contudo a forma como a política monetária é ou deve ser conduzida. Este trabalho mostra que quando é possível e óptimo replicar as quantidades que seriam escolhidas pelo decisor de política num ambiente de preços flexíveis, o mecanismo de transmissão da política monetária torna-se irrelevante.

Este resultado deve ser visto como um *benchmark* contra o qual se deve medir o que de facto acontece nas economias concretas. Será na medida em que a política se afasta da política óptima proposta neste trabalho, que o mecanismo de transmissão irá ser relevante. Uma razão pela qual a realidade pode diferir do modelo estilizado apresentado é devido a, dadas as fricções existentes e os instrumentos disponíveis, não ser possível escolher a afectação óptima de preços flexíveis. Isto pode acontecer porque em geral a política monetária não pode eliminar mais do que uma forma de fricção ou porque existem choques idiosincráticos nos vários sectores da economia. Mas será realmente o caso que as economias se caracterizam por canais de transmissão não diferentes unicamente no grau mas também no tipo? Os estudos mais recentes que tentam replicar o comportamento cíclico das economias parecem convergir para a conclusão que existe uma distorção essencial na modelização: essa distorção pode ser interpretada, entre outras alternativas, como uma rigidez dos salários nominais. E quanto aos choques idiosincráticos não seria de esperar que uma política agregada conseguisse ser o instrumento a utilizar nessa situação. Em favor do resultado obtido podemos conjecturar que a razão pela qual os choques monetários não foram candidatos a motores do ciclo económico na primeira fase da literatura de ciclos económicos pode ser devido à política monetária seguida ser próxima da que replicaria preços flexíveis. Mesmo quando é possível descentralizar a afectação de preços flexíveis pode não ser a escolha feita pelos decisores de política: ou porque não é óptima no sentido de Ramsey, ou porque os decisores têm objectivos diferentes, os quais não contemplam só as variáveis agregadas.

A existência de diferentes mecanismos de transmissão tem influenciado a discussão dos custos de uma política monetária comum. O primeiro passo para analisar existência deste custo seria o de identificar se economias com diferentes mecanismos de transmissão deveriam seguir diferentes políticas monetárias. Concluímos neste trabalho que esta pode não ser a regra.

## BIBLIOGRFIA


Adao, Bernardino, Isabel Correia and Pedro Teles, 2003, "Gaps and Triangles", *Review of Economic Studies*, October Vol 70 (4)nº 245, pag 699-713.

Adao, Bernardino, Isabel Correia and Pedro Teles, 2004, "The Monetary Transmission Mechanism: Is it Relevant for Policy?", *Journal of the European Economic Association*, April-May 2(2-3) pag 310-319.

Carlstrom C. T. and T. Fuerst, 1998, Price Level and Interest Rate Targeting in a model with Sticky Prices, mimeo, Federal Reserve Bank of Cleveland.

Correia, Isabel, Juan-Pablo Nicolini and Pedro Teles, 2003 "Optimal Fiscal and Monetary Policy: Equivalence Results", *Working Paper*, Banco de Portugal

Lucas, Robert E. Jr. and Nancy Stokey, 1983, "Optimal Fiscal and Monetary Policy in an Economy without Capital", *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, 55-93.

Sargent, T. J. and Neil Wallace, 1975, "Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule", *Journal of Political Economy*, vol. 83, 241-254.

# PRINCÍPIOS BÁSICOS DE POLÍTICA DE TAXA DE JURO*

*José Maria Brandão de Brito***
*Pedro Teles****

## 1. INTRODUÇÃO

A questão recorrente colocada aos economistas que prestam aconselhamento de política monetária, é a de saber qual o valor adequado para a taxa de juro nominal. Não é uma questão simples, porque as recomendações de política diferem de modelo para modelo e porque a informação acerca do verdadeiro modelo da economia é insuficiente. Este artigo apresenta prescrições de política de taxa de juro tendo por base uma abordagem que ignora questões importantes tanto em termos da modelização como da analise empírica.

Num ambiente com múltiplas distorções, em que as políticas fiscal e monetária são decididas conjuntamente de forma óptima, como em Correia, Nicolini e Teles (2004), a política de taxa de juro é a regra de Friedman, ou seja, uma taxa de juro nominal igual a zero (ver caixa). As distorções consideradas resultam da necessidade do governo gerar receitas através de impostos distorcionários, da sua incapacidade em emitir dívida contingente, da estrutura de concorrência monopolística, bem como da existência de restrições sobre as empresas relativas à fixação de preços.

A sugestão de seguir a regra de Friedman é uma recomendação de política simples obtida pela aplicação dos princípios de tributação óptima num modelo complexo. Não deixa no entanto de ser alheia ao debate de política monetária, em que a questão é saber se a taxa de juro deve subir ou descer em torno de um valor médio baixo, mas superior a zero. Motivados por este desencontro entre a política de taxa de juro óptima e a discussão de política, neste artigo descrevemos um quadro analítico alternativo, em que a prescrição de política está mais próxima do debate de política. A recomendação pode ser seguida de uma forma simples utilizando hipóteses computacionais simplificadoras.

O quadro analítico alternativo ignora muitos dos factores importantes do ambiente mais complexo, incluindo a inevitabilidade do governo distorcer as escolhas privadas de forma a gerar receitas, bem como o uso de moeda nas transacções. Trata-se de um ambiente de primeiro óptimo no qual todas as distorções podem ser eliminadas. A disponibilidade de impostos não distorcionários permite financiar as despesas públicas e, também, subsidiar a produção de forma a eliminar a distorção resultante do poder de monopólio. Por forma a desfazer a distorção relativa aos preços rígidos é necessário que o nível de preços se mantenha constante ao longo do tempo. Nesse caso, as empresas que podem mudar os preços praticam os preços das que os não podem mudar. Isto implica que a taxa de juro nominal flutue com a taxa de juro real em torno de um valor positivo. A distorção causada pela taxa de juro nominal positiva e volátil é eliminada por hipótese, porque se assume que não é necessário utilizar moeda para transacções.

Uma vez que as distorções associadas à rigidez de preços são eliminadas no modelo, a trajectória da taxa de juro real coincide com a que se verifica-

* As opiniões expressas no artigo são de inteira responsabilidade dos autores e não coincidem necessariamente com a posição da Banco de Portugal, do Federal Reserve Bank of Chicago e do Federal Reserve System.

** Departamento de Estudos Económicos.

*** Departamento de Estudos Económicos, Universidade Católica Portuguesa, Federal Reserve Bank of Chicago e CEPR.

ria num ambiente de preços flexíveis. Nesse sentido, a taxa de juro real de preços flexíveis, que se convenciona chamar taxa de juro natural, e que flutua em resposta a choques, é precisamente o objectivo para a taxa de juro nominal em resposta a choques.

Há pelo menos duas dificuldades na condução da política de taxa de juro que tem como objectivo a taxa de juro natural. A primeira é conhecer o valor desse objectivo. De forma a inferir o comportamento da taxa de juro natural, pode-se olhar para o comportamento da taxa de juro real implícita nos títulos do tesouro de curto prazo em períodos em que a inflação foi baixa e estável. A ideia é que, como referido anteriormente, num modelo com preços rígidos no qual os preços são constantes ao longo do tempo, as restrições de fixação de preços por parte das empresas tornam-se redundantes. As quantidades e preços, e portanto a taxa de juro real, são os obtidos num contexto de preços flexíveis.

A segunda dificuldade é o facto de uma regra de política para a taxa de juro não ser suficiente para garantir um equilíbrio único. Assim, para cada regra de política existe uma multiplicidade de equilíbrios. Apesar de a multiplicidade global não poder ser excluída, é possível garantir localmente um único equilíbrio, perto de um estado estacionário. As condições para a existência de um único equilíbrio local dependem do modelo em causa, mas existe uma classe de modelos em que é suficiente garantir que a taxa de juro nominal reage de forma particularmente forte à inflação.

Em suma, os ingredientes necessários à condução da política monetária no quadro analítico considerado, são a estimação da taxa de juro real de equilíbrio em preços flexíveis e uma resposta activa às variações da inflação. No modelo teórico, uma vez que o objectivo é precisamente a eliminação das distorções provocadas pelas restrições de preços, a inflação não irá variar em equilíbrio. Consequentemente, tudo o que a política terá que fazer em equilíbrio é seguir a taxa de juro real de preços flexíveis nos seus movimentos em reacção aos choques. Woodford (2003) chama *wickselliana* a esta política que segue a taxa de juro natural, em homenagem ao economista sueco do principio do século passado, Knut Wicksell.

O resto do artigo está organizado da seguinte maneira. Na secção 2 é descrito o comportamento de uma medida de taxa de juro real com base em obrigações governamentais de curto prazo para o período do pós-guerra nas Estados Unidos. Em particular, é analisada a correlação entre essa medida e a taxa de crescimento do PIB, bem como os desvios do PIB face a uma tendência. A secção 3 analisa a questão da multiplicidade de equilíbrios e determinação local quando a política de taxa de juro reage à inflação. Na caixa 1, é apresentado o ambiente económico, com menos instrumentos e mais distorções, em que a regra de Friedman é a política óptima.

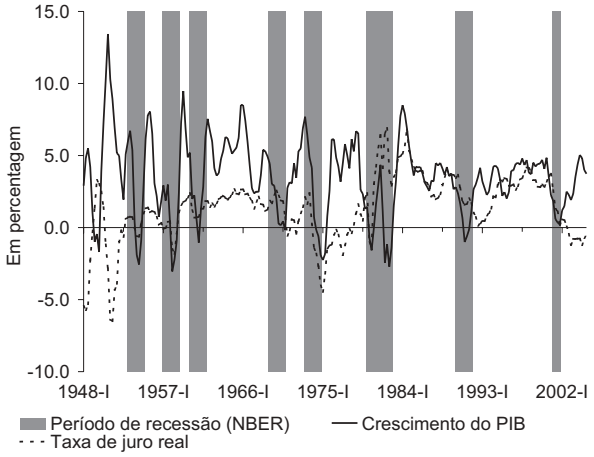
## 2. A TAXA DE JURO NATURAL

No modelo teórico, o objectivo da política de taxa de juro é o de seguir os movimentos da taxa de juro real em preços flexíveis, ou seja, da taxa de juro natural. Esta variável não é observável, varia com choques igualmente não observáveis, de acordo com regras de comportamento desconhecidas. Dessa forma, sem uma análise quantitativa complexa, pareceria impossível determinar uma regra de decisão para o objectivo da taxa nominal. Contudo, os decisores de política parecem ser capazes de decidir usando um conjunto pequeno de indicadores sobre o estado da economia. Entre esses indicadores estão a taxa de crescimento do PIB e também os desvios do PIB face a uma tendência.

Nesta secção descreve-se o comportamento de uma medida de taxa de juro real para a economia americana do pós-guerra. A medida é calculada usando como previsão para a inflação a taxa de variação, desfasada um período, do deflator do consumo privado. Investigam-se as correlações com a taxa de crescimento do PIB e com os desvios do PIB face à tendência, tanto para períodos de inflação baixa e estável, como para períodos de inflação alta e volátil. Conclui-se, sem grande surpresa, que as correlações são elevadas nos períodos em que a inflação foi baixa e estável.

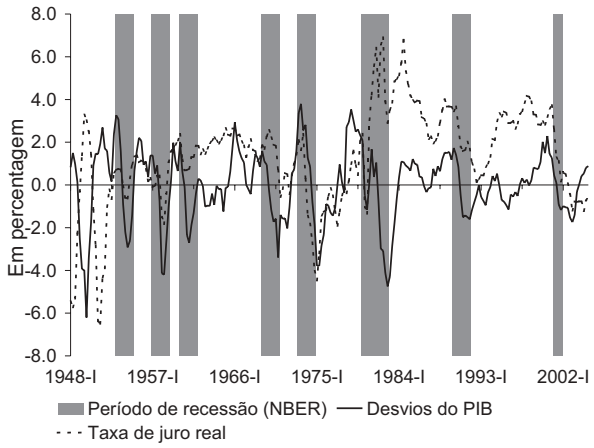
Os gráficos 1 e 2 ilustram a evolução da taxa de juro real em frequência trimestral face, respectivamente, à taxa de crescimento do PIB nos últimos quatro trimestres e a desvios do PIB em torno da tendência, para o período do pós-guerra, 1948-2004, para os Estados Unidos[1]. As áreas a sombreado referem-se aos períodos de recessão definidos pelo NBER. Tomando, a título ilustrativo, a recessão de 1990-1991, a taxa de juro real bai-

Gráfico 1
**CRESCIMENTO DO PIB E TAXA DE JURO REAL**




Fonte: *Bureau of Economic Analysis, Board of Governors of the Federal Reserve System.*

Gráfico 2
**DESVIOS DO PIB DA TENDÊNCIA HP E TAXA DE JURO REAL**




Fonte: *Bureau of Economic Analysis, Board of Governors of the Federal Reserve System.*

xou com o produto, de um valor próximo de 4% para um nível perto de zero imediatamente a seguir ao ponto mais baixo do ciclo, para voltar a subir para cerca de 4% na fase mais alta do ciclo seguinte (Gráfico 2). Este padrão é comum a outros ciclos económicos na amostra. Apesar disso, as correlações entre a taxa de juro real e as medidas de actividade económica, para o período todo, são perto de zero (Quadros 1 e 2).

Concentrando a atenção nos períodos de inflação baixa e estável, para os quais se confia que o comportamento da taxa de juro real se aproxima do da taxa de juro natural, verifica-se que as correlações são elevadas. No Gráfico 3, o total da amostra, 1948-2004, é compartimentado de forma algo arbitrária, de modo a identificar os períodos de inflação baixa e estável (a sombreado). Nos períodos de 1953-1973 e de 1983-2002, as correlações entre a taxa de juro real e as medidas de actividade económica são elevadas quando se considera a taxa de crescimento do produto (cerca de 60%), e só um pouco mais baixas, quando se considera os desvios do PIB em relação à tendência (cerca de 50%)[(2)].

A elevada correlação histórica registada entre a taxa de juro real e o crescimento do PIB em períodos de inflação baixa e estável justifica uma política de taxa de juro nominal que reaja a flutuações na taxa de crescimento do PIB, tendo como objectivo seguir a taxa de juro natural. Em particular, a

Quadro 1
**CORRELAÇÃO ENTRE CRESCIMENTO DO PIB E TAXA DE JURO REAL**

| | Contemporânea | dy(t),r(t+1) | dy(t),r(t+2) |
|---|---|---|---|
| 1948-2004 | 0.03 | 0.00 | -0.02 |
| 1948-1958 | -0.34 | -0.50 | -0.58 |
| 1959-1968 | 0.61 | 0.52 | 0.44 |
| 1969-1978 | 0.45 | 0.51 | 0.48 |
| 1979-1988 | 0.28 | 0.22 | 0.18 |
| 1989-1998 | 0.32 | 0.40 | 0.48 |
| 1994-2002 | 0.61 | 0.74 | 0.84 |
| 1953-1973 | 0.60 | 0.57 | 0.40 |
| 1983-2002 | 0.61 | 0.68 | 0.72 |
| 1983-2004 | 0.44 | 0.52 | 0.56 |

Fonte: *Bureau of Economic Analysis, Board of Governors of the Federal Reserve System*

(1) Os dados estão todos expressos em frequência trimestral. A taxa de crescimento do PIB foi calculada como a taxa de variação homóloga do PIB real. A série de desvios do PIB foi calculado em referência a um filtro *Hodrick-Prescott* (HP), com um parâmetro de suavização de 1600. A taxa de juro real foi obtida como a diferença entre a taxa de rendibilidade nominal das obrigações do Tesouro americano a três meses e a taxa de variação desfasada do deflator do consumo privado. As séries do PIB real e do deflator do consumo privado foram extraídas das NIPA Tables, do Bureau of Economic Analysis. A taxa de rendibilidade nominal das obrigações do Tesouro a três meses foram retiradas do *Board of Governors of the Federal Reserve System*. Uma vez que esta série é divulgada originalmente em frequência mensal, utilizaram-se médias para a conversão para frequência trimestral.

Quadro 2

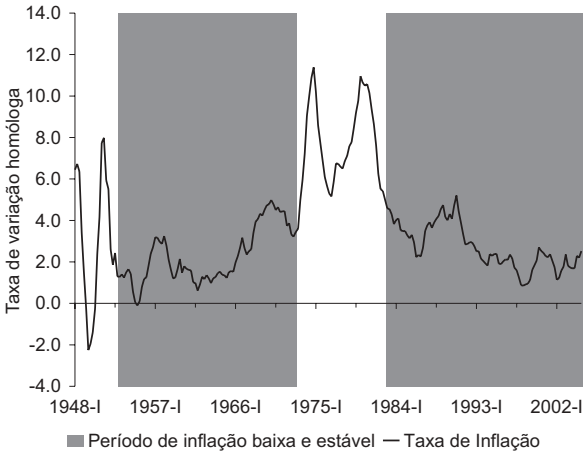
**CORRELAÇÃO ENTRE DESVIOS DO PIB DA TENDÊNCIA E TAXA DE JURO REAL**

| | Contemporânea | desv. y(t),desv. r(t+1) | desv. y(t),desv. r(t+2) |
|---|---|---|---|
| 1948-2004 . . . . . | 0.04 | 0.02 | -0.01 |
| 1948-1958 . . . . . | -0.35 | -0.38 | -0.34 |
| 1959-1968 . . . . . | 0.46 | 0.17 | 0.00 |
| 1969-1978 . . . . . | 0.47 | 0.42 | 0.26 |
| 1979-1988 . . . . . | -0.20 | -0.26 | -0.30 |
| 1989-1998 . . . . . | 0.54 | 0.52 | 0.48 |
| 1994-2002 . . . . . | 0.52 | 0.45 | 0.35 |
| 1953-1973 . . . . . | 0.46 | 0.25 | 0.00 |
| 1983-2002 . . . . . | 0.40 | 0.33 | 0.22 |
| 1983-2004 . . . . . | 0.33 | 0.33 | 0.28 |

Fonte: *Bureau of Economic Analysis, Board of Governors of the Federal Reserve System*

Gráfico 3

**INFLAÇÃO COM BASE NO DEFLATOR DO CONSUMO PRIVADO**




Fonte: *Bureau of Economic Analysis*

taxa de juro nominal deverá aumentar em fases de aceleração do produto e descer em fases de abrandamento da actividade económica. No período de 1983 a 2002, a correlação é superior com o crescimento do produto desfasado, significando também que a taxa de juro está a subir quando o crescimento do produto é mais baixo ao atingir o pico do ciclo. O Gráfico 2 mostra que no período mais recente de inflação baixa e estável o comportamento típico da taxa de juro é baixar com o produto até perto de zero subindo depois até ao pico do ciclo, atingindo então valores entre 3 e 4 %.

Na introdução falou-se em duas dificuldades na condução de política de taxa de juro no quadro analítico proposto. A primeira é a necessidade de encontrar uma série observável que acompanhe os movimentos da taxa de juro natural. De acordo com a análise empírica muito simples desta secção, a taxa de crescimento do PIB real parece cumprir esse critério. A segunda dificuldade é a de resolver, pelo menos parcialmente, o problema de multiplicidade de equilíbrios quando a política monetária é uma regra para a taxa de juro. É sabido que em geral há mais do que um equilíbrio, mas também é sabido que a política pode ser conduzida de forma a garantir que haja localmente um único equilíbrio. A secção que se segue explora as questões relacionadas com esta segunda dificuldade.

## 3. POLÍTICA DE TAXA DE JURO NATURAL: UM ÚNICO EQUILÍBRIO LOCAL

No quadro analítico considerado, a política de taxa de juro nominal é seguir a taxa de juro natural, nas suas flutuações em resposta a choques. Sem o conhecimento dos choques subjacentes e do verdadeiro modelo da economia que revele a taxa de juro real em ambiente de preços flexíveis em resposta a esses choques, a análise das correlações históricas entre o produto e a taxa de juro real poderá ser útil. Na secção anterior, foi mostrado que em períodos de inflação baixa e estável, e, portanto, períodos em que confiamos que a taxa de juro real está perto da taxa natural, a correlação é positiva e elevada.

Seguir a taxa de juro natural desta forma é uma condição necessária para confirmar uma trajectória de inflação baixa e estável, que é a trajectória óptima neste contexto. Porém, não é suficiente. Qualquer política de taxa de juro gera múltiplas trajectórias de inflação. Quando existe uma única trajectória que converge para um estado estacionário, enquanto todas as outras são divergentes, então dizemos que existe determinação local, em redor desse estado estacionário. Não é grande conforto saber que, de entre múltiplas trajectórias, existe

(2) É interessante notar que a correlação obtida no modelo calibrado de ciclos reais de Prescott (1986) é de 60%.

uma única que converge para um estado estacionário. Contudo, existem inúmeras contribuições na literatura sobre condições para esta determinação local. Numa classe de modelos, essas condições estabelecem que a reacção da taxa de juro à taxa de inflação seja positiva e forte. Fora do equilíbrio, variações na inflação requerem uma resposta da taxa de juro nominal que exceda a variação da inflação. A intuição é simples. Considere-se a seguinte aproximação linear da equação fisheriana num modelo determinístico

$$i_{t+1} = r_{t+1} + \pi_{t+1}$$

onde $i_{t+1}$ representa a taxa de juro nominal entre o período $t$ e $t+1$, $r_{t+1}$, a taxa de juro real e $\pi_{t+1}$, a taxa de inflação. Se a política de taxa de juro for descrita pela regra

$$i_{t+1} = r_{t+1} + \alpha\pi_t$$

onde $\alpha > 1$, então a equação dinâmica de equilíbrio resultante é

$$\pi_{t+1} = \alpha\pi_t$$

Existem dois tipos de solução para esta equação: Ou

$$\pi_t = 0,$$

ou então $\pi_\tau$ segue uma trajectória explosiva quando parte de qualquer outro ponto. Neste caso, o equilíbrio com inflação zero é determinado localmente. Repare-se que a regra de política exige que a taxa de juro responda à inflação realizada e não à previsão de inflação. Se fosse esse o caso, então a condição de equilíbrio seria

$$\pi_{t+1} = \alpha\pi_{t+1},$$

pelo que quando $\alpha \neq 1$, a inflação esperada seria determinada, mas não o seria a inflação corrente.

Quando $\pi_t = 0$, em equilíbrio, a política é conduzida de forma a

$$i_{t+1} = r_{t+1},$$

pelo que é necessário identificar a taxa de juro real de preços flexíveis para se poder implementar uma taxa de inflação nula. Foi por essa razão que olhámos para o comportamento da taxa de juro real quando as fricções de preços resultantes de preços rígidos eram redundantes, ou seja em períodos em que a inflação foi baixa e estável.

## 4. COMENTÁRIOS FINAIS

Num contexto de inflação baixa e estável, empresas que estão condicionadas na fixação de preços e empresas que o não estão, fixam preços idênticos. As restrições de preços rígidos não são activas. Nesse contexto, a taxa de juro real é a taxa de juro natural, ou seja, aquela que se obteria em preços flexíveis. De forma a inferir o comportamento da taxa de juro natural, identificámos períodos da economia americana do pós-guerra em que a inflação foi baixa e estável e calculámos correlações entre a taxa de juro real e medidas de actividade económica.

A correlação entre a taxa de juro real e flutuações do PIB é elevada para períodos de baixa inflação, ao contrário do que sucede para a amostra no seu todo. Se o objectivo da política de taxa de juro for seguir a taxa de juro natural e, dessa forma, assegurar estabilidade de preços, então justifica-se a seguir o princípio de subir a taxa de juro nominal em fases de expansão e descê-la em recessões, em torno de um valor médio baixo e positivo. A taxa de juro nominal deverá ainda reagir à taxa de inflação de modo a garantir um único equilíbrio local.

Infelizmente, ao estabelecer como objectivo de política a taxa de juro natural calculada a partir de medidas da actividade económica, estamos a abstrair de aspectos importantes. Em particular, ignorámos a necessidade de gerar receitas através de impostos distorcionários assim como o custo em termos de bem-estar associado às distorções na procura de moeda. Também seguimos uma abordagem simplista à estimação da taxa de juro natural. A garantia de um único equilíbrio local está longe de ser tranquilizador, quando se sabe que associada à determinação local está em geral indeterminação global (Ver Benhabib, Schmitt-Grohe e Uribe, 2001). Finalmente, assumimos que a única fonte de rigidez nominal era preços rígidos, e não tomámos em consideração a possibilidade de outras fricções como salários rígidos e segmentação de mercados.

## BIBLIOGRAFIA


Benhabib, Jess, Stephanie Schmitt-Grohe e Martin Uribe, 2001. "The Perils of Taylor Rules." *J. Econ Theory 96*, 40-69.

Benigno, Pierpaolo e Michael Woodford. 2003. Optimal Monetary and Fiscal Policy: A Linear Quadratic Approach. Em *NBER* Macroeconomics Annual, editado por Cambridge, Mass. : MIT Press.

Calvo, Guillermo. 1983. ''Staggered Prices in a Utility-Maximizing Framework.'' *J. Monetary Econ.* 12: 383-398.

Chari, V. V., Lawrence Christiano e Patrick Kehoe. 1991. Optimal Fiscal and Monetary Policy: Some Recent Results. *J. Money, Credit, and Banking* 23: 519-539.

Correia, Isabel, Juan Pablo Nicolini e Pedro Teles. 2002. Optimal Fiscal and Monetary Policy: Equivalence Results. Fed. Reserve Bank Chicago *WP*-02-16 (November).

Diamond, Peter A. e J. A. Mirrlees. 1971. Optimal Taxation and Public Production. *A. E. R.* 61: (1, 3): 8-27, 261-268.

Friedman, Milton, 1969. The Optimum Quantity of Money In *The Optimum Quantity of Money and other Essays* editado por Milton Friedman. Chicago, Il. Aldine.

Lucas, Robert E., Jr. e Nancy L. Stokey. 1983. Optimal Fiscal and Monetary Policy in an Economy without Capital. *J. Monetary Econ*. 12: 55-93.

Prescott, Edward. 1986. Theory Ahead of Business Cycle Measurement. Fed. Reserve Bank of Minneapolis *Quart. Review*, 10, 4.

Schmitt-Grohé, Stephanie e Martin Uribe. 2004. Optimal Fiscal and Monetary Policy under Sticky Prices. *J. Econ. Theory* 114: 198-230.

Siu, Henry. 2004. ''Optimal Fiscal and Monetary Policy with Sticky Prices.'' *J. Monetary Econ*. 58: 250-289.

Woodford, Michael. 2003. "Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy". Princeton University Press.

### Caixa: POLÍTICA FISCAL E MONETÁRIA ÓPTIMA

*Esta caixa descreve a política óptima no ambiente considerado em Correia, Nicolini e Teles (2004)[1]. Nesse ambiente, existe incerteza que resulta da ocorrência de choques tecnológicos e de despesas públicas. A economia é composta por famílias, empresas em concorrência monopolística que fixam os preços de forma desfasada como em Calvo (1983), e um governo. As famílias têm preferências sobre bens de consumo final e lazer. Os bens de consumo final são um compósito dos bens diferenciados produzidos pelas diferentes empresas com trabalho. A moeda é usada para transacções. O governo tem que financiar as suas despesas com impostos distorcionários sobre o consumo, o trabalho e os lucros, não podendo emitir dívida contingente.*

*Há muitas fontes de distorção nesta economia. A falta de impostos não distorcionários, para além do imposto sobre os lucros, faz com que o governo tenha que utilizar impostos distorcionários sobre o consumo e o trabalho para financiar as suas despesas, criando uma distorção marginal na escolha entre consumo e lazer. Como as empresas têm poder de monopólio, os preços são fixados com uma margem sobre os custos marginais, o que também constitui um fonte de ineficiência. O facto de as empresas estarem sujeitas a diferentes restrições quanto à fixação de preços pode criar distorções nos preços relativos, já que empresas, em tudo o resto semelhantes, praticam preços diferentes. Isto constitui uma ineficiência produtiva na medida em a produção não vai ter lugar na fronteira de possibilidades de produção. Acresce que, uma taxa de juro nominal positiva distorce a procura de moeda, obrigando os agentes a gastar recursos produtivos em transacções. Finalmente, a hipótese de que o governo não emite dívida contingente pode acrescentar ao custo em termos de bem-estar da tributação distorcionária, na medida em que limita a capacidade do governo de gerir a incerteza associada às suas receitas e custos.*

*Neste ambiente complexo, no qual existem conflitos entre as diferentes distorções, é possível e óptimo eliminar todas as distorções excepto a que resulta directamente da necessidade de usar impostos distorcionários, na relação entre a taxa marginal de substituição entre consumo e lazer e a taxa marginal de transformação. A distorção resultante do poder de monopólio é eliminada através das receitas dos impostos sobre os lucros. A regra de Friedman é óptima, implicando que a distorção sobre a procura de moeda é eliminada. As distorções associadas aos preços rígidos são desfeitas com uma política que promove a estabilidade do nível de preços antes de impostos (nível de preços no produtor). Esta política é compatível com a regra de Friedman, já que a manipulação óptima dos impostos sobre o consumo permite que o nível de preços bruto desses impostos acompanhe as flutuações da taxa de juro real. Os impostos sobre o consumo permitem, também, replicar a possibilidade de emissão de dívida contingente ao gerarem volatilidade no nível de preços brutos de impostos sobre o consumo (nível de preços no consumidor). A eliminação destas distorções é consistente com o objectivo de política de garantir eficiência produtiva, de acordo com o princípio enunciado em Diamond e Mirrlees (1971).*

*A razão pela qual a regra de Friedman é óptima é, em mais detalhe, a seguinte: A taxa de juro nominal é o preço cobrado pelo uso da moeda. No caso de ser superior ao custo de produção da moeda, o preço inclui um imposto sobre a moeda. A hipótese mais comum relativa ao custo de produção da moeda é a de que é muito baixo, o que significa que sempre que a taxa de juro nominal é positiva, a moeda esteja a ser tributada. Há duas boas razões para não tributar a moeda e, portanto, para manter a taxa de juro nominal igual a zero. Enquanto que os bens finais devem ser tributados, os bens intermédios não o devem ser, visto que a sua tributação provoca uma ineficiência na produção que deve ser evitada. A moeda não é obviamente um bem final, mas sim um bem intermédio, útil para efectuar transacções, e por esta razão não deve ser tributada. Mas existe uma razão ainda mais forte para que seja cobrado um preço muito baixo pelo uso da moeda. A moeda é um bem com um custo muito baixo de produção. O custo da produção de notas e moedas não é zero, mas é muito baixo. Mesmo que o imposto proporcional sobre a moeda fosse positivo e elevado, quando aplicado a um custo de produção muito baixo, só pode resultar num preço da moeda também muito baixo[2]. Esta é a segunda razão para não tributar a moeda.*

---

*(1) Veja-se também Siu (2004), Schmitt-Grohe e Uribe (2004), Benigno e Woodford (2003), Chari, Christiano e Kehoe (1991) e Lucas e Stokey (1983).*

*A política de taxa de juro nominal igual a zero é ainda consistente com os princípios de optimalidade de um outro ângulo. Em particular, é consistente com a não dispersão de preços entre empresas, que diferem somente nas restrições sobre a fixação de preços. Para tal, é necessário que o nível de preços se mantenha estável. Se assim for, então as empresas que não podem mudar os preços irão cobrar o mesmo preço que as empresas que os podem mudar. A estabilidade dos preços no produtor obedece ao princípio de optimalidade de Diamond e Mirrlees (1971), segundo o qual, mesmo num ambiente de segundo óptimo, é desejável não criar distorções na produção. Quando a taxa de juro nominal é zero, uma vez que a taxa de juro real flutua em torno de uma média positiva e a taxa de juro nominal é aproximadamente igual à taxa de juro real menos a inflação esperada, então a taxa de inflação (bruta de impostos) esperada é diferente de zero e flutua com os choques de forma a manter a relação entre as taxas nominal e real. Com impostos sobre o consumo, os movimentos da taxa de inflação podem ser captados pelo movimentos desses impostos de maneira a que o nível de preços antes de imposto (preços no produtor) seja estável.*

(2) *Como a taxa de juro nominal ($i_t$) é o preço da moeda, pode ser escrito como função do custo de produção de moeda ($\gamma$) e da taxa de imposto proporcional sobre a moeda ($\tau_t^m$): $i_t = \gamma\left(1+\tau_t^m\right)$.*

# OS NOVOS ESTADOS-MEMBROS DA UNIÃO EUROPEIA REALIDADES E DESAFIOS*

*Patrícia Silva***

## 1. INTRODUÇÃO

Em 1 de Maio de 2004, teve lugar o maior alargamento da história da União Europeia (UE) com a adesão de dez novos Estados-Membros: República Checa, Estónia, Chipre, Letónia, Lituânia, Hungria, Malta, Polónia, Eslovénia e Eslováquia, elevando assim para 25 o total de Estados-Membros que compõem a União. Em resultado do alargamento, a dimensão da UE medida em termos do número de habitantes aumentou cerca de 19 por cento, passando a ser um mercado constituído por aproximadamente 456 milhões de consumidores. No entanto, o impacto da adesão dos novos Estados-Membros sobre o valor do produto da UE foi consideravelmente menor, representando um aumento inferior a 5 por cento do Produto Interno Bruto (PIB) nominal medido em taxas de câmbio correntes. A discrepância entre o efeito do alargamento sobre a população total e sobre o valor agregado do produto da UE reflecte a diferença entre o nível médio de desenvolvimento económico dos antigos e dos novos Estados-Membros.

Para aderirem à UE os novos Estados-Membros tiveram que reunir um conjunto de condições políticas, económicas e institucionais designadas por critérios de Copenhaga. São três os requisitos previstos no âmbito dos Critérios acordados em 1993: a existência de uma democracia estável que respeite os direitos humanos e proteja as minorias, uma economia de mercado com capacidade para lidar com as pressões competitivas e forças de mercado dentro da UE e, por último, estarem reunidas as condições para que possam cumprir com as obrigações decorrentes do estatuto de Membros da UE, incluindo a adesão aos objectivos políticos, económicos e monetários. No período que antecedeu a adesão à UE, os novos Estados-Membros conseguiram alcançar avanços significativos nas três áreas contempladas pelos critérios. As transformações ocorridas foram particularmente acentuadas nas economias da Europa Central e de Leste, que iniciaram no final da década de 1980 o processo de transição de economias de direcção central para economias de mercado, na sequência da queda do regime socialista. O processo de transição envolveu ajustamentos significativos ao nível económico, que se traduziram na reorganização da estrutura produtiva, numa abertura crescente face ao exterior em termos de trocas comerciais e fluxos de capitais, bem como na reestruturação do sector bancário, a par da implementação de um novo enquadramento institucional da economia. Os progressos alcançados pelos novos Estados-Membros durante este período beneficiaram do forte impulso proporcionado pela própria perspectiva de adesão à UE, que contribuiu para gerar nestes países um consenso nacional em torno do processo de transformação.

Ao aderirem à UE, os novos Estados-Membros tornaram-se também membros da União Económica e Monetária (UEM) com derrogação, o que significa que devem tomar as medidas necessárias que lhes permitam participar na área do euro. À semelhança do que sucedeu com países que actualmente integram a área do euro, a adopção da moeda europeia pelos novos Estados-Membros ficará condicionada ao cumprimento dos critérios

* As opiniões expressas neste artigo são da exclusiva responsabilidade da autora e não coincidem necessariamente com as do Banco de Portugal. Agradeço os comentários e sugestões feitos por Ana Cristina Leal, Cristina Manteu e Marta Abreu.

** Departamento de Estudos Económicos.

de Maastricht. Para o efeito, os novos Membros da UE deverão prosseguir o esforço de estabilização macroeconómica que têm vindo a desenvolver nos últimos anos, ao mesmo tempo que procuram avançar com o processo de convergência real.

Este artigo tem como objectivo analisar a situação económica dos novos Estados-Membros à data da sua integração na UE e discutir os principais desafios que enfrentam nesta nova fase. Na secção 2 são analisados os progressos em termos de convergência real e nominal dos novos Estados-Membros face aos restantes países da UE (UE-15) e o grau de integração existente entre os dois grupos de países, em particular, no que respeita às trocas comerciais e aos fluxos de capitais. Na secção 3, discutem-se os principais desafios que os novos Estados-Membros deverão enfrentar na prossecução da estabilidade macroeconómica e convergência real, no âmbito da sua integração na UE. A secção 4 conclui.

## 2. A ECONOMIA DOS NOVOS ESTADOS-MEMBROS[1]

Os novos Estados-Membros alcançaram, nos últimos anos, progressos consideráveis quer em matéria de convergência real quer em matéria de convergência nominal face à média da UE-15. Em geral, estes países mantiveram taxas de crescimento económico relativamente elevadas e registaram avanços no processo de desinflação. No entanto, na maioria dos novos Estados-Membros, a situação do sector público permanece como factor de vulnerabilidade macroeconómica, apontando para a necessidade de esforços acrescidos de consolidação orçamental.

A adesão à UE foi também precedida por uma crescente integração entre as economias dos novos Estados-Membros e as dos restantes países da UE, em termos de trocas comerciais e de fluxos de investimento directo.

### 2.1. CONVERGÊNCIA REAL E ASPECTOS ESTRUTURAIS

Ao longo da última década, os novos Estados-Membros registaram uma taxa média anual de crescimento do PIB superior à média observada nos países da UE-15 (Quadro 1). Mesmo no período mais recente de 2001-2003, que foi marcado pelo abrandamento económico na UE, o crescimento económico manteve-se sustentado na maioria dos novos Estados-Membros, que no conjunto continuaram a crescer a ritmo superior ao dos países da UE-15. O PIB per capita dos novos Estados-Membros, medido em paridades do poder de compra, representava em 2004 aproximadamente 50 por cento do PIB per capita médio da UE-15, o que corresponde a cerca de mais 10 pontos percentuais do que em 1993 (Gráfico 1). A convergência face ao conjunto da UE-15 foi em média superior nos países que se encontravam mais afastados da média da UE-15, evidenciando um fenómeno de *catching up*. No entanto, continuam a existir acentuadas diferenças em termos individuais[2] .

Quadro 1

**CRESCIMENTO ECONÓMICO**

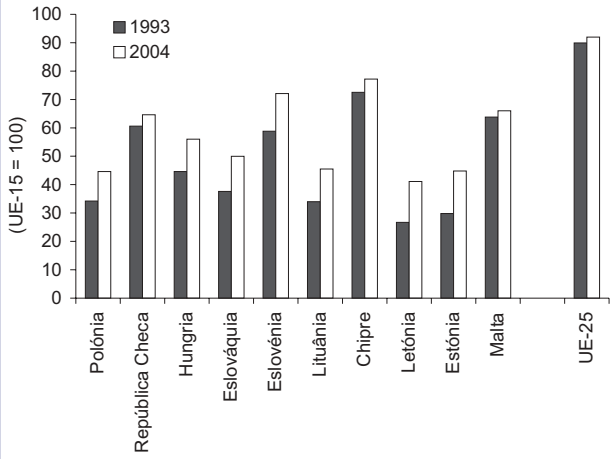
| | Produto Interno Bruto (Taxa de variação média anual, em volume) | | | |
|---|---|---|---|---|
| | 1995-1997 | 1998-2000 | 2001-2003 | 2004 |
| Polónia | 6.6 | 4.3 | 2.1 | 5.8 |
| República Checa | 3.1 | 1.3 | 2.4 | 3.8 |
| Hungria | 2.5 | 4.7 | 3.5 | 3.9 |
| Eslováquia | 5.5 | 2.6 | 4.1 | 4.9 |
| Eslovénia | 4.2 | 4.3 | 2.8 | 3.9 |
| Lituânia | 5.0 | 3.2 | 7.6 | 7.1 |
| Chipre | 3.6 | 4.8 | 2.7 | 3.5 |
| Letónia | 3.7 | 5.0 | 7.3 | 7.5 |
| Estónia | 6.5 | 4.3 | 6.3 | 5.9 |
| Malta | 5.0 | 4.7 | -0.1 | 1.0 |
| UE-15 | 2.2 | 3.1 | 1.2 | 2.3 |

Fontes: Comissão Europeia e Eurostat.

(1) Para uma breve descrição das economias dos novos Estados-Membros veja-se Banco de Portugal (2003).

(2) Entre os novos países que aderiram à UE, apenas o Chipre e a Eslovénia apresentam níveis de PIB per capita que se situam dentro do intervalo de distribuição do PIB per capita dos antigos Membros. No extremo oposto encontra-se a Letónia, cujo nível de PIB per capita é o mais baixo entre os actuais Membros da UE e representa cerca de um quinto do PIB per capita mais elevado, registado pelo Luxemburgo.

Gráfico 1
**PIB PER CAPITA MEDIDO EM PARIDADES DO PODER DE COMPRA: CONVERGÊNCIA PARA A MÉDIA DA UE-15**




Fonte: Comissão Europeia.

As reformas e transformações económicas que tiveram lugar nos novos Estados-Membros conduziram a uma aproximação da estrutura sectorial da actividade económica destes países relativamente à dos restantes Membros da UE, ao traduzirem-se num aumento do peso do sector dos serviços em detrimento do peso dos sectores agrícola e industrial (Quadro 2). No entanto, as diferenças entre os dois grupos de países permanecem mais expressivas no que se refere à distribuição do emprego por sectores de actividade, o que aponta para a existência de um amplo desfasamento entre os dois grupos de países no que respeita à produtividade do trabalho, em especial no sector agrícola.

Na maioria dos novos Estados-Membros as taxas de desemprego situam-se em níveis relativamente elevados e são em média superiores às observadas nos países da UE-15, muito embora existam diferenças significativas em termos individuais (Quadro 3). Os elevados níveis de desemprego registados nestes países são em parte o reflexo do processo de reestruturação sectorial da produção que teve lugar nos últimos anos e da transição das economias para uma lógica de mercado, que terão contribuído para criar um desajustamento de competências entre a oferta e a procura de trabalho que não foi inteiramente suprimido através da flexibilidade do mercado de trabalho.

Quadro 2
**VALOR ACRESCENTADO E EMPREGO POR RAMO DE ACTIVIDADE (2003)**

| | Valor acrecentado[1] (Em percentagem do total) | | | Emprego[2] (Em percentagem do total) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Agricultura | Indústria | Serviços | Agricultura | Indústria | Serviços |
| Polónia | 3.0 | 30.7 | 66.4 | 18.4 | 28.6 | 53.0 |
| República Checa | 2.8 | 37.9 | 59.3 | 4.5 | 39.4 | 56.1 |
| Hungria | 3.7 | 30.2 | 66.1 | 5.8 | 31.9 | 62.3 |
| Eslováquia | 3.9 | 32.0 | 64.0 | 4.4 | 34.1 | 61.5 |
| Eslovénia | 2.6 | 35.8 | 61.6 | 10.9 | 36.9 | 52.3 |
| Lituânia | 6.2 | 31.9 | 61.9 | 17.8 | 28.0 | 54.1 |
| Chipre | 4.3 | 20.2 | 75.6 | 9.1 | 20.7 | 70.2 |
| Letónia | 4.3 | 22.8 | 72.9 | 13.4 | 25.8 | 60.8 |
| Estónia | 4.4 | 28.1 | 67.5 | 6.1 | 32.3 | 61.5 |
| Malta | 2.3 | 27.2 | 70.5 | 1.9 | 34.3 | 63.7 |
| UE-15 | 2.0 | 26.7 | 71.3 | 4.0 | 24.6 | 71.4 |

Fontes: Comissão Europeia e Eurostat.
Notas:
(1) Para a Hungria os últimos dados disponíveis são relativos a 2002.
(2) Para a Polónia e Chipre os últimos dados disponíveis são refentes a 2000.

QUADRO 3

**PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICOS DOS NOVOS ESTADOS-MEMBROS (2004)**

| | PIB[1] (Taxa de variação em volume) | Taxa de desemprego[1] | Inflação[1][3] | Saldo orçamental[2] | Dívida pública[2] | Balança corrente[2] |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Polónia | 5.8 | 19.0 | 3.5 | -5.6 | 47.7 | -2.6 |
| República Checa | 3.8 | 8.3 | 2.8 | -4.8 | 37.8 | -6.1 |
| Hungria | 3.9 | 5.8 | 6.9 | -5.5 | 59.7 | -8.7 |
| Eslováquia | 4.9 | 18.4 | 7.7 | -4.0 | 44.5 | -2.9 |
| Eslovénia | 3.9 | 6.3 | 3.9 | -2.3 | 30.8 | -0.2 |
| Lituânia | 7.1 | 11.4 | 1.2 | -2.5 | 20.9 | -8.7 |
| Chipre | 3.5 | 4.2 | 2.5 | -5.3 | 73.6 | -4.5 |
| Letónia | 7.5 | 9.9 | 6.8 | -2.0 | 14.8 | -9.9 |
| Estónia | 5.9 | 9.7 | 3.4 | 0.5 | 4.8 | -13.0 |
| Malta | 1.0 | 8.6 | 3.7 | -5.1 | 72.5 | -4.0 |
| UE-15 | 2.3 | 8.1 | 1.9 | -2.7 | 64.4 | 0.5 |

Fonte: Comissão Europeia.
Notas:
(1) Em percentagem.
(2) Em percentagem do PIB.
(3) Inflação medida com base no Índice Harmonizado de Preços no Consumidor.

## 2.2. EVOLUÇÃO MACROECONÓMICA RECENTE E CONVERGÊNCIA NOMINAL

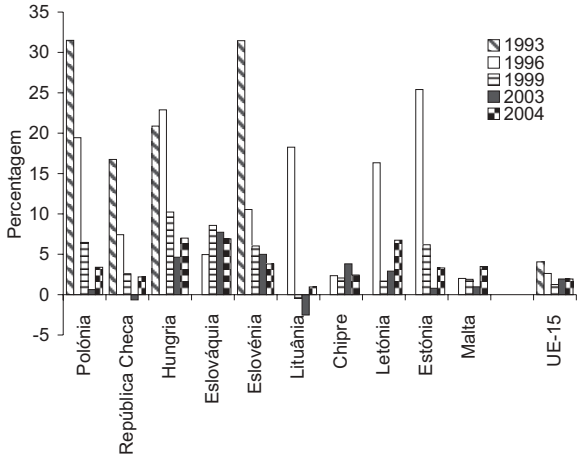
O esforço de estabilização macroeconómica desenvolvido pelos novos Estados-Membros, nos anos que antecederam a adesão à UE, traduziu-se também na convergência em termos nominais face aos países da UE-15.

Em 2003, nas vésperas do alargamento, a inflação média para o conjunto dos novos Estados-Membros, medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor, situava-se num nível idêntico ao da inflação média nos países da UE-15 (Gráfico 2). Apesar do aumento das taxas de inflação registado em 2004 nalguns países, actualmente os níveis de inflação nos novos Estados-Membros são bastante reduzidos, em especial por comparação com os primeiros anos do processo de transição, quando no seguimento da eliminação progressiva dos controles administrativos de preços e de restrições quantitativas da oferta ocorreram significativos reajustamentos de preços. Em meados da década de 1990, excluindo Chipre e Malta que não passaram pelo mesmo processo de transição, a maioria dos novos Estados-Membros registava ainda taxas de inflação a dois dígitos. Um factor determinante para o sucesso do processo de desinflação nos novos Estados-Membros foi existência de um sólido compromisso de redução da inflação por parte das autoridades, no contexto do novo enquadramento institucional da política monetária que surgiu no decorrer do processo de transição[3]. Outro elemento que terá também sido relevante para a redução da inflação foi o alargamento da capacidade de financiamento do défice orçamental nestes países, proporcionada pela introdução de instrumentos de dívida do Tesouro negociados em mercado e pelas receitas de privatizações, na medida em que reduziram as expectativas de financiamento monetário do défice e, consequentemente, as expectativas de inflação[4]. Presentemente, na sequência do processo de desinflação dos últimos anos, os novos Estados-Membros apresentam níveis de inflação muito diversos que decorrem de factores específicos a cada país[5].

(3) A Polónia e a República Checa seguiam um regime de objectivo directo de inflação. Na Hungria, na Eslovénia e na Eslováquia existia um objectivo explícito de estabilidade de preços. Os restantes países tinham ligações cambiais relativamente a moedas ou cabazes de moedas com taxas de inflação mais reduzidas.

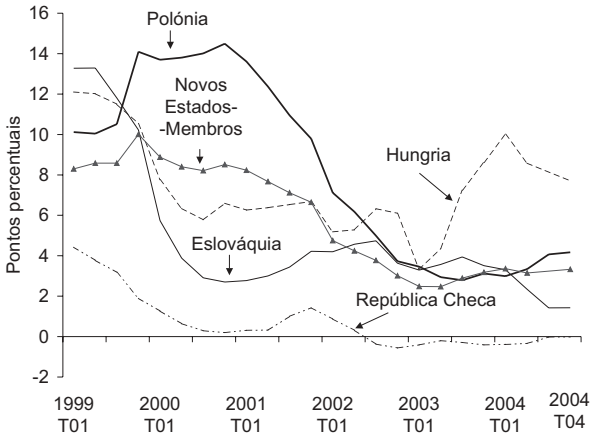
(4) Veja-se Wachtel e Korhoen (2004) para uma discussão mais alargada sobre o processo de desinflação nos países em transição.

Gráfico 2
**EVOLUÇÃO DA INFLAÇÃO NOS NOVOS ESTADOS-MEMBROS[a]**



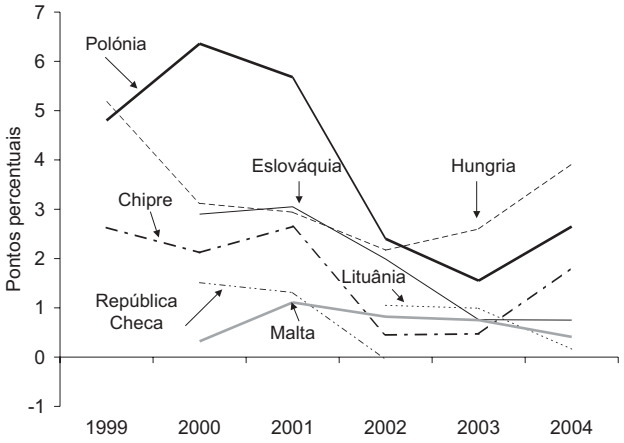

Fonte: Comissão Europeia.
Nota:
(a) Inflação medida pelo Índice de Preços no Consumidor, devido à disponibilidade limitada de dados para o Índice Harmonizado.

Gráfico 3
**DIFERENCIAL DAS TAXAS DE JURO DO MERCADO MONETÁRIO A 3 MESES FACE À UE-15**




Fonte: Eurostat.

Gráfico 4
**DIFERENCIAL DAS TAXAS DE JURO DE LONGO PRAZO FACE À UE-15[a]**

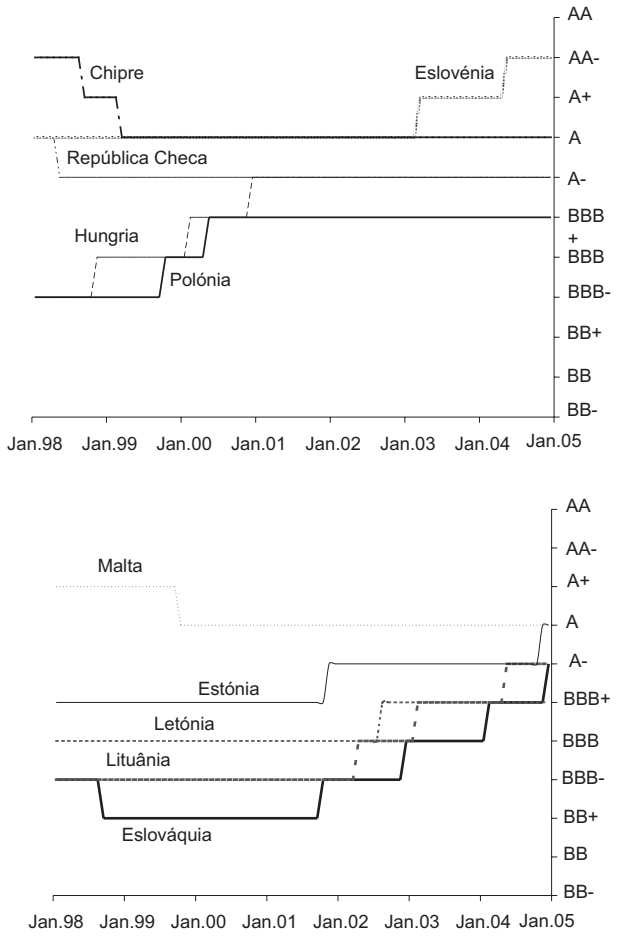



Fonte: Eurostat.
Nota:
(a) Não existe informação disponível para a Eslovénia, Letónia e Estónia.

Os progressos em termos de convergência nominal são igualmente visíveis na evolução das taxas de juro. Ao longo dos últimos anos, as taxas de juro dos novos Estados-Membros têm vindo a diminuir de níveis ainda relativamente elevados no final da década de 1990 para valores próximos dos verificados nos restantes países da UE. Esta redução tem sido observada quer nos prazos curtos, quer nos prazos mais longos (Gráficos 3 e 4). Entre o início de 1999 e o final de 2003, o diferencial das taxas de juro a 3 meses face à média da UE-15 caiu de cerca de 8 pontos percentuais para aproximadamente 3 pontos percentuais no conjunto dos novos Estados-Membros, enquanto o diferencial da rendibilidade implícita das obrigações do Tesouro a 10 anos registou uma trajectória descendente, situando-se, em 2003, abaixo dos 2 pontos percentuais em praticamente todos os países. A evolução das taxas de juro nos últimos anos decorreu, por um lado, da estabilização macroeconómica alcançada nos novos Estados-Membros, em particular, do controlo da inflação e da redução das expectativas inflacionistas e, por outro, das expectativas de entrada destes países para a UE. A conjugação destes factores contribuiu para melhorar a avaliação destes países por parte dos investidores internacionais (Gráfico 5), permitindo assim um maior acesso ao mercado de capitais e a redução dos prémios de risco.

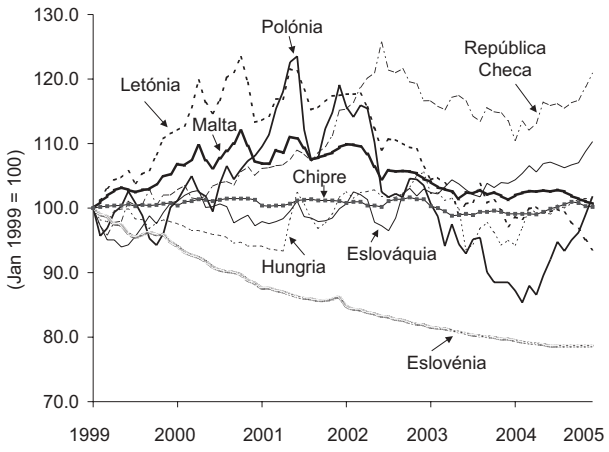
(5) Em 2003, por exemplo, enquanto a Eslováquia registou a taxa de inflação mais elevada da UE-25, devido ao efeito da liberalização de preços administrados durante o ano, a Lituânia apresentou uma queda do índice de preços no consumidor, em resultado da apreciação do euro face ao dólar.

Gráfico 5
**STANDARD & POOR'S RATING PARA OBRIGAÇÕES DO TESOURO DE LONGO PRAZO DENOMINADAS EM MOEDA ESTRANGEIRA**




Fonte: Standard & Poor's.

Gráfico 6
**TAXA DE CÂMBIO NOMINAL FACE AO EURO[a]**



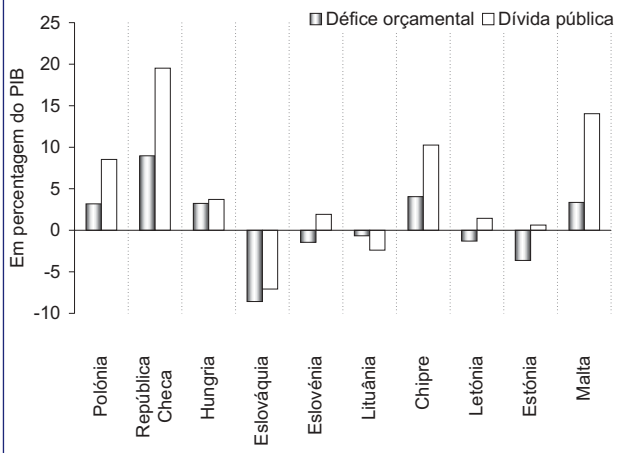

Fonte: Eurostat.
Nota:
(a) Um aumento corresponde a uma apreciação face ao euro.

Desde a criação do euro em 1 de Janeiro de 1999, as moedas dos novos Estados-Membros têm seguido tendências diversas face à moeda europeia (Gráfico 6). Para além dos desenvolvimentos macroeconómicos e políticos de cada país, a diversidade observada nas tendências de evolução cambial face ao euro tem sido também influenciada pelo facto dos novos Estados-Membros seguirem regimes cambiais bastante diferentes entre si e pelas alterações de regime cambial introduzidas em cada país (Caixa). Após a adesão à UE, a Estónia, a Lituânia e a Eslovénia entraram para o Mecanismo de Taxas de Câmbio II (MTC II), no dia 27 de Junho de 2004. Desta forma, a paridade central das moedas destes países passou a estar fixada face ao euro, podendo a taxa de mercado oscilar dentro de uma margem de flutuação de ±15 por cento em torno da paridade central. A partir de 1 de Janeiro de 2005, a Letónia passou a seguir um regime de ligação cambial da sua moeda ao euro, que veio substituir o SDR como moeda de referência do regime cambial, com uma margem de flutuação de ±1 por cento em torno da paridade central. Na medida em que o Tratado da União prevê a obrigatoriedade da adopção do euro quando os critérios exigidos para o efeito forem observados, é esperado que todos os novos Estados-Membros venham eventualmente a participar no MTC II, dado que a estabilidade cambial dentro deste sistema por um período de dois anos é um dos critérios relevantes.

No que respeita às finanças do sector público, os desequilíbrios verificados na maioria dos novos Estados-Membros apontam para a necessidade de esforços acrescidos de consolidação orçamental. Em 2004, a maioria dos novos Estados-Membros registou défices orçamentais superiores à média dos países da UE-15 (Quadro 3). No entanto, a dívida pública destes países foi em média inferior à dos restantes Membros da UE. Em termos individuais existem, porém, realidades consideravelmente diferentes no que respeita à situação das finanças públicas. Enquanto os países do Báltico[6] e a Eslovénia registaram, em 2004, simultaneamen-

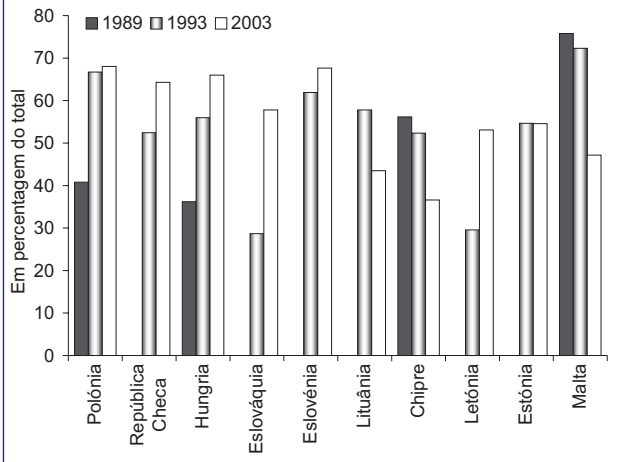
te saldos orçamentais e dívidas públicas compatíveis com os valores de referência estabelecidos no Tratado da UE, o Conselho Europeu declarou a existência de défices orçamentais excessivos na Polónia, República Checa, Hungria, Eslováquia, Chipre e Malta. Com excepção da Eslováquia, todos estes países registaram nos últimos três anos uma forte deterioração das contas públicas, que se traduziu no aumento acentuado do rácio da dívida e no agravamento do défice orçamental (Gráfico 7). A deterioração da situação das finanças públicas ocorrida na maioria dos novos Estados-Membros esteve relacionada com o abrandamento macroeconómico, nalguns casos, mas também com adopção de políticas orçamentais expansionistas. Por outro lado, a diminuição das taxas de juro permitiu reduzir os custos de financiamento da dívida pública, pelo que, apesar do aumento do rácio da dívida registado nalguns países, não houve de uma maneira geral um agravamento das despesas com juros. Nestas condições, o aumento do défice público resultou essencialmente da deterioração do saldo orçamental primário.

Gráfico 7
**VARIAÇÃO DO DÉFICE ORÇAMENTAL E DA DÍVIDA PÚBLICA NOS NOVOS ESTADOS-MEMBROS (2000-2003)**




Fonte: Comissão Europeia.

Gráfico 8
**PESO DA UNIÃO EUROPEIA NO COMÉRCIO DOS NOVOS ESTADOS-MEMBROS (MERCADORIAS)**




Fonte: Fundo Monetário Internacional.

## 2.3. INTEGRAÇÃO COM A UNIÃO EUROPEIA

A década de 1990 foi caracterizada por uma crescente integração entre as economias dos novos Estados-Membros e as dos restantes países da UE, através da intensificação das trocas comerciais entre os dois grupos e do aumento dos fluxos de investimento directo estrangeiro da UE nos novos Estados-Membros.

A UE tem vindo a ganhar uma relevância crescente no comércio externo dos novos Estados-Membros, tendo-se tornado no principal parceiro comercial daquele grupo de países. Entre 1993 e 2003, o peso da UE-15 nas trocas comerciais de mercadorias dos novos Estados-Membros aumentou em aproximadamente 7 pontos percentuais para cerca de 63 por cento (Gráfico 8). Em termos individuais, de acordo com os dados disponíveis para 2003, a importância da UE-15 no comércio externo dos novos Estados-Membros oscilava entre 37 por cento das trocas totais de mercadorias no Chipre e 68 por cento na Eslovénia e Polónia. Por outro lado, durante o mesmo período, os novos Estados-Membros conseguiram também aumentar a sua proporção no comércio externo da UE-15. A quota dos novos Estados-Membros nas importações extra-comunitárias dos países da UE-15 subiu de 5.6 por cento para 11.6 por cento, entre 1993 e 2003. Em termos do comércio total de mercadorias (importações e exportações) da UE-15, excluindo as trocas intra-comunitárias, o peso dos novos Estados-Membros aumentou de

(6) Estónia, Letónia e Lituânia.

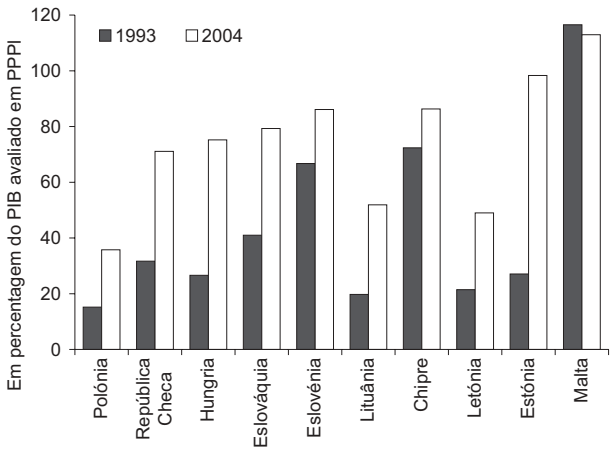
6.4 por cento do total em 1993 para 12.4 por cento em 2003.

A intensificação das trocas comerciais entre os novos Estados-Membros e a UE-15 foi impulsionada pela própria perspectiva de adesão à UE e também pela progressiva redução das barreiras ao comércio entre os dois grupos de países durante a década de 1990, através da realização de acordos de comércio - os chamados Acordos da Europa - que previam uma gradual liberalização do comércio entre a UE e os então países candidatos. A liberalização concentrou-se inicialmente ao nível dos bens manufacturados e envolveu uma mais rápida abertura do mercado por parte da própria UE do que pelos novos Membros(7) . Ao nível dos produtos agrícolas, a liberalização das trocas comerciais foi mais tardia e processou-se de uma forma mais gradual, só tendo havido uma completa eliminação das barreiras ao comércio destes produtos na data de adesão dos novos Estados-Membros(8) .

No caso das antigas economias de direcção central, o aumento das trocas comerciais com a UE foi especialmente significativo durante os primeiros anos do processo de transição, dado que a adopção das regras da economia de mercado e a alteração do regime político conduziram a uma maior abertura destes países ao comércio internacional(9) e levaram à reorientação das trocas comerciais a favor dos países da UE-15, em detrimento das trocas com a antiga União Soviética. Tomando em consideração as exportações e importações totais de bens e serviços, nos oito novos Estados-Membros classificados como economias em transição o grau médio de abertura ao exterior(10) duplicou, entre 1993 e 2003, para aproximadamente 64 por cento do PIB medido em PPP (Gráfico 9).

Nos anos que antecederam o alargamento da UE, os novos Estados-Membros efectuaram também uma progressiva liberalização dos movimentos de capitais, que à data de adesão se encontrava já praticamente concluída(11). O processo de liberalização dos movimentos de capitais nos novos Estados-Membros foi acompanhado por um forte aumento dos fluxos de investimento directo entre

Gráfico 9
**GRAU DE ABERTURA AO EXTERIOR**




Fonte: Comissão Europeia.

estes países e o resto do mundo, em especial a partir da segunda metade da década de 1990. Em 2002, os fluxos totais de investimento directo tinham praticamente triplicado face ao valor registado em 1995, ascendendo a cerca de 25.8 biliões de euros (Gráfico 10). Em termos de composição, apesar do aumento dos fluxos de investimento entre os novos Estados-Membros e o exterior ter sido significativo em ambos os sentidos, mais de 90 por

(7) Veja-se EBRD (2003).

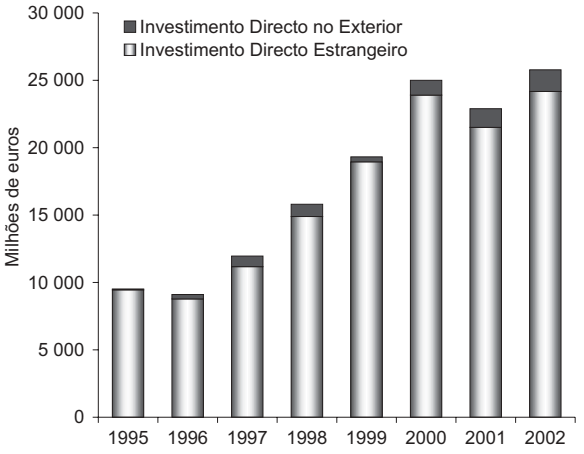
(8) Veja-se De Nederlandsche Bank (2004).

(9) Entre estes países a única excepção é a Eslovénia que não fazia parte do bloco Soviético e registava já no início da década de 1990 um elevado grau de abertura ao exterior.

(10) O grau médio de abertura ao exterior corresponde à média simples dos graus de abertura individuais. Para cada país, o grau de abertura ao exterior foi calculado como o quociente entre o valor total em euros das exportações e importações de bens e serviços e o PIB medido em PPP face ao euro, seguindo a metodologia proposta por Berg e Krueger (2003). O uso da PPP, em vez da taxa de câmbio corrente, para converter o PIB de cada país para euros tem duas vantagens. Por um lado, permite que se efectuem comparações estáticas no tempo entre países que se encontram em diferentes estádios de desenvolvimento e que podem ter, portanto, níveis de preços dos bens não transaccionáveis consideravelmente diferentes. Por outro lado, evita também que em comparações intertemporais para um dado país, por via do efeito de Balassa-Samuelson, se obtenha uma diminuição contra-intuitiva do indicador de abertura ao comércio internacional devido ao aumento da produtividade no sector dos bens transaccionáveis no decorrer do processo de desenvolvimento económico.

(11) Actualmente, subsistem apenas algumas limitações relativas à compra de terrenos e de bens imóveis por não residentes, que deverão vigorar durante os períodos de transição estabelecidos para cada país no âmbito das negociações de adesão. Para informação mais detalhada sobre as restrições à movimentação de capitais veja-se De Nederlandsche Bank (2004).

Gráfico 10
**FLUXOS DE INVESTIMENTO DIRECTO NOS NOVOS ESTADOS-MEMBROS**




Fontes: Fundo Monetário Internacional e Eurostat.

cento dos fluxos totais correspondem a investimento directo estrangeiro nas economias dos novos Estados-Membros.

Com efeito, os novos Estados-Membros revelaram-se países bastante atractivos para o investimento directo estrangeiro. Os dados disponíveis para o Índice de Performance das Nações Unidas (Quadro 4) mostram que estes países conseguiram captar fluxos de investimento directo estrangeiro relativamente elevados face à sua dimensão económica, durante a segunda metade da década de 1990, apresentando um desempenho em média superior ao dos países da UE-15 e de outras economias em desenvolvimento(12).

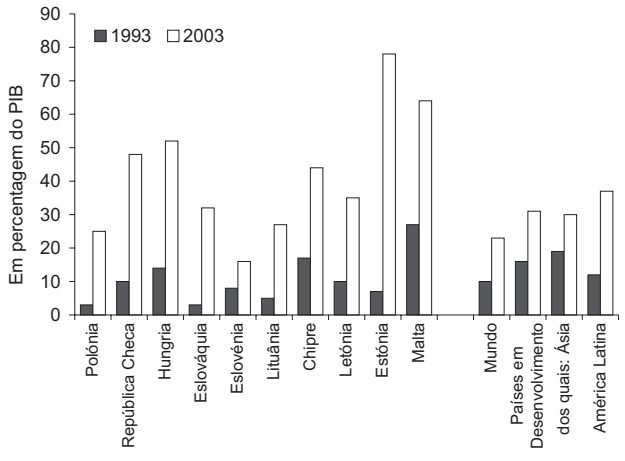
O acentuado aumento do volume dos fluxos de investimento directo nos novos Estados-Membros, no decorrer do processo de liberalização das transacções de capitais, resultou da existência de importantes oportunidades de investimento não exploradas naqueles países. Por comparação com outros países em desenvolvimento e mercados emergentes, os novos Estados-Membros, com excepção do Chipre e Malta, apresentavam *stocks* de investimento directo estrangeiro reduzidos no início da década de 1990 (Gráfico 11), que rapidamente se aproximaram dos níveis registados nos outros países. Entre as condições favoráveis ao investimento directo estrangeiro nos novos Esta-

Quadro 4
**ÍNDICE DE PERFORMANCE EM INVESTIMENTO DIRECTO ESTRANGEIRO(1)**

| | 1993-1995 | 1998-2000 | 2001-2003 |
|---|---|---|---|
| Polónia | 2.2 | 1.4 | 1.2 |
| República Checa | 3.1 | 2.7 | 3.9 |
| Hungria | 6.8 | 1.2 | 2.3 |
| Eslováquia | 1.5 | 1.4 | 4.0 |
| Eslovénia | 0.8 | 0.2 | 1.6 |
| Lituânia | 1.0 | 1.6 | 1.5 |
| Chipre | 1.0 | 1.9 | 3.2 |
| Letónia | 4.2 | 1.6 | 1.8 |
| Estónia | 5.0 | 2.4 | 4.1 |
| Malta | 4.1 | 4.6 | 1.0 |
| Países Desenvolvidos | 0.8 | 1.0 | 0.9 |
| UE-15 | 1.1 | 1.6 | 1.9 |
| Países em Desenvolvimento | 2.0 | 1.0 | 1.3 |
| América Latina | 1.6 | 1.4 | 1.4 |
| Ásia | 2.3 | 0.9 | 1.2 |

Fonte: Nações Unidas.
Nota:
(1) O Índice de Performance em Investimento Directo Estrangeiro é calculado como o quociente entre a proporção dos fluxos mundiais de investimento directo estrangeiro que são recebidos por cada país e o contributo desse país para o PIB mundial. Desta forma, um valor superior à unidade significa que o país em causa recebe uma proporção dos fluxos de investimento directo superior à sua dimensão económica.

Gráfico 11
***STOCKS* DE INVESTIMENTO DIRECTO ESTRANGEIRO NOS NOVOS ESTADOS-MEMBROS**



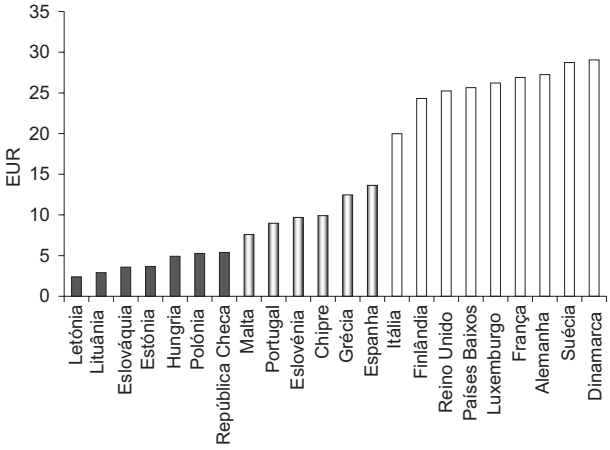

Fonte: Nações Unidas.

(12) Veja-se também Nações Unidas (2003).

dos-Membros destacam-se os baixos custos do trabalho[13] (Gráfico 12), o nível de educação da população relativamente elevado face a outras economias em idêntico estádio de desenvolvimento e uma localização geográfica privilegiada, devido à proximidade das economias industrializadas por comparação com as economias asiáticas e da América Latina, bem como a necessidade de modernização das estruturas de produção inerente ao processo de transição. Adicionalmente, a melhoria do ambiente empresarial, os avanços alcançados na criação de uma economia de mercado nos países em transição, aliados à perspectiva de adesão à UE e à estabilização das condições e políticas macroeconómicas, terão sido também determinantes para o aumento do investimento estrangeiro, ao influenciarem positivamente a avaliação daqueles países por parte dos investidores internacionais.

A crescente abertura ao exterior através dos fluxos de investimento directo traduziu-se também numa maior integração entre as economias dos novos Estados-Membros e os países da UE-15. De acordo com a repartição geográfica dos fluxos de investimento directo recebidos pelos novos Estados-Membros em 2002, os países da UE-15 foram os principais investidores na região, responsáveis por cerca de 84 por cento do total do investimento exterior aí realizado durante o ano. No mesmo período, os novos Estados-Membros foram o destino de cerca de 12 por cento do investimento directo total realizado pelos países da UE-15 no exterior da UE.

Gráfico 12
**CUSTOS POR HORA DE TRABALHO NA INDÚSTRIA E SERVIÇOS[a]**
**(2002)**




Fonte: Eurostat.
Nota:
(a) Os custos por hora de trabalho foram medidos em Paridades do Poder de Compra para eliminar o efeito da variação cambial das moedas nacionais face ao euro.

## 3. DESAFIOS

Ao longo de mais de uma década marcada pelas transformações inerentes ao processo de transição para economias de mercado, pela intensificação das trocas comerciais com o resto do mundo e posterior liberalização dos movimentos de capitais, os novos Estados-Membros conseguiram estabelecer uma integração crescente das suas economias com as dos restantes países da UE. A adesão à UE não representa o culminar deste processo, mas antes o início de uma nova fase da integração destes países no projecto europeu. Nesta nova etapa de integração europeia, é esperado que os novos Estados-Membros desenvolvam os esforços necessários ao cumprimento dos critérios de Maastricht com vista à sua participação na área do euro, procurando, simultaneamente, prosseguir numa trajectória de crescimento económico sustentado e de convergência real face aos restantes países da UE, por forma a consolidar os progressos já alcançados nessa matéria. Neste contexto, vários desafios se colocam à condução da política económica nestes países. Os novos Estados-Membros terão que lidar com os desafios inerentes à conclusão do processo de desinflação e à gestão do aprofundamento da integração monetária com a UE, bem como com os desafios resultantes dos desequilíbrios do sector público e das necessidades de financiamento externo das respectivas economias.

### 3.1. DESEQUILÍBRIOS EXTERNOS

Os novos Estados-Membros apresentam um saldo deficitário da balança corrente (Quadro 3), sendo particularmente elevado nos países do Báltico, Hungria e República Checa. Estes desequilíbri-

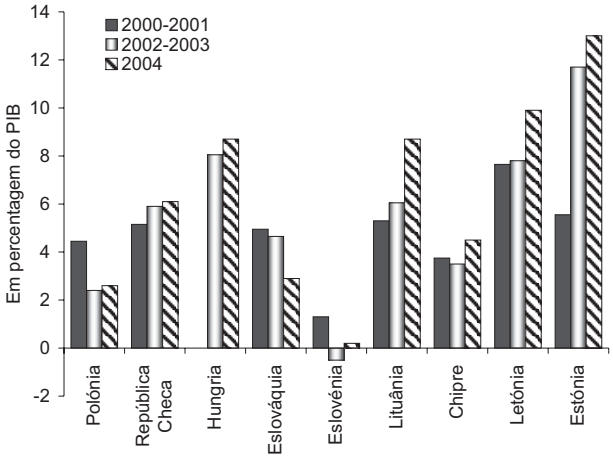
(13) Em 2001, o custo médio por hora de trabalho para o conjunto dos novos Estados-Membros correspondia a aproximadamente 22 por cento do custo médio nos países da UE-15.

os tendem a ser o reflexo do próprio processo de convergência real, na medida em que rendibilidades mais atractivas dos projectos de investimento nestes países conduzem a um nível de investimento elevado por comparação com as taxas de poupança internas, sendo a diferença coberta por influxos de capitais sob a forma de investimento directo estrangeiro ou outras formas de financiamento junto do exterior.

A análise da evolução recente dos desequilíbrios externos revela que a maioria dos novos Estados-Membros registou uma tendência de alargamento do défice da balança corrente durante os últimos anos, invertendo a trajectória de redução dos desequilíbrios externos observada no período de 1998-2000 (Gráfico 13). A deterioração da balança corrente verificada na maioria dos países teve origem no rápido crescimento do crédito bancário, associado ao processo de liberalização financeira, e na adopção de políticas orçamentais expansionistas, que conduziram a um aumento das importações.

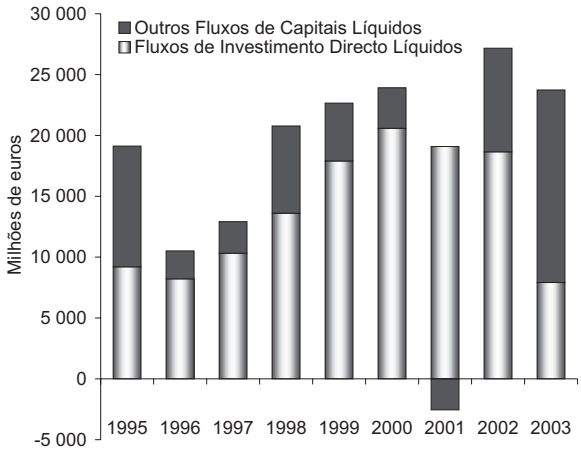
Em simultâneo com a deterioração do défice da balança corrente, verificou-se uma alteração da composição dos fluxos de capitais estrangeiros recebidos pelos novos Estados-Membros. O processo de transição para economias de mercado e a perspectiva de adesão à UE permitiram aos novos Estados-Membros atrair elevados influxos de capitais, em especial desde da segunda metade da década de 1990, contrariando a tendência geral de redução dos fluxos de capitais privados para as economias de mercado emergente na sequência da crise asiática de 1997. Os fluxos de investimento directo estrangeiro representam uma parte significativa do total de fluxos de capitais recebidos pelos novos Estados-Membros. Entre 1995 e 2000, os fluxos líquidos de investimento directo estrangeiro recebidos pelos novos Estados-Membros aumentaram de cerca de 9.0 biliões de euros para aproximadamente 18.7 biliões de euros em 2000, atingindo nesse ano o seu valor máximo (Gráfico 14). Para além dos factores de natureza estrutural favoráveis ao investimento estrangeiro referidos na secção 2.3., o acentuado aumento do investimento directo durante este período foi também impulsionado pelo efeito temporário decorrente do processo de privatizações levado a cabo nos novos Estados-Membros, em particular a privatização do sector bancário, que proporcionou uma oportunidade para a entrada de bancos estrangeiros naqueles países. Nos anos mais recentes, a estrutura dos fluxos de capitais recebidos pelos novos Estados-Membros tem vindo a alterar-se no sentido do au-

Gráfico 13
**EVOLUÇÃO DO DÉFICE DA BALANÇA CORRENTE NOS NOVOS ESTADOS-MEMBROS[(a)]**




Fonte: Comissão Europeia.
Nota:
(a) Excluindo Malta devido à disponibilidade limitada de dados.

Gráfico 14
**FLUXOS DE CAPITAIS RECEBIDOS PELOS NOVOS ESTADOS-MEMBROS[(a)]**



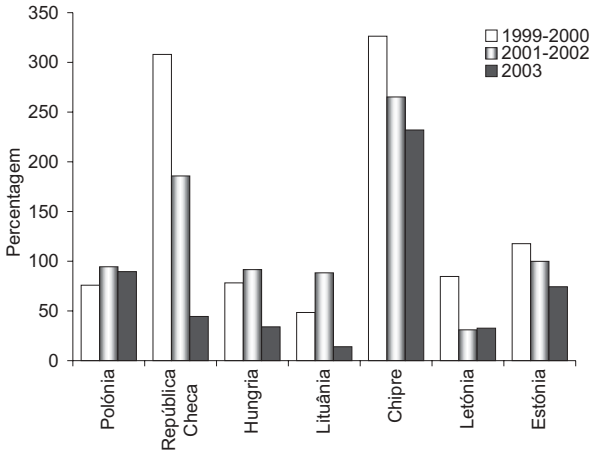

Fonte: Fundo Monetário Internacional.
Nota:
(a) Excluindo a Eslováquia por indisponibilidade de dados.

mento dos fluxos geradores de dívida, em detrimento dos influxos líquidos de investimento estrangeiro[14]. Esta alteração da composição dos fluxos de capitais decorreu, por um lado, do facto da privatização do sector bancário ter sido largamente concluída no período anterior e, por outro, do aumento das necessidades de financiamento do sector público associada à deterioração da situação orçamental, que se traduziu na emissão de títulos de dívida que foram em parte adquiridos por investidores estrangeiros. Desta forma, desde 2001, os fluxos de investimento estrangeiro para os novos Estados-Membros têm vindo a registar um decréscimo, situando-se em 2003 em aproximadamente 8.0 biliões de euros, enquanto o volume dos restantes fluxos de capitais tem vindo a aumentar.

Perante um cenário de persistência de défices elevados da balança corrente e de tendência para o aumento da proporção do financiamento externo realizado através de fluxos de capitais de curto e médio-prazo, podem levantar-se questões de sustentabilidade da balança corrente no médio prazo e de exposição acrescida do país à volatilidade dos mercados financeiros.

No caso dos novos Estados-Membros, estes riscos surgem atenuados pelo facto de uma parte significativa desses fluxos de capitais corresponderem a fluxos do sector bancário, em virtude do sistema financeiro destes países ser dominado por bancos detidos na sua maioria por instituições financeiras sediadas nos países da UE-15. Deste modo, é de esperar que a volatilidade dos fluxos de dívida associados ao sector bancário seja inferior à dos fluxos relativos aos restantes sectores da economia. Por outro lado, apesar da diminuição do volume de fluxos de investimento directo estrangeiro registada nos últimos anos, o défice da balança corrente continuar a ser actualmente compensado na sua maioria por esse tipo de fluxos (Gráfico 15). Deste modo, na medida em que os novos Estados-Membros consigam continuar a captar fluxos de investimento directo estrangeiro, prossigam numa trajectória de aumento do produto potencial das suas economias e, simultaneamente, consigam controlar as necessidades de financiamento do sector público, os riscos decorrentes dos desequilíbrios externos deverão permanecer controlados.

Gráfico 15
**FLUXOS DE INVESTIMENTO DIRECTO ESTRANGEIRO EM PROPORÇÃO DO DÉFICE DA BALANÇA CORRENTE NOS NOVOS ESTADOS-MEMBROS**




Fonte: Fundo Monetário Internacional.

Os fluxos de investimento directo estrangeiro, pelo facto de serem motivados por oportunidades de investimento reais, tendem a conferir um maior grau de protecção das economias contra a volatilidade dos mercados financeiros comparativamente aos restantes fluxos de capitais. Devido à sua natureza, os fluxos de investimento directo têm por base uma perspectiva de investimento a longo-prazo, sendo por isso menos reversíveis que os restantes, o que proporciona como tal uma maior estabilidade. Por outro lado, os fluxos de investimento directo estrangeiro apresentam também vantagens relativamente aos fluxos geradores de dívida externa no que respeita à evolução do seu valor e rendibilidade ao longo do ciclo económico. Enquanto a rendibilidade do investimento directo estrangeiro depende da rendibilidade do investimento real, sendo portanto pró-cíclica e contingente na performance da economia, o valor e o serviço da dívida externa, pelo contrário, tendem a agravar-se em períodos de crise geralmente caracterizados por quebra do produto e desvalorização cambial. Assim, o financiamento da balança corrente através de fluxos de investimento directo estrangeiro tende a reduzir a vulnerabilidade da economia a crises da balança financeira. Adicional-

(14) Para uma análise mais detalhada da composição dos fluxos de capitais recebidos pelos novos Estados-Membros veja-se Baudino et al. (2004).

mente, os fluxos de investimento directo estrangeiro têm também um contributo importante para a sustentabilidade do crescimento económico e para o processo de convergência real, na medida em que permitem a importação e difusão de novas tecnologias e técnicas de gestão, com consequências positivas sobre a produtividade, e geram efeitos dinamizadores sobre a actividade que se fazem sentir sobre o resto da economia. Esta vantagem dos fluxos de investimento directo assume elevada relevância para os novos Estados-Membros, dado que nestes países os níveis de investimento permanecem ainda baixos por comparação com outros países da OCDE[15] e existe a necessidade de substituir capital obsoleto e modernizar tecnologias.

### 3.2. DISCIPLINA ORÇAMENTAL

Outros dos principais desafios que se colocam aos novos Estados-Membros estão relacionados com o desequilíbrio das contas do sector público, dado que para além da recente deterioração das finanças públicas, estes países terão também que lidar com um conjunto de factores susceptíveis de gerar pressões adicionais sobre a situação orçamental durante os próximos anos. Alguns desses factores são, aliás, comuns aos dos restantes Estados-Membros. Com efeito, apesar de se tratarem de países em diferente estádio de desenvolvimento económico, quando comparados com os países da UE-15, os novos Estados-Membros apresentam níveis semelhantes de despesa pública em percentagem do PIB e enfrentam desafios orçamentais idênticos no que respeita aos efeitos do envelhecimento da população sobre as despesas de saúde e o pagamento de pensões. Porém, no caso dos novos Estados-Membros, existem também outros factores que podem conduzir a tensões acrescidas sobre a situação orçamental, tais como a redução esperada das receitas de privatizações durante os próximos anos e a existência de importantes responsabilidades contingentes no sector público, que não se encontram reflectidas nas estatísticas oficiais. Por outro lado, a própria adesão à UE deverá produzir ainda efeitos adicionais que deverão fazer sentir-se ao longo dos próximos anos, na medida em que envolve a participação dos novos Estados-Membros no orçamento comunitário, o co-financiamento nacional de projectos de investimento apoiados pela UE, a implementação do acervo comunitário relacionado com questões de harmonização fiscal e o cumprimento de normas e regulamentos vários que poderão ter impacto sobre as finanças do sector público[16].

O controlo das finanças públicas assume especial relevância não só por questões de estabilização macroeconómica e de sustentabilidade da dívida pública, como também porque condiciona o cumprimento de dois dos critérios relevantes para a eventual adopção do euro pelos novos Estados-Membros. Com efeito, a manutenção de uma trajectória de deterioração das finanças públicas, como a observada no período recente, tenderia a condicionar o uso da política orçamental como instrumento de estabilização macroeconómica e poderia conduzir a uma dinâmica de aumento continuado do rácio da dívida pública em percentagem do PIB, com o consequente ónus em termos dos custos de financiamento do sector público. Adicionalmente, a persistência de défices orçamentais elevados poderia traduzir-se também em efeitos adversos sobre a inflação e a estabilidade cambial.

Neste contexto, é de esperar que a implementação de um esforço acrescido de consolidação orçamental venha a constituir uma das principais prioridades durante os próximos anos, em especial nos novos Estados-Membros que se encontram em situação de défice excessivo. Importa salientar que alguns países começaram já a tomar medidas nesse sentido, tendo dado início ao processo de reforma do sistema de pensões.

### 3.3. INFLAÇÃO

Na sequência do processo de desinflação, a maioria dos novos Estados-Membros conseguiram alcançar níveis de inflação próximos dos registados na generalidade dos países desenvolvidos. No entanto, existem várias pressões ascendentes sobre os preços dos novos Estados-Membros, que podem conduzir a um alargamento do diferencial de inflação destes países face aos países da UE-15 e

(15) Veja-se EBRD (2003).

(16) Para estimativas dos efeitos de médio prazo da adesão à UE sobre o saldo orçamental dos novos Estados-Membros veja-se CESifo (2004).

colocar desafios à condução da política económica naqueles países.

Nos novos Estados-Membros são esperados efeitos positivos sobre o nível de preços, durante os primeiros anos de participação na UE, decorrentes da harmonização em matérias fiscais para as quais os países beneficiam de períodos de transição estabelecidos no âmbito das negociações de adesão. Incluem-se neste contexto medidas como o nivelamento dos impostos aduaneiros com os praticados pelos restantes Membros da UE, a compatibilização das taxas do Imposto sobre o Valor Acrescentado com os níveis estabelecidos no acervo comunitário e a introdução do sistema de intervenção nos preços dos produtos agrícolas definido pela Política Agrícola Comum(17).

Por outro lado, o aumento dos preços administrados associado à conclusão do processo de liberalização dos preços em sectores de cujo preço praticado se encontrava significativamente abaixo do custo de produção, como é o caso dos serviços básicos de aquecimento, deverá também traduzir-se num efeito positivo sobre a inflação nos novos Estados-Membros.

Outra possível fonte de riscos de inflação nos novos Estados-Membros seria a ausência de consolidação orçamental durante os próximos anos, em especial nos países que registam actualmente défices elevados do sector público. A eventual persistência ou agravamento dos desequilíbrios das contas públicas poderia traduzir-se numa deterioração da confiança dos investidores e conduzir, desta forma, a um aumento das tensões inflacionistas e da volatilidade cambial naqueles países, dificultando gestão a política monetária nos novos Estados-Membros.

Os novos Estados-Membros encontram-se também sujeitos a pressões sobre o nível de preços decorrentes do efeito de Balassa-Samuelson, associado ao processo de convergência real e de ajustamento estrutural em que se encontram envolvidos. A transição para as regras da economia de mercado e a crescente abertura ao exterior em termos de trocas comerciais e de investimento directo estrangeiro, tem conduzido a uma crescente exposição do sector de bens transaccionáveis dos novos Estados-Membros à concorrência internacional. Nestas condições, por via do efeito de Balassa-Samuelson(18), o processo de convergência real tende a aproximar os níveis de preços dos novos Estados-Membros dos que se verificam nos países da UE-15, conduzindo a uma apreciação real da moeda. Tendo em conta que o impacto sobre a inflação implícito no efeito de Balassa-Samuelson depende do grau de ajustamento da taxa de câmbio nominal em cada país, neste contexto, o objectivo de estabilidade de preços poderá não ser compatível com a estabilidade cambial.

### 3.4. INTEGRAÇÃO MONETÁRIA

O aprofundamento da integração monetária com a UE coloca também desafios aos novos Estados-Membros no que respeita ao ritmo a que a integração deve prosseguir e à gestão da política monetária durante o período de transição.

Num contexto de elevada mobilidade de capitais, existe a possibilidade de se verificar uma forte expansão dos fluxos de capitais dirigidos aos novos Estados-Membros, no decorrer do processo de convergência económica e de preparação para a adopção do euro, em especial de capitais de mais curto prazo associados a oportunidades de lucro decorrentes de actividades especulativas, no âmbito dos chamados *jogos de convergência*. Nestas circunstâncias, ao aumentar a procura de activos domésticos, a entrada de fluxos de capitais em excesso poderia conduzir a uma subida do preço dos activos a um ritmo muito superior ao ritmo de crescimento da economia e resultar em bolhas especulativas, que contribuíram para fragilizar o sistema financeiro. De igual modo, um acentuado aumento do crédito interno, ao conduzir a uma rápida expansão da procura doméstica de bens de consumo e investimento, poderia gerar uma situação de sobreaquecimento da economia, com um acentuado aumento da inflação.

(17) Para mais informações sobre a implementação da Política Agrícola Comum nos novos Estados-Membros veja-se Comissão Europeia (2004).

(18) O aumento do nível de preços, descrito pelo efeito de Balassa-Samuelson, resulta do facto do aumento da produtividade que ocorre no sector dos bens transaccionáveis durante processo de *catching up* gerar uma subida dos salários neste sector que, por via da mobilidade do factor trabalho entre os dois sectores, conduz também a maiores salários no sector dos bens não transaccionáveis, onde o diferencial de crescimento da produtividade face ao exterior é menor.

A estabilização macroeconómica neste contexto pode colocar sérias dificuldades aos decisores de política, durante o percurso para a adopção do euro. Se, por um lado, o aumento da taxa de juro ajudaria a reduzir o sobreaquecimento da economia, por outro, iria fomentar a entrada de maior volume de fluxos de capitais de curto prazo associados aos *jogos de convergência*, num enquadramento de liberdade de movimentação de capitais.

O aprofundamento da integração monetária com a UE coloca também desafios aos novos Estados-Membros no que respeita à alteração dos regimes cambiais com vista ao cumprimento do critério de taxa de câmbio e ao ritmo a que a integração deve prosseguir. Por um lado, a entrada prematura para o MTC II pode restringir demasiado a flexibilidade cambial nos novos Estados-Membros face ao que seria desejável. Em situações de sobreaquecimento, a apreciação nominal e real da taxa de câmbio pode ser um elemento importante para a estabilização macroeconómica nos novos Estados-Membros, tendo em conta as dificuldades levantadas pela utilização da taxa de juro anteriormente referidas. A flexibilidade de ajustamento da taxa de câmbio é também necessária para compatibilizar nos novos Estados-Membros o cumprimento do critério de Maastricht para a inflação com as pressões de subida do nível de preços que se deverão fazer sentir nestes países. Por outro lado, a entrada dos novos Estados-Membros para o MTC II sem que haja uma suficiente sincronização dos ciclos económicos com a área do euro, pode gerar dificuldades na gestão do regime cambial, se não existirem outros instrumentos de política económica que possam ser efectivamente utilizados para efeitos de estabilização macroeconómica, com destaque para o papel de estabilização da política orçamental. Por último, importa referir que a estabilidade cambial durante a participação no MTC II depende também da escolha apropriada da paridade central para a taxa de câmbio. Esta escolha deve reflectir os fundamentos da economia e a avaliação de factores que possam gerar pressões previsíveis sobre a taxa de câmbio nos novos Estados-Membros, tais como o processo de *catching up* e a sustentabilidade dos desequilíbrios externos.

## 4. CONCLUSÕES

A adesão à UE foi precedida por um conjunto de transformações significativas nas economias dos dez novos Estados-Membros, associadas em larga medida ao processo de transição para economias de mercado. As modificações ocorridas nestes países permitiram que alcançassem consideráveis progressos em termos de reformas estruturais e de estabilização macroeconómica, traduzindo-se num avanço na convergência nominal e real face aos restantes países da UE. Durante esse período, assistiu-se também a uma integração crescente entre os novos Estados-Membros e a UE através da intensificação das trocas comerciais e do aumento dos fluxos de investimento directo estrangeiro da UE para aqueles países.

Apesar deste processo ter permitido uma aproximação das economias dos dois grupos de países, à data de adesão o grupo dos novos Estados-Membros apresentava ainda características distintas da UE-15 e mesmo diferenças consideráveis de país para país. Desta forma, a heterogeneidade existente dentro da UE aumentou na sequência do alargamento.

Não obstante as diferenças que subsistem entre os países, pode considerar-se os principais desafios dos novos Estados-Membros decorrem, por um lado, da necessidade de consolidar os progressos já alcançados em termos de convergência nominal e, por outro, dos elevados défices orçamentais do sector público. Adicionalmente, também o aprofundamento da integração monetária com a UE, num contexto de elevada mobilidade de capitais, coloca importantes desafios à gestão da política económica nos novos Estados-Membros.

Para ultrapassarem estes desafios e prosseguirem numa trajectória sustentada de convergência real face aos restantes países da UE será imprescindível que os novos Estados-Membros salvaguardem a consistência global das políticas de estabilização e fortaleçam as instituições orçamentais, financeiras e monetárias.

## Referências

Banco de Portugal (2003), "Alargamento da União Europeia: os novos Estados-Membros", *Relatório Anual* de 2003, Caixa I.1.1.

Baudino, P., Caviglia, G., Dorrucci, E. e G. Pineau (2004), "Financial FDI to the EU Accession Countries", *European Central Bank Paper*, Março 2004.

Berg A. e A. Krueger (2003), "Trade, growth and poverty: A selective survey", *IMF Working Paper* No. 30.

CESifo (2004), *Report on the European Economy 2004*, European Economic Advisory Group.

Comissão Europeia (2004), "Enlargement and agriculture", *Information Note*, Abril 2004.

De Nederlandsche Bank (2004), "EU enlargement and its economic impact: what will change after 1 May 2004?", *Quarterly Bulletin*, Março 2004.

EBRD (2003), *Transition Report 2003 - Integration and Regional Cooperation*, Novembro 2003.

Nações Unidas (2003), *World Investment Report 2003 - FDI Policies for Development, National and International Perspectives*, Setembro 2003.

Wachtel P. e I. Korhoen (2004), "Observations on disinflation in transition economies", BOFIT *Discussion Papers* No. 5, 2004.

### Caixa: EVOLUÇÃO RECENTE DOS REGIMES CAMBIAIS NOS NOVOS ESTADOS-MEMBROS

*De acordo com a classificação de facto[1] dos regimes cambiais adoptada pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), e tomando como referência o ano de 2003, as políticas de maior rigidez cambial eram seguidas pela Estónia e Lituânia, que tinham um regime de currency board face ao euro, no primeiro caso desde a criação da moeda europeia e no segundo desde Fevereiro de 2002, quando o euro substituiu o dólar como moeda de referência do regime cambial. No extremo oposto, o sistema de maior flexibilidade cambial era seguido pela Polónia, que desde Abril de 2000 adoptou um regime de flutuação livre, após o abandono de um regime de crawling band com uma taxa de desvalorização mensal de 0.3 por cento face a um cabaz de moedas composto pelo euro e pelo dólar e uma margem de flutuação de ±15 por cento em torno da paridade central[2]. Os restantes países seguiam, em 2003, regimes cambiais intermédios com diferentes graus de flexibilidade cambial. A Letónia e Malta tinham ligações cambiais relativamente a cabazes de moedas: a Letónia face ao SDR, desde Fevereiro de 1994, e Malta em relação a um cabaz composto pelo euro, dólar e libra esterlina, desde 1999. A Hungria e o Chipre adoptavam regimes com maior flexibilidade cambial. A paridade central das respectivas moedas estava fixada face ao euro, podendo a taxa de câmbio de mercado oscilar dentro de uma margem horizontal de ±15 por cento. Este regime tem sido seguido pelo Chipre desde Janeiro de 1992, com a paridade central definida face ao ECU, anteriormente a 1999, e uma margem de flutuação mais estreita[3], enquanto na Hungria foi introduzido mais tarde, em Outubro de 2001, em substituição do regime de crawling band face ao euro implementado em Janeiro de 2001[4]. Em 2003, a Eslovénia seguia um regime de crawling band em que as autoridades eslovenas mantinham a evolução cambial da moeda nacional dentro de determinada margem de flutuação em torno de uma tendência de depreciação. A amplitude da margem de flutuação e a taxa de depreciação não são conhecidas, dado que desde Fevereiro de 2002 a classificação de facto do regime cambial atribuída pelo FMI deixou de ter correspondência com política oficial de managed floating. Por fim, a República Checa e a Eslováquia seguiam efectivamente regimes de managed float, em que as autoridades influenciam os movimentos cambiais das respectivas moedas sem terem uma tendência de evolução pré-determinada para a taxa de câmbio e sem um objectivo cambial específico.*

---

*(1) A classificação de facto dos regimes cambiais é realizada pelo FMI com base na análise da informação disponível sobre as operações efectivamente levadas a cabo pelos países no âmbito da política cambial, podendo, portanto, diferir da classificação de jure que se baseia na política cambial anunciada oficialmente pelas autoridades de cada país.*

*(2) Até Março de 1999 a taxa de desvalorização mensal seguida pela Polónia era de 0.5 por cento e a banda de flutuação em torno da paridade central era de ±12.5 por cento.*

*(3) A margem de flutuação horizontal em torno da paridade central foi alargada em Janeiro de 2001 de ±2.5 por cento para os actuais ±15 por cento.*

*(4) A política cambial na Hungria passou por várias alterações nos últimos anos. Desde o início de 1999 até ao final de 2000, a Hungria seguiu um regime de crawling band face a um cabaz composto pelo euro e pelo dólar norte-americano, com uma margem de intervenção de ± 2.25 por cento em torno da paridade central. A taxa de desvalorização programada era de 0.6 por cento ao mês, tendo sido subsequentemente reduzida para 0.5 por cento em Julho de 1999, para 0.4 por cento em Outubro do mesmo ano e para 0.3 por cento em Abril de 2000. A partir do início de 2001, a paridade central passou a ser definida apenas face ao euro e a taxa de desvalorização mensal passou a ser de 0.2 por cento em Abril de 2001. Em Maio de 2001, ainda no âmbito do regime de crawling band, a margem de flutuação em torno da paridade central foi alargada para ±15 por cento. Finalmente, a partir de Outubro de 2001, a desvalorização programada da paridade central face ao euro foi eliminada, dando origem ao regime cambial actual.*

# INFLAÇÃO E POLÍTICA MONETÁRIA EM PORTUGAL ANTES DA ADOPÇÃO DO EURO

*Marta Abreu**

## 1. INTRODUÇÃO

Este artigo analisa o comportamento da inflação em Portugal no período de 25 anos que medeia entre o colapso do sistema de *Bretton Woods* e a adopção do euro[1]. A ênfase é colocada na interacção entre o comportamento dos preços e a evolução da estratégia de política monetária, reflectindo a origem monetária da inflação numa perspectiva de médio e longo prazo. Neste contexto, a secção 2 reporta o comportamento da inflação no período pós-*Bretton Woods*, enquanto que a secção 3 descreve a evolução da estratégia da política monetária e cambial durante o mesmo período. A secção 4 apresenta as principais conclusões. O artigo é complementado por um conjunto de cronologias, apresentadas em Anexo, que fornecem informação relevante sobre o cálculo das estatísticas de inflação, sobre os efeitos de alterações de tributação indirecta sobre a inflação e, finalmente, sobre alterações dos objectivos da política monetária e cambial e da *Lei Orgânica do Banco de Portugal*.

## 2. O COMPORTAMENTO DA INFLAÇÃO NO PERÍODO PÓS-*BRETTON WOODS*

O comportamento da inflação em Portugal após o colapso do sistema de *Bretton Woods* permite identificar dois sub-períodos de características distintas: um período de inflação muito elevada e volátil até meados dos anos 80; e um período de desinflação, entre meados da década de 80 e o final da década de 90 (Quadro 1 e Gráfico 1)[2].

Nos anos 70, a economia portuguesa enfrentou um conjunto de choques particularmente desfavoráveis. A instabilidade política e social que se seguiu ao 25 de Abril de 1974 ampliou o impacto do primeiro choque petrolífero. Em particular, verificaram-se aumentos salariais muito significativos e uma parte substancial do sector produtivo foi nacionalizada em 1975, sendo de destacar o facto do

Quadro 1

**PORTUGAL – EVOLUÇÃO DA INFLAÇÃO**
**1973-1998**

| | Inflação[a] | Volatilidade[b] |
|---|---|---|
| 1973-1998 ..... | 14.8 | 3.5 |
| 1973-1985 ..... | 21.8 | 4.7 |
| 1986-1998 ..... | 7.7 | 1.7 |

Fonte: INE
Notas:

(a) Variação média anual do IPC.

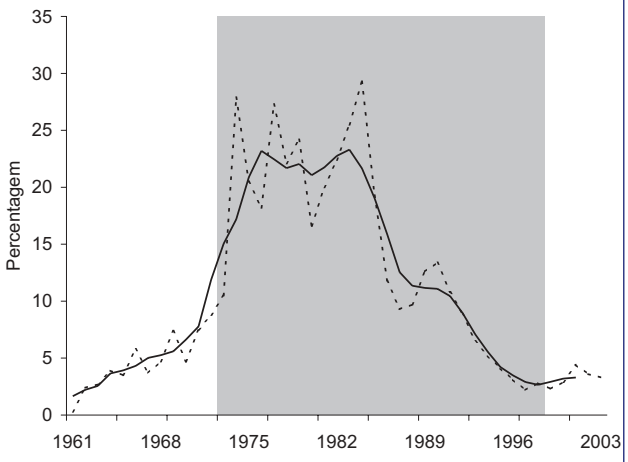
(b) Desvio padrão das diferenças entre a inflação observada e a inflação tendencial (medida como a média-centrada de cinco anos).

* Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos. As opiniões expressas são as da autora e não reflectem necessariamente as do Banco de Portugal. Agradeço a colaboração de Ricardo Félix, Teresa Nascimento e João Amador que disponibilizaram o Gráfico 2 e os Quadros I e II. Agradeço igualmente os comentários e sugestões de Isabel Gameiro e Maximiano Pinheiro.

(1) Este artigo foi elaborado como contributo para um projecto em curso no âmbito da *Eurosystem Inflation Persistence Network*.

(2) Para uma análise da experiência portuguesa de desinflação, veja-se Abreu (2001).

Gráfico 1
**PORTUGAL - TAXA DE INFLAÇÃO** [(a)]




Fonte: INE
Nota:
(a) Taxa de variação média do IPC. Inflação tendencial medida como a média-centrada de cinco anos.

Gráfico 2
**PORTUGAL - CRESCIMENTO REAL DO PIB**

Fonte: Comissão Europeia

sector financeiro ter passado a ser completamente dominado pelo Estado. Adicionalmente, o país teve que absorver um aumento considerável de população (cerca de 7 por cento entre 1974 e 1976), associado ao regresso de cidadãos portugueses das ex-colónias em África. Em consequência, a economia sofreu uma severa recessão - o PIB caiu 4.5 por cento em 1975 (Gráfico 2) - e o desemprego aumentou substancialmente. A inflação, que apresentava uma ligeira tendência ascendente desde o início da década de 60, aumentou de forma significativa, atingindo cerca de 30 por cento em 1974.

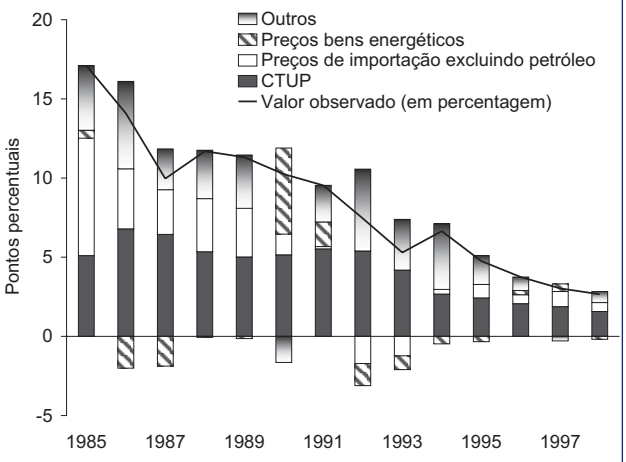
Apesar de no final dos anos 70 a situação política se encontrar relativamente normalizada, prevaleceu até meados dos anos 80 uma situação de instabilidade macroeconómica, reflectindo o efeito conjunto dos dois choques petrolíferos e das políticas macroeconómicas desajustadas prosseguidas durante o período. Défices públicos substanciais, financiados em grande medida por recurso ao banco central, alimentaram uma taxa de inflação elevada; a perda de competitividade daqui resultante conduzia à desvalorização da taxa de câmbio nominal, o que por sua vez aumentava as pressões sobre os preços, colocando a economia num ciclo vicioso de inflação e desvalorização cambial. No período 1973-1985, a inflação, medida pela variação do Índice de Preços no Consumidor (IPC), situou-se em média em 22 por cento, tendo flutuado entre 17 e 29 por cento.

Quando Portugal aderiu à Comunidade Europeia em Janeiro de 1986, o país registava a segunda taxa de inflação mais elevada dos então doze Estados-membros (apenas a Grécia registava uma taxa de inflação superior) e o diferencial de inflação face à média comunitária situava-se então em cerca de 14 pontos percentuais (p.p.). Nesse período, a desinflação passou a ser uma prioridade da política económica. Neste contexto, a política cambial tornou-se progressivamente menos acomodatícia com o objectivo de quebrar o ciclo vicioso de inflação e desvalorização cambial, permitindo assim uma redução sustentada da taxa de inflação (veja-se a secção 3). Ao mesmo tempo, os agentes económicos foram encorajados a negociar os aumentos salariais tendo por base a inflação esperada e não a inflação passada. A inflação, que atingira quase 30 por cento em 1984, caiu para níveis geralmente considerados compatíveis com a estabilidade de preços no final dos anos 90.

O gráfico 3 mostra os contributos para a variação do deflator do consumo privado durante o período de desinflação[(3)]. Numa fase inicial, a desaceleração dos preços beneficiou da evolução favorável dos preços internacionais (incluindo os preços

(3) Os valores que constam do Gráfico foram obtidos a partir das equações relevantes de um modelo macroeconómico anual utilizado nos exercícios de projecção do Banco de Portugal.

Gráfico 3
**CONTRIBUTOS PARA A VARIAÇÃO DO DEFLATOR DO CONSUMO PRIVADO**




Fonte: Banco de Portugal e INE

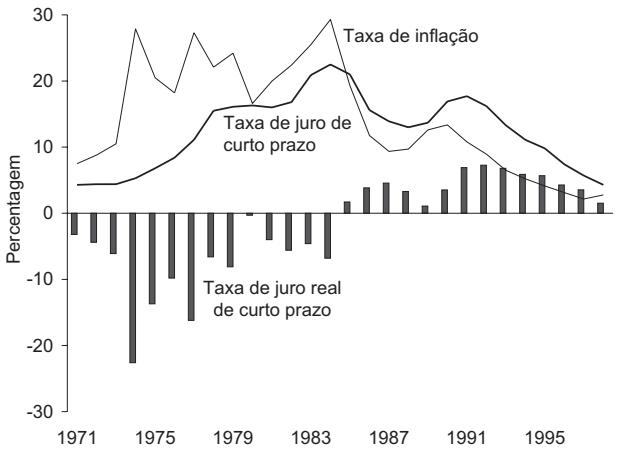
do petróleo) e de aumentos de produtividade substanciais na economia portuguesa. Ambos os factores contribuíram para uma descida acentuada da taxa de inflação ao mesmo tempo que se observava um forte crescimento da actividade. No final da década de 80 e início dos anos 90, num contexto em que surgiam sinais claros de sobreaquecimento da economia portuguesa e em que o comportamento dos preços internacionais se tornou menos favorável, a inflação retomou temporariamente uma tendência ascendente e a continuação do processo de desinflação passou a assentar de forma mais clara numa orientação menos acomodatícia da política cambial. Em meados dos anos 90, a desaceleração dos custos de trabalho que se seguiu à recessão de 1993 deu também um contributo importante para a redução da taxa de inflação.

## 3. A POLÍTICA MONETÁRIA E CAMBIAL ENTRE O COLAPSO DO SISTEMA DE *BRETTON WOODS* E A PARTICIPAÇÃO NA UNIÃO ECONÓMICA E MONETÁRIA

O colapso do sistema de *Bretton Woods*, o primeiro choque petrolífero e a Revolução de Abril de 1974 traduziram-se em alterações profundas na política macroecnómica em Portugal. Em 1974-75, a prioridade da política económica era a de combater a recessão e o aumento do desemprego. A oferta monetária era ajustada de modo a financiar um défice público cada vez mais elevado. Paralelamente, a política de redesconto do Banco de Portugal era utilizada selectivamente, com o objectivo de promover actividades ligadas à agricultura, exportação e investimento. As taxas de juro, sujeitas a limites estabelecidos pelo Banco de Portugal, aumentaram apenas ligeiramente no período, o que se traduziu em taxas de juro reais fortemente negativas (Gráfico 4)[4].

Apesar de o escudo se encontrar formalmente num regime de câmbios flutuantes desde Março de 1973, as autoridades portuguesas garantiram a estabilidade da taxa de câmbio nominal efectiva do escudo em 1974-75[5], de modo a contrariar as pressões inflacionistas decorrentes do choque petrolífero e da aceleração significativa dos salários.

Gráfico 4
**PORTUGAL - TAXA DE JURO REAL DE CURTO PRAZO**




Fonte: Comissão Europeia e INE

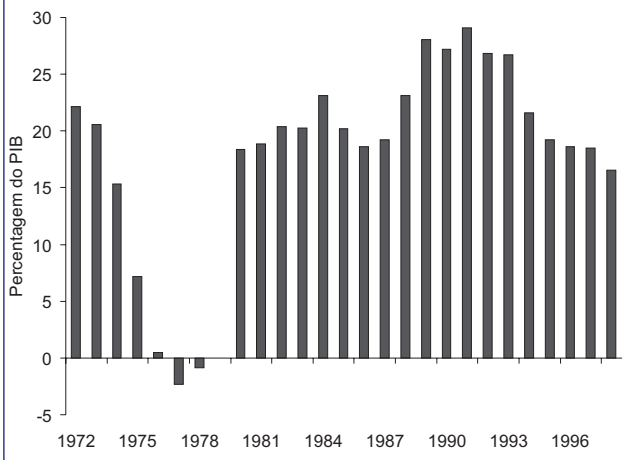
(4) Após o 25 de Abril de 1974, o Banco de Portugal foi nacionalizado. De acordo com a Lei Orgânica do Banco de Portugal aprovada em Novembro de 1975 (D-L Nº644/75 de 15 de Novembro), a emissão monetária deveria ser programada "de maneira a coordenar a gestão das reservas cambiais e o crédito a conceder pelo Banco com as necessidades de estabilização e desenvolvimento da economia" (Artigo 13º). Adicionalmente, os Arts.23º e 25º contemplavam amplas possibilidades de financiamento do sector público por parte do banco central e o Art. 28º conferia ao Banco o poder de "fixar o regime das taxas de juro ... para as operações efectuadas pelas instituições de crédito", bem como de "estabelecer os condicionalismos a que devem obedecer as operações activas das instituições de crédito".

(5) A existência de restrições generalizadas aos movimentos de capitais com o exterior, tornavam possível o controlo simultâneo das taxas de juro e da taxa de câmbio por parte das autoridades nacionais.

No entanto, a partir de 1976, a redução acentuada das reservas cambiais do Banco de Portugal e a necessidade de recuperar as perdas de competitividade nos dois anos anteriores, conduziram à adopção de uma política de depreciação gradual do escudo (Gráficos 5 e 6). Em 1977, uma crise de balança de pagamentos impôs uma alteração das prioridades da política económica. Em 25 de Fevereiro de 1977, o escudo sofreu uma desvalorização de 15 por cento e seis meses mais tarde as autoridades adoptaram um regime de desvalorização deslizante da moeda (*crawling-peg*). Este regime consistia no anúncio de uma taxa de desvalorização mensal do escudo face a um cabaz composto por 13 moedas dos principais parceiros comerciais da economia portuguesa. A taxa de depreciação mensal do escudo foi inicialmente fixada em 1 por cento. Em 1978, a situação económica obrigou à negociação de um acordo de estabilização com o Fundo Monetário Internacional (FMI). Este acordo previa uma desvalorização discreta do escudo (6.1 por cento em 6 de Maio), um aumento da taxa de desvalorização mensal para 1.25 por cento e a introdução de limites quantitativos à expansão do crédito bancário, como forma de controlar o crescimento monetário. Mais concretamente, o acordo de estabilização fixava um limite para o défice da balança de pagamentos (i.e., para a variação dos activos externos líquidos do sector bancário em termos consolidados) e um objectivo correspondente para a expansão do crédito interno total. Na prática, dada a evolução do défice público, o crédito a conceder ao sector privado era determinado de forma a assegurar o cumprimento do limite definido para o crédito total.

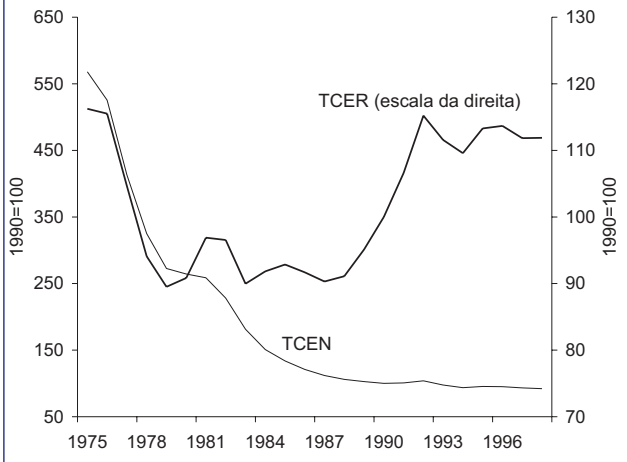
No início dos anos 80, num contexto em que a economia mundial sofria os efeitos do segundo choque petrolífero, as autoridades portuguesas puseram em prática uma política macroeconómica expansionista. No dia 12 de Fevereiro de 1980, o escudo foi revalorizado em 6 por cento, e em Junho do mês ano, a taxa de desvalorização mensal foi reduzida para 0.5 por cento. Paralelamente, os controlos à expansão do crédito foram moderados e não teve lugar qualquer progresso em matéria de consolidação orçamental. A orientação expansionista da política económica, claramente motivada pelo calendário eleitoral (que previa a realização de eleições legislativas em Outubro), agravou o impacto do segundo choque petrolífero sobre a economia, conduzindo uma vez mais as contas externas a uma trajectória insustentável. O défice da balança de transacções correntes atingiu 13 por cento do PIB em 1982, obrigando à negociação de um segundo acordo de estabilização com o FMI. Neste contexto, os controlos ao crescimento do crédito foram novamente apertados e a desva-

Gráfico 5
**DISPONIBILIDADES LÍQUIDAS SOBRE O EXTERIOR DO BANCO DE PORTUGAL**




Fonte: Banco de Portugal e Comissão Europeia
Nota:
As reservas de ouro do Banco de Portugal foram revalorizadas em 1980 com o objectivo de aproximar o seu valor contabilístico do valor de mercado (D-L Nº 107/80 de 10 de Maio de 1980). A variação das reservas de ouro equivale a 16,6 por cento do PIB, explicando 90 por cento da variação das disponibilidades líquidas sobre o exterior em 1980.

Gráfico 6
**TAXA DE CÂMBIO EFECTIVA NOMINAL E REAL**




Fonte: Banco de Portugal

lorização do escudo foi intensificada. O programa de estabilização foi, à semelhança do acordo de 1978, bem sucedido no restabelecimento do equilíbrio das contas externas, mas tal só foi conseguido à custa de uma recessão (o PIB estagnou em 1983 e reduziu-se em 2 por cento em 1984) e de um novo aumento da inflação, que atingiu quase 30 por cento em 1984.

Em suma, em meados dos anos 80 a política monetária em Portugal baseava-se ainda em limites ao crescimento do crédito e taxas de juro administradas. A política cambial assentava em controlos aos movimentos de capitais com o exterior e num regime de desvalorização deslizante do escudo destinado a preservar a competitividade das exportações portuguesas num quadro de elevada inflação e défices públicos e de crises recorrentes de balança de pagamentos. O desempenho desfavorável da economia na década anterior tornara claro que um crescimento sustentado teria que passar necessariamente por uma mudança de regime assente na estabilidade macroeconómica e amplas reformas estruturais. Assim, em meados da década de 80, foi definido um ambicioso programa económico que tinha como objectivos uma desinflação sustentada, a consolidação orçamental e um conjunto alargado de reformas estruturais(6). A adesão à Comunidade Europeia em Janeiro de 1986 forneceu o impulso necessário à concretização do programa de reformas. A taxa de câmbio tornou-se o instrumento central na estratégia de desinflação, uma escolha natural para uma pequena economia aberta onde os preços de importação desempenham um papel crucial no processo inflacionista. A taxa de depreciação mensal do escudo foi gradualmente reduzida a partir de 1986 e não se verificaram novas desvalorizações discretas. Como salientado na secção anterior, a taxa de inflação reduziu-se rapidamente até 1987, retomando transitoriamente uma trajectória ascendente entre 1988 e 1990. Uma vez que a taxa mensal de desvalorização do escudo continuou a ser reduzida, o diferencial e inflação face aos principais parceiros comerciais da economia portuguesa deixou de ser plenamente compensado, e o escudo começo a apreciar em termos reais.

No final da década de 80, no contexto da liberalização gradual dos movimentos de capitais com o exterior, as autoridades monetárias enfrentaram dificuldades significativas no controlo da liquidez doméstica. O declínio do prémio de risco após a adesão à Comunidade Europeia atraiu montantes significativos de investimento directo estrangeiro para Portugal. Adicionalmente, a manutenção de um diferencial de taxas de juro elevado face às principais moedas europeias, associado a uma evolução cambial muito previsível no contexto do regime de desvalorização deslizante, incentivou a entrada de montantes significativos de fundos de curto prazo na economia portuguesa. Neste contexto, o Banco de Portugal viu-se confrontado com um ciclo vicioso, ao procurar controlar simultaneamente as taxas de juro domésticas e a taxa de câmbio. Com efeito, as intervenções cambiais destinadas a conter a apreciação do escudo aumentavam a liquidez doméstica, pondo em causa a eficácia dos limites de crédito.

A interrupção do processo de desinflação no final da década de 80, e as dificuldades de controlo da liquidez interna estiveram na origem de alterações profundas na condução das políticas monetária e cambial nos início dos anos 90. Em Outubro de 1990, uma nova Lei Orgânica do Banco de Portugal impôs limites ao financiamento do sector público pelo banco central. Os limites de crédito foram abolidos e foi introduzido um sistema de gestão de liquidez baseado em mecanismos de mercado (a maioria dos controlos sobre as taxas de juro haviam sido já abolidos durante a segunda metade dos anos 80). Adicionalmente, foram temporariamente reintroduzidas restrições às entradas de capitais de curto prazo e o regime de desvalorização deslizante foi abandonado. A partir de Outubro de 1990, o escudo passou a flutuar dentro de uma banda não anunciada e a referência para a condução da política cambial passou a ser um cabaz constituído pelas cinco principais moedas do mecanismo cambial do Sistema Monetário Europeu (SME). As autoridades pretenderam desta forma introduzir alguma variabilidade de curto prazo no comportamento da taxa de câmbio, de modo a desincentivar as entradas de capitais de curto prazo. O novo regime cambial tinha ainda por objectivo preparar uma futura participação do escudo no mecanismo cambial.

(6) Veja-se o Programa do X Governo Constitucional (Diário da Assembleia da República, II série, N.4, 16/11/1985).

As alterações introduzidas nas políticas monetária e cambial não foram suficientes para desencorajar as entradas de capitais, já que o Banco de Portugal continuou a impor taxas de juro elevadas no mercado monetário doméstico, ao mesmo tempo que intervinha no mercado cambial no sentido de contrariar as pressões para apreciação do escudo. Os investidores internacionais encaravam a moeda portuguesa como uma "aposta certa", num contexto caracterizado por um forte optimismo relativamente à criação de uma união monetária na Europa e às perspectivas para a economia portuguesa. Assim, apesar de vendas de escudos em montantes muito substanciais - as reservas externas do Banco de Portugal atingiram cerca de 30 por cento do PIB entre 1989 e 1991 - a taxa de câmbio efectiva nominal do escudo apreciou cerca de 3 por cento no período de 18 meses que se seguiu ao abandono do regime de desvalorização deslizante. Dado que o diferencial de inflação face à média comunitária era ainda significativo, esta situação traduziu-se numa considerável apreciação do escudo em termos reais. As dificuldades na condução da política monetária neste período foram acentuadas pela orientação expansionista da política orçamental, que exacerbou o forte crescimento da despesa do sector privado, dando origem a uma combinação de políticas crescentemente desequilibrada(7). Não obstante, as elevadas taxas de juro reais e o fortalecimento do escudo permitiram atenuar a pressão sobre os preços e a taxa de inflação retomou uma trajectória descendente em 1991.

Em Abril de 1992, o escudo aderiu ao mecanismo cambial do Sistema Monetário Europeu(8). No plano operacional, a participação no mecanismo cambial não apresentava diferenças muito substanciais face à política que vinha sendo seguida desde Outubro de 1990. Contudo, o compromisso formal de manter o escudo dentro de uma banda pré-estabelecida deveria reforçar a credibilidade da política de desinflação, exercendo desta forma um impacto favorável sobre as expectativas de inflação. A estabilidade da taxa de câmbio face a um conjunto de moedas de países onde se verificava um elevado grau de estabilidade nominal fornecia uma âncora que deveria permitir alcançar e manter a estabilidade dos preços num horizonte de médio-prazo. Adicionalmente, a participação do escudo no mecanismo cambial era também uma condição necessária para garantir a Portugal a possibilidade de vir a integrar a união monetária.

O escudo foi integrado na então chamada "banda larga", a qual permitia uma flutuação da taxa de mercado de +/- 6 por cento face às paridades centrais definidas relativamente a cada uma das restantes moedas participantes no mecanismo cambial. A paridade central face à moeda alemã, que era de facto a âncora do sistema, foi fixada em 86.9393 escudos por marco. A taxa de câmbio estabelecida aquando da adesão ao mecanismo cambial não diferia significativamente da taxa de mercado e era compatível com as estimativas então disponíveis para a taxa de câmbio real de equilíbrio do escudo. De facto, o desempenho favorável do sector externo desde meados dos anos 80, visível em ganhos substanciais de quotas de mercado de exportações e numa situação da balança de transacções correntes próxima do equilíbrio, constituíam evidência de que a significativa apreciação real do escudo nos anos anteriores correspondera, em larga medida, a uma apreciação de equilíbrio(9).

Nos meses iniciais de participação no mecanismo cambial, continuaram a verificar-se entradas significativas de capitais externos atraídas pelo elevado diferencial de taxas de juro, as quais pressionavam a taxa de câmbio do escudo no sentido de uma apreciação. Contudo, a situação alterou-se radicalmente no Verão de 1992, com o desencadear da crise do mecanismo cambial, que conduziria ao alargamento das bandas de flutuação para +/- 15 por cento em Agosto de 1993. Durante a crise do mecanismo cambial, a paridade central da moeda portuguesa foi desvalorizada em duas ocasiões, tendo a taxa de mercado do escudo depreciado cerca de 10 por cento em termos nominais efectivos e o dobro desse montante face ao marco alemão. A crise do mecanismo cambial e as desvalori-

(7) Para uma análise da política orçamental no período 1986-1994, veja-se Cunha e Neves (1995).

(8) Abreu (2003) contém uma descrição detalhada da experiência do escudo no mecanismo cambial.

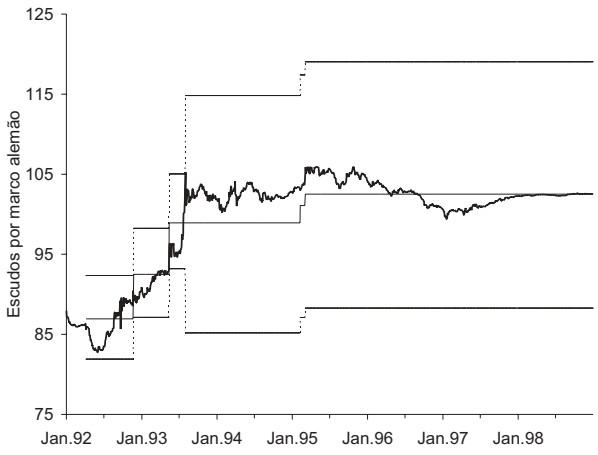
(9) Manteu *and* Mello (1992) apresentam uma estimativa para a trajectória da taxa de câmbio de equilíbrio fundamental do escudo no período 1980-1992. Estudos posteriores reportam resultados semelhantes (veja-se, por exemplo, Costa (1998)). Manteu *and* Neves (1998) discutem um conjunto de argumentos a favor de uma apreciação real do escudo neste período.

zações do escudo que nesse contexto tiveram lugar não interromperam a trajectória descendente da taxa de inflação. Tal como anunciado, as autoridades portuguesas não utilizaram a margem de manobra adicional que lhes era conferida pelas bandas alargadas. Em particular, as autoridades recorreram a aumentos das taxas de juro oficiais e a intervenções cambais sempre que necessário para preservar a estabilidade cambial. Neste contexto, o período que decorreu entre o alargamento das bandas de flutuação e o final de 1998 caracterizou-se por uma estabilidade crescente do escudo, como atestado pelo facto de, apesar de um terceiro realinhamento em Março de 1995, a taxa de conversão do escudo aquando da adopção do euro ter sido muito próxima da taxa de mercado face ao marco alemão que vigorava em Agosto de 1993 (Gráfico 7).

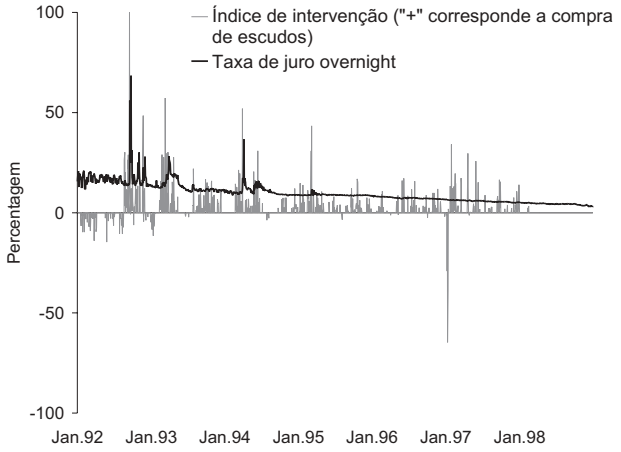
Como ilustrado na secção 2 acima, a taxa média de inflação passou de níveis a dois dígitos no início dos anos 90 para um intervalo de 2-3 por cento em 1997-98. A transmissão aos preços no consumidor da depreciação da taxa de câmbio ocorrida em 1992-93 parece ter sido limitada e não é visível no índice de preços global. A deterioração significativa da posição cíclica da economia em 1992-93 e o facto de os realinhamentos do escudo não terem aparentemente sido encarados como uma alteração de regime(10) terão contribuído para conter a transmissão da depreciação aos preços internos. Quando a economia portuguesa começou a recuperar a partir de 1994, o sucesso na preservação da estabilidade cambial desde o alargamento das bandas contribuiu para ancorar as expectativas de inflação, assegurando deste modo a continuação do processo de desinflação. A partir de meados dos anos 90, a economia portuguesa beneficiou de um ciclo virtuoso: os progressos em matéria de convergência nominal aumentavam a probabilidade de cumprimento dos critérios para a adopção do euro, ao mesmo tempo que a maior probabilidade de participação na união monetária facilitava a preservação da estabilidade cambial, a convergência das taxa de juro e a melhoria do saldo orçamental.

(10) Esta situação reflecte provavelmente o facto de os realinhamentos do escudo terem ocorrido no contexto de ajustamentos sistémicos e de terem sido encarados como inevitáveis dadas as desvalorizações da paridade central da peseta.

Gráfico 7
**O ESCUDO NO MECANISMO CAMBIAL**
(A) Taxa de câmbio e limites de intervenção




(B) Intervenções cambiais
e taxa de juro *overnight* do escudo




Fonte: Banco de Portugal

## 4. CONCLUSÃO

A história da inflação portuguesa no período que medeia entre o colapso do sistema de *Bretton Woods* e a adopção do euro contém dois capítulos muito diferentes.

Entre meados das décadas de 70 e de 80, a inflação foi elevada e volátil, reflectindo uma política monetária e cambial desenhada prioritariamente para assegurar o financiamento de importantes défices públicos e para conter os défices externos que resultavam dos desequilíbrios económicos que afectavam o país. As taxas de juro reais claramente

negativas e a depreciação contínua do escudo traduzem a orientação fortemente acomodatícia das políticas monetária e cambial durante este período.

Em meados dos anos 80, coincidindo com a adesão de Portugal à Comunidade Europeia, a redução da inflação tornou-se o principal objectivo da política monetária e cambial. À medida que estas políticas se foram tornando menos acomodatícias, o escudo começou a apreciar em termos reais e as taxas de juro reais passaram a apresentar valores claramente positivos. O abandono do regime de desvalorização deslizante em 1990 conduziu à adopção de uma nova estratégia de política monetária, baseada na estabilidade cambial como objectivo intermédio para alcançar o objectivo final de estabilidade dos preços. A integração subsequente do escudo no mecanismo cambial do sistema monetário europeu constituiu um passo adicional na tentativa de reforçar a credibilidade anti-inflacionista das autoridades portuguesas. O compromisso de estabilidade cambial permitiu ancorar as expectativas de inflação, contribuindo para evitar o ressurgimento de tensões inflacionistas após a depreciação do escudo que ocorreu no contexto da crise do mecanismo cambial, bem como durante a recuperação cíclica da economia na segunda metade dos anos 90.

## REFERÊNCIAS


Abreu (2003), "A participação do escudo no mecanismo cambial do Sistema Monetário Europeu", *Boletim Económico* do Banco de Portugal, Vol.9, N.4, Dezembro 2003

Abreu, M. (2001), "Da adesão à Comunidade Europeia à participação na União Económica e Monetária: A experiência portuguesa de desinflação no período 1984-1998", *Boletim Económico* do Banco de Portugal, Vol.7, N.4, Dezembro 2001

Banco de Portugal, *Relatório Anual*, várias edições

Costa, S. (1998), "Determinação da taxa de câmbio real de equilíbrio para a economia portuguesa com base na FEER ", *Boletim Económico* do Banco de Portugal, Vol.4, N.2, Junho 1998

Cunha, J.C. e Pedro Duarte Neves (1995), "Política Orçamental em Portugal: 1986-94", *Boletim Económico* do Banco de Portugal, Vol.1, N.1, Março 1995

Manteu, C. e P.D.Neves (1998), "Portugal 1986 to 1996: An Example of an Equilibrium Real Appreciation", in Current Account Imbalances in East and West: Do They Matter?, Oesterreichische Nationalbank, Vienna 1998

Manteu, C. e Mello, A.S. (1992), "Taxa de Câmbio de Equilíbrio Fundamental", *Boletim Trimestral*, Banco de Portugal, Dezembro 1992

Neves, J.C. (1994), The Portuguese Economy - A Picture in Figures XIX and XX Centuries, Universidade Católica Editora, Lisbon, 1994

Valério, N. (2001), O Escudo - A Unidade Monetária Portuguesa 1911-2001, Banco de Portugal, 2001

Quadro I

## ALTERAÇÕES NO CÁLCULO DAS ESTATÍSTICAS DE INFLAÇÃO

### Quadro I A – Alterações no cálculo da medida nacional de referência para a inflação

| Data | Indicador de inflação | Cálculo | Ano base | Período | Estrutura de pesos | Cobertura geográfica | Número de preços recolhidos | Notas metodológicas |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1961 | IPC mensal, excluindo rendas | Índice de Laspeyres | 1963=100 | 1961 - 1977 | Inquérito às Condições de Vida das Famílias (conduzido nas 6 principais cidades) | Seis cidades do Continente: Lisboa, Porto, Coimbra, Évora, Viseu e Faro | n. a | Média ponderada com coeficientes de população |
| 1977 | IPC mensal, excluindo rendas | Índice de Laspeyres | 1976=100 | 1976 - 1987 | Inquérito aos Orçamentos Familiares realizado em 1973/74 | Aglomerados urbanos do Continente | 18000 | |
| 1988 | IPC mensal, excluindo rendas | Índice de Laspeyres | 1983=100 | 1988 - 1991 | Inquérito aos Orçamentos Familiares realizado em 1980/81 | Continente | 30000 | Inclusão das rendas efectivas e imputadas, apenas no índice médio anual |
| 1992 | IPC mensal, excluindo rendas | Índice de Laspeyres | 1991=100 | 1991 - 1997 | Inquérito aos Orçamentos Familiares realizado em 1989/90 | Nacional | 63000 | |
| 1998 | IPC mensal, incluindo rendas | Índice de Laspeyres | 1997=100 | 1997 - 2002 | Inquérito aos Orçamentos Familiares realizado em 1994/95 | Nacional | 80000 | 1) Inclusão das rendas efectivas numa base mensal; 2) Inclusão no índice dos saldos e promoções. |
| 2003 | IPC mensal, incluindo rendas | Índice de Laspeyres encadeado | 2002=100 | >2002 | Inquérito aos Orçamentos das Familiares realizado em 2000 | Nacional | 93149 | 1) Adopção de um índice anual encadeado, com o mês de Dezembro a funcionar como o mês de ligação; 2) Alteração no tratamento dos produtos sazonais. |

Quadro I

## ALTERAÇÕES NO CÁLCULO DAS ESTATÍSTICAS DE INFLAÇÃO

### Quadro I B – Alterações no cálculo do índice de preços utilizado em comparações internacionais

| Data | Indicador de inflação | Cálculo | Ano base | Período | Estrutura de pesos | Cobertura geográfica | Número de preços recolhidos | Notas metodológicas |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Jan-96 | Índice Intercalar de Preços no Consumidor (mensal) | Índice de Laspeyres encadeado | 1994=100 | 1990 - 1996 | Estrutura do $IPC_{b83}$ e do $IPC_{b91}$ | 88 por cento do cabaz do IPC nacional | | Principais rúbricas não incluídas: rendas, saúde, educação, protecção social, seguros e serviços financeiros. |
| Mar-97 | Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), mensal | Índice de Laspeyres encadeado | 1996=100 | 1995 - 1999 | Estrutura do $IPC_{b91}$ e do $IPC_{b97}$ | 92 por cento do cabaz do IPC nacional | | Inclusão dos sub-índices relativos à saúde e educação (apenas bens e serviços sujeitos a preços de mercado e não reembolsáveis), seguros e serviços financeiros. |
| Jan-00 | Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), mensal | Índice de Laspeyres encadeado | 1996=100 | >2000 | Estrutura do $IPC_{b97}$ e do $IPC_{b02,}$ utilizando um esquema de ponderação que inclui a despesa de não residentes (estimada a partir de informação das Contas Nacionais e do Inquérito aos Gastos de Estrangeios Não Residentes no Território Económico). | A cobertura do IHPC corresponde à da "Despesa Monetária de Consumo Final das Famílias no Território Económico". | | Com a extensão introduzida em 2002 (i.e., inclusão no índice dos bens e serviços das categorias de despesa "saúde" e "educação" e das compras de não residentes - turistas); o IHPC cobre integralmente a despesa final no território. |

Quadro II

## ALTERAÇÕES RELEVANTES NA TRIBUTAÇÃO INDIRECTA

| Data | Imposto sobre o Valor Acrescentado (IVA) | Efeito estimado na taxa média anual do IPC |
|---|---|---|
| 1986 | Introdução do IVA com as seguintes taxas: 0 por cento (bens alimentares não transformados e bens intermédios destinados à agricultura); taxa reduzida de 8 por cento (bens alimentares transformados e outros bens e serviços); 30 por cento (bens de luxo); taxa normal de 16 por cento (restantes bens e serviços).A introdução do IVA determinou a eliminação de vários impostos indirectos, incluindo o Imposto de Transacções. | |
| 1988 | Taxa normal Aumentada para 17 por cento. Base do IVA ligeiramente alargada. | Efeito da alteração da taxa normal do IVA: cerca de 0.5-0.75 p.p. |
| 1992 | Eliminação da taxa zero e da taxa reduzida de 8 por cento; Nova taxa reduzida de 5 por cento; Taxa de 30 por cento inalterada; Taxa normal reduzida para 16 por cento. Alargamento considerável da base do IVA. | Efeito no IPC das alterações no IVA: cerca de 2.0 p.p. |
| 1995 | Taxa normal aumentada para 17 por cento. Eliminação da taxa de 30 por cento. | |
| 1996 | Redução da taxa de IVA que incide sobre serviços de restauração e alguns bens alimentares de 17 para 12 por cento; aumento do IVA sobre o gasóleo de 5 para 12 por cento. | |
| 1997 | Aumento do IVA sobre o gasóleo de 12 por cento para a taxa normal. | |
| 2002 | Aumento da taxa normal para 19 por cento em Junho de 2002. | Efeito no IPC da alteração da taxa normal do IVA em Junho de 2002: cerca de 0.2 p.p. |
| 2003 | | Efeito no IPC da alteração da taxa normal do IVA em Junho de 2002: cerca de 0.4 p.p. |

Quadro III (continua)

**ALTERAÇÕES AOS OBJECTIVOS DA POLÍTICA MONETÁRIA E CAMBIAL E À LEI ORGÂNICA DO BANCO DE PORTUGAL**

| Data | Alteração |
|---|---|
| 19 de Março 1973 | Colapso do sistema de *Bretton Woods*; Flutuação do escudo (PTE). |
| 13 de Setembro 1974 | Nacionalização do Banco de Portugal (DL Nº 452/74 de 13 de Setembro). |
| Meados de 1973 a meados de 1975 | Flutuação do escudo em termos formais; na prática é preservada a estabilidade da taxa de câmbio efectiva. |
| 1 de Março 1975 | Nacionalização dos bancos comerciais e companhias de seguros, excepto os detidos por estrangeiros (DL Nº 132-A/75 de 14 de Março). |
| 15 de Novembro 1975 | *Lei Orgânica do Banco de Portugal* (DL Nº 644/75 de 15 de Novembro). De acordo com o Art. 13º, a emissão monetária do Banco deve ser programada "de maneira a coordenar a gestão das reservas cambiais e o crédito a conceder pelo Banco com as necessidades de estabilização e desenvolvimento da economia". Por sua vez, os Arts. 23º e 25º contemplam amplas possibilidades de financiamento do sector público por parte do banco central. Finalmente, o Art. 28º confere ao Banco o poder de "fixar o regime das taxas de juro ... para as operações efectuadas pelas instituições de crédito", bem como de "estabelecer os condicionalismos a que devem obedecer as operações activas das instituições de crédito". |
| 1976 | Prioridade da política económica passa a ser a correcção do desequilíbrio externo; a taxa de câmbio assume papel fundamental nesta correcção; início de tendência de depreciação do escudo. |
| 25 de Fevereiro 1977 | PTE desvaloriza 15 por cento face às moedas cotadas pelo Banco de Portugal. É anunciado o objectivo de estabilidade do PTE a partir desta data. |
| 25 de Agosto 1977 | Adopção do regime de desvalorização deslizante (*crawling-peg*). Este regime consistia numa desvalorização mensal pré-anunciada do escudo face a um cabaz de 13 moedas. A taxa de desvalorização mensal foi inicialmente fixada em 1 por cento. |
| Agosto 1977 | Criação do Mercado Monetário Inter-bancário (D-L Nº 353-R/77 de 9 de Agosto e Carta-Circular do Banco de Portugal Nº 72-21/77/DSOC de 31 Agosto de 1977). |
| Fevereiro 1978 | Criação do Mercado Inter-bancário de Títulos. (Carta-Circular do Banco de Portugal Nº 30-6/78/DSOC de 22 de Fevereiro de 1978). |
| Abril 1978 | 1º Acordo de Estabilização com o Fundo Monetário Internacional. |

Quadro III (continuação)

## ALTERAÇÕES AOS OBJECTIVOS DA POLÍTICA MONETÁRIA E CAMBIAL E À LEI ORGÂNICA DO BANCO DE PORTUGAL

| Data | Alteração |
|---|---|
| 5 de Maio 1978 | Desvalorização discreta de 6.1 por cento da taxa de câmbio efectiva; aumento da taxa de desvalorização mensal para 1.25 por cento. |
| Julho 1978 | Introdução de limites ao crescimento do crédito. |
| Abril 1979 | Redução da taxa mensal de desvalorização para 1.0 por cento. |
| Junho 1979 | Redução da taxa mensal de desvalorização para 0.75 por cento. |
| 12 de Fevereiro 1980 | Revalorização discreta da taxa de câmbio efectiva em 6.0 por cento. |
| Junho 1980 | Redução da taxa mensal de desvalorização para 0,5 por cento. |
| Dezembro 1981 | Aumento da taxa mensal de desvalorização para 0.75 por cento. |
| 16 de Junho 1982 | Desvalorização discreta da taxa de câmbio efectiva em 9.4 por cento. |
| 30 de Setembro 1982 | 1ª revisão da Constituição de 1976. Reabertura dos sectores bancário e segurador à iniciativa privada. |
| Março 1983 | Aumento da taxa mensal de desvalorização para 1.0 por cento. |
| 23 de Março 1983 | Desvalorização discreta da taxa de câmbio efectiva em 2.0 por cento. |
| 22 de Junho 1983 | Desvalorização discreta da taxa de câmbio efectiva em 12.0 por cento. |
| Setembro 1983 | 2º Acordo de Estabilização com o Fundo Monetário Internacional. |
| 1984-1992 | Liberalização progressiva das taxas de juro bancárias. |
| Dezembro 1985 | Suspensão da taxa mensal de desvalorização do escudo. |
| 1 de Janeiro 1986 | Adesão de Portugal à Comunidade Económica Europeia. |
| Março de 1986 a Dezembro 1992 | Liberalização dos movimentos de capitais[a]. |

Quadro III (continuação)

## ALTERAÇÕES AOS OBJECTIVOS DA POLÍTICA MONETÁRIA E CAMBIAL E À LEI ORGÂNICA DO BANCO DE PORTUGAL

| Data | Alteração |
|---|---|
| Abril 1986 | Reintrodução da taxa mensal de desvalorização em 0.90 por cento. |
| Julho 1986 | Redução da taxa mensal de desvalorização para 0.70 por cento. |
| Outubro 1986 | Redução da taxa mensal de desvalorização para 0.60 por cento. |
| Janeiro 1987 | Redução da taxa mensal de desvalorização para 0.50 por cento. |
| Janeiro 1988 | Redução da taxa mensal de desvalorização para 0.40 por cento. |
| Abril 1988 | Redução da taxa mensal de desvalorização para 0.30 por cento. |
| Julho 1988 | Redução da taxa mensal de desvalorização para 0.25 por cento. |
| 8 de Julho 1989 | 2ª revisão da Constituição de 1976 torna possível a reprivatização das empresas nacionalizadas. |
| Março 1990 | Suspensão dos limites de crédito. Os limites foram inicialmente substituídos por recomendações à expansão do crédito bancário, as quais seriam abolidas a partir de Janeiro de 1991. |
| Maio 1990 | Alteração do regime de reservas de caixa. Alargamento das instituições sujeitas a reservas de caixa e alargamento da base de incidência. Estabelecimento de um coeficiente único de 17 por cento. Reservas remuneradas. |
| 1 de Outubro 1990 | Abandono do regime de desvalorização deslizante do escudo. As autoridades anunciam que o objectivo de depreciação anual da taxa de câmbio efectiva será mantido, mas que no curto-prazo o escudo flutuará livremente dentro de uma banda não anunciada. O cabaz de referência para cálculo da taxa de câmbio efectiva passa a ser constituído pelas cinco principais moedas do mecanismo cambial do Sistema Monetário Europeu (SME): marco, libra esterlina, franco francês, lira italiana e peseta. |
| 30 de Outubro 1990 | Nova *Lei Orgânica do Banco de Portugal* (D-L Nº 337/90 de 30 de Outubro) confere à instituição uma maior autonomia na condução da política monetária. Introdução do princípio de proibição de financiamento monetário, embora se mantenham algumas excepções (em particular, a possibilidade de um descoberto na conta corrente do Tesouro no Banco de Portugal até um montante equivalente a 10 por cento das receitas públicas). |

Quadro III (continuação)

## ALTERAÇÕES AOS OBJECTIVOS DA POLÍTICA MONETÁRIA E CAMBIAL E À LEI ORGÂNICA DO BANCO DE PORTUGAL

| Data | Alteração |
|---|---|
| Dezembro de 1990 a Março de 1991 | Grande Operação de absorção da liquidez excedentária depositada no Banco de Portugal (que equivalia a mais de 12 por cento do PIB). A operação envolveu a emissão de dívida pública colocada junto do sistema bancário. Uma parte do empréstimo contraído pelo sector público foi utilizado na amortização antecipada de dívida externa e o remanescente foi utilizado na amortização de títulos de dívida pública da carteira do Banco de Portugal. |
| 1990-1991 | Reintrodução de controlos à entrada de capitais no contexto das dificuldades de gestão da liquidez interna. Em Julho de 1990, foi estabelecido um depósito obrigatório de 40 por cento dos créditos obtidos no estrangeiro e um ano mais tarde foram reintroduzidas restrições à aquisição de dívida pública por parte de não residentes. |
| 6 de Abril 1992 | Adesão do escudo à banda larga (+/- 6 por cento) do mecanismo cambial do SME; a taxa central face ao ECU foi fixada em 178.735 escudos por ECU e a taxa central face ao marco em 86.9393 escudos por marco. |
| Maio 1992 | Conclusão do processo de liberalização das taxas de juro bancárias (as taxas mais relevantes haviam sido liberalizadas no período até 1989). |
| 16 de Setembro 1992 | Algumas moedas do mecanismo cambial sofrem um forte ataque especulativo. A taxa central da peseta é desvalorizada em 5 por cento e a libra esterlina e a lira abandonam o mecanismo cambial. O Banco de Portugal consegue defender o escudo, recorrendo a montantes muito significativos de intervenções cambiais e fortes aumentos de taxas de juro. |
| 23 de Novembro 1992 | Desvalorização de 6 por cento da taxa central do escudo (taxa central da peseta igualmente desvalorizada em 6 por cento). |
| 16 de Dezembro 1992 | Eliminação total dos controlos de capitais. Plena convertibilidade do escudo. |
| Dezembro 1992 | Encerramento da conta corrente do Tesouro no Banco de Portugal (Lei Nº 2/92). Saldo em dívida convertido num empréstimo a 10 anos, com uma taxa de juro inicial de 1.3 por cento que convergiria gradualmente para as taxas de mercado. |
| 1 de Fevereiro 1993 | Desvalorização de 10 por cento da taxa central da libra irlandesa. |
| 13 de Maio 1993 | Desvalorização da taxa central do escudo em 6.5 por cento (taxa central da peseta desvalorizada em 8 por cento). |

Quadro III (continuação)

## ALTERAÇÕES AOS OBJECTIVOS DA POLÍTICA MONETÁRIA E CAMBIAL E À LEI ORGÂNICA DO BANCO DE PORTUGAL

| Data | Alteração |
|---|---|
| 2 de Agosto 1993 | Alargamento das bandas de flutuação do mecanismo cambial para +/- 15 por cento. |
| 1 de Janeiro 1994 | Segunda fase da União Económica e Monetária (UEM) – proibição de financiamento monetário aplica-se ao conjunto dos países da União Europeia. |
| 12 de Julho 1994 | Melhoria dos procedimentos de intervenção do Banco de Portugal no mercado monetário. Criação de uma facilidade de absorção de liquidez destinada a estabelecer um limite inferior às taxas de juro de muito curto prazo. As taxas de juro aplicáveis às facilidades de absorção de liquidez e de crédito *overnight* (criada em Julho e 1993) estabeleciam um corredor para a taxa de juro determinada em leilão, a qual se tornou o principal instrumento para influenciar as taxas de juro no mercado monetário e sinalizar a orientação da política monetária. |
| 1 de Novembro 1994 | Introdução de um novo sistema de reservas de caixa. Coeficiente de reservas reduzido de 17 por cento (parcialmente remunerado) para 2 por cento (não remunerado). A liquidez libertada com esta alteração de regime foi esterilizada através da emissão de Certificados de Depósito do Banco de Portugal. |
| 6 de Março 1995 | Desvalorização da taxa central do escudo em 3.5 por cento (taxa central da peseta desvalorizada em 7 por cento). |
| 12 de Setembro 1995 | Alteração da *Lei Orgânica do Banco de Portugal* (D-L Nº 231/95 de 12 de Setembro). O Banco passa a ter "por atribuição principal manter a estabilidade dos preços, tendo em conta a política económica global do Governo" e vê reforçada a sua autonomia na condução da política monetária. A proibição de financiamento monetário é formalmente consagrada. |
| 31 de Janeiro 1998 | Alteração da *Lei Orgânica do Banco de Portugal* (Lei Nº 5/98 de 31 de Janeiro). A nova Lei consagra a independência do Banco de Portugal e determina a integração do Banco no Sistema Europeu de Bancos Centrais a partir de Janeiro de 1999. |
| 2 de Maio 1998 | O Conselho Europeu decide que Portugal reúne as condições para a adopção do euro a partir de 1 Janeiro de 1999. |
| 31 de Dezembro 1998 | Escudo convertido no euro à taxa de 200.482 escudos por euro (102.505 escudos por marco). |

(a) Para uma cronologia das principais etapas do processo de liberalização dos movimentos de capitais, veja-se o *Relatório Anual* do Banco de Portugal 1992 (Capítulo V).

# Cronologia das principais medidas financeiras

## Janeiro

| | |
|---|---|
| ***7 de Janeiro (Dec.-Lei nº 13/2005, DR nº 5, 1ª Série A)*** | Procede à alteração do regime jurídico dos fundos de investimento imobiliário, aprovado pelo Dec.-Lei nº 60/2002, de 20-3. |
| ***17 de Janeiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 102/2004/DSB)*** | Fornece indicações sobre o modelo contabilístico a adoptar pelas instituições sujeitas à supervisão do Banco de Portugal que não se encontrem abrangidas pelo artº 4 do Regulamento nº 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19-07, bem como sobre a aplicação de um regime transitório durante o exercício que se inicia em 01-01-2005. |
| ***17 de Janeiro (Instrução do Banco de Portugal nº 23/2004)*** | Estabelece os procedimentos a observar no reporte de informação contabilística consolidada, elaborada de acordo com as Normas Internacionais de Contabilidade. |
| ***13 de Janeiro Regulamento da CMVM nº 1/2005, DR nº 31, 2ª Série*** | Altera diversos artigos, adita outros e republica, com as modificações introduzidas, o regulamento nº 8/2002, de 18-6, que estabelece o conjunto de normas que concretizam o regime jurídico dos fundos de investimento imobiliário. |
| ***24 de Janeiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 7/2005/DET)*** | O Banco de Portugal considera que as Instituições de Crédito deverão assegurar práticas de distribuição de notas através das ATM's que atendam à estrutura da circulação fiduciária do país, por forma a permitir uma melhor adequação da oferta à procura de numerário. |

## Fevereiro

| | |
|---|---|
| ***15 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal nº 1/2005)*** | Regulamenta o envolvimento e o "apoio implícito" em operações de titularização. |
| ***15 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal nº 2/2005)*** | Define os locais e condições através dos quais podem ser efectuados depósitos e levantamentos de moeda metálica corrente no Banco de Portugal. Revoga a Instrução nº 3/2003, publicada no BO nº 2, de 17-02-2003. |
| ***15 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal nº 4/2005)*** | Determina a aplicação de uma taxa reduzida para o cálculo da contribuição anual a entregar ao Fundo de Garantia de Depósitos relativamente aos depósitos constituídos nas sucursais financeiras exteriores das zonas francas da Madeira e da Ilha de Santa Maria. Revoga a Instrução nº 122/96, publicada no BNBP nº 5, de 15-10-1996. |
| ***17 de Fevereiro (Decreto-Lei n.º 35/2005, DR n.º 34, 1ª Série A)*** | Transpõe para a ordem jurídica interna a Directiva n.º 2003/51/CE, que altera as Directivas n.ºs 78/660/CEE, 83/349/CEE, 86/635/CEE e 91/674/CE, relativas às contas anuais e consolidadas de certas formas de sociedades. |
| ***21 de Fevereiro (Aviso do Banco de Portugal nº 1/2005, DR nº 41, 1ª Série B)*** | Determina que as instituições devem elaborar as demonstrações financeiras em base individual e em base consolidada de acordo com as Normas Internacionais de Contabilidade (NIC), tal como adoptadas, em cada momento, por regulamento da UE. Estabelece ainda um regime transitório, durante o ano de 2005, para as situações não sujeitas à exigência do Regulamento (CE) nº 1606/2002, de 19-07. |
| ***21 de Fevereiro (Aviso do Banco de Portugal nº 2/2005, DR nº 41, 1ª Série B)*** | Altera o Aviso nº 12/92 relativo ao enquadramento regulamentar dos fundos próprios e rácio de solvabilidade, na sequência da adopção das Normas Internacionais de Contabilidade (NIC). |
| ***21 de Fevereiro (Aviso do Banco de Portugal nº 3/2005, DR nº 41, 1ª Série B)*** | Redefine, na sequência da adopção das Normas Internacionais de Contabilidade (NIC), o regime de provisões a constituir pelas Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras. |
| ***21 de Fevereiro (Aviso do Banco de Portugal nº 4/2005, DR nº 41, 1ª Série B)*** | Altera, na sequência da adopção das Normas Internacionais de Contabilidade (NIC), o Aviso nº 12/2001, de 23-11, relativo à cobertura das responsabilidades com pensões de reforma e sobrevivência. |

| | |
|---|---|
| ***21 de Fevereiro (Aviso do Banco de Portugal nº 5/2005, DR nº 41, 1ª Série B)*** | Altera, na sequência da adopção das Normas Internacionais de Contabilidade (NIC), o Aviso nº 10/94, de 18-11, relativo à supervisão e ao controlo dos grandes riscos das instituições sujeitas à supervisão do Banco de Portugal. |
| ***21 de Fevereiro (Aviso do Banco de Portugal nº 6/2005, DR nº 41, 1ª Série B)*** | Altera, tendo em conta a transposição da Directiva nº 2003/51/CE, de 18-6, pelo Dec.-Lei nº 35/2005, de 17-02, o Aviso nº 8/94, de 15-11, no que toca ao perímetro de consolidação para efeitos de supervisão prudencial. |
| ***28 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal nº 6/2005)*** | Regulamenta o Aviso nº 1/2005, de 28-02, no que respeita a crédito vencido (enquadramento contabilístico). |
| ***28 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal nº 7/2005)*** | Consagra disposições acerca da imparidade. |
| ***28 de Fevereiro (Carta-Circular do Banco de Portugal n.º 13/05/DSB)*** | Estabelece o regime contabilístico a aplicar durante 2005. |

## Março

| | |
|---|---|
| ***10 de Março (Declaração de Rectificação n.º 10/2005 Diário da República, I-Série B, n.º 49)*** | Rectificação do Aviso do Banco de Portugal n.º 4/2005, publicado no Diário da República, I-Série B, n.º 41, de 28 de Fevereiro. |
| ***17 de Março (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 9/2005/DET)*** | Divulga, na sequência da Decisão de 16-12-2004 do Conselho de Governadores do Banco Central Europeu, o quadro comum para a recirculação de notas de euro pelas Instituições de Crédito e outros profissionais que operam com numerário, no que toca à aferição da sua autenticidade e qualidade. |
| ***18 de Março (Instrução do Banco de Portugal n.º 9/2005, distribuída através da Carta Circular n.º 18/2005/DSB)*** | Reporte, ao Banco de Portugal, de informação contabilística preparada de acordo com as Normas Internacionais de Contabilidade (NIC) ou com as Normas de Contabilidade Ajustadas (NCA). |
| ***21 de Março (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 13/2005/DSB)*** | Procede, na sequência do Aviso nº 1/2005, de 28-2, e da Carta-Circular nº 102/04/DSBDR, de 23-12, ao esclarecimento sobre os cenários possíveis de aplicação das regras contabilísticas, a observar no regime transitório para 2005, pelas instituições que têm de preparar demonstrações financeiras, em base consolidada e individual, ou apenas em base individual. |
| ***24 de Março (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 19/2005/DSB)*** | Presta novos esclarecimentos sobre a informação pré-contratual, no âmbito de pedidos de financiamento para aquisição de bens ou serviços. |

## Abril

| | |
|---|---|
| ***1 de Abril (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 20/2005/DSB)*** | Recomenda às instituições de crédito e sociedades financeiras que devem identificar os intervenientes e examinar com especial atenção as operações contratadas com diversas pessoas, singulares ou colectivas, residentes ou estabelecidas em determinados países ou territórios, no âmbito das medidas preventivas do branqueamento de capitais. Revoga a Carta-Circular nº 101/2004/DSB, de 03-12-2004. |

# Working papers

## *WORKING PAPERS*

### 1998

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

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

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

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

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

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

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

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

### 1999

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

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

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

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

**5/99** IBERIAN FINANCIAL INTEGRATION
— *Bernardino Adão*

**6/99** CLOSURE AND DIVESTITURE BY FOREIGN ENTRANTS: THE IMPACT OF ENTRY AND POST-ENTRY STRATEGIES
— *José Mata, Pedro Portugal*

### 2000

**1/00** UNEMPLOYMENT DURATION: COMPETING AND DEFECTIVE RISKS
— *John T. Addison, Pedro Portugal*

**2/00** THE ESTIMATION OF RISK PREMIUM IMPLICIT IN OIL PRICES
— *Jorge Barros Luís*

**3/00** EVALUATING CORE INFLATION INDICATORS
— *Carlos Robalo Marques, Pedro Duarte Neves, Luís Morais Sarmento*

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

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

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

**2001**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**2002**

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

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

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

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

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

**6/02** AN "ART", NOT A "SCIENCE"? CENTRAL BANK MANAGEMENT IN PORTUGAL UNDER THE GOLD STANDARD, 1854-1891
— *Jaime Reis*

**7/02** MERGE OR CONCENTRATE? SOME INSIGHTS FOR ANTITRUST POLICY
— *Margarida Catalão-Lopes*

**8/02** DISENTANGLING THE MINIMUM WAGE PUZZLE: ANALYSIS OF WORKER ACCESSIONS AND SEPARATIONS FROM A LONGITUDINAL MATCHED EMPLOYER-EMPLOYEE DATA SET
— *Pedro Portugal, Ana Rute Cardoso*

**9/02** THE MATCH QUALITY GAINS FROM UNEMPLOYMENT INSURANCE
— *Mário Centeno*

**10/02** HEDONIC PRICES INDEXES FOR NEW PASSENGER CARS IN PORTUGAL (1997-2001)
— *Hugo J. Reis, J.M.C. Santos Silva*

**11/02** THE ANALYSIS OF SEASONAL RETURN ANOMALIES IN THE PORTUGUESE STOCK MARKET
— *Miguel Balbina, Nuno C. Martins*

**12/02** DOES MONEY GRANGER CAUSE INFLATION IN THE EURO AREA?
— *Carlos Robalo Marques, Joaquim Pina*

**13/02** INSTITUTIONS AND ECONOMIC DEVELOPMENT: HOW STRONG IS THE RELATION?
— *Tiago V. de V. Cavalcanti, Álvaro A. Novo*

**2003**

**1/03** FOUNDING CONDITIONS AND THE SURVIVAL OF NEW FIRMS
— *P.A. Geroski, José Mata, Pedro Portugal*

**2/03** THE TIMING AND PROBABILITY OF FDI:
An Application to the United States Multinational Enterprises
— *José Brandão de Brito, Felipa de Mello Sampayo*

**3/03** OPTIMAL FISCAL AND MONETARY POLICY: EQUIVALENCE RESULTS
— *Isabel Correia, Juan Pablo Nicolini, Pedro Teles*

**4/03** FORECASTING EURO AREA AGGREGATES WITH BAYESIAN VAR AND VECM MODELS
— *Ricardo Mourinho Félix, Luís C. Nunes*

**5/03** CONTAGIOUS CURRENCY CRISES: A SPATIAL PROBIT APPROACH
— *Álvaro Novo*

**6/03** THE DISTRIBUTION OF LIQUIDITY IN A MONETARY UNION WITH DIFFERENT PORTFOLIO RIGIDITIES
— *Nuno Alves*

**7/03** COINCIDENT AND LEADING INDICATORS FOR THE EURO AREA: A FREQUENCY BAND APPROACH
— *António Rua, Luís C. Nunes*

**8/03** WHY DO FIRMS USE FIXED-TERM CONTRACTS?
— *José Varejão, Pedro Portugal*

**9/03** NONLINEARITIES OVER THE BUSINESS CYCLE: AN APPLICATION OF THE SMOOTH TRANSITION AUTOREGRESSIVE MODEL TO CHARACTERIZE GDP DYNAMICS FOR THE EURO-AREA AND PORTUGAL
— *Francisco Craveiro Dias*

**10/03** WAGES AND THE RISK OF DISPLACEMENT
— *Anabela Carneiro, Pedro Portugal*

**11/03** SIX WAYS TO LEAVE UNEMPLOYMENT
— *Pedro Portugal, John T. Addison*

**12/03** EMPLOYMENT DYNAMICS AND THE STRUCTURE OF LABOR ADJUSTMENT COSTS
— *José Varejão, Pedro Portugal*

**13/03** THE MONETARY TRANSMISSION MECHANISM: IS IT RELEVANT FOR POLICY?
*Bernardino Adão, Isabel Correia, Pedro Teles*

**14/03** THE IMPACT OF INTEREST-RATE SUBSIDIES ON LONG-TERM HOUSEHOLD DEBT: EVIDENCE FROM A LARGE PROGRAM
— *Nuno C. Martins, Ernesto Villanueva*

**15/03** THE CAREERS OF TOP MANAGERS AND FIRM OPENNESS: INTERNAL VERSUS EXTERNAL LABOUR MARKETS
— *Francisco Lima, Mário Centeno*

**16/03** TRACKING GROWTH AND THE BUSINESS CYCLE: A STOCHASTIC COMMON CYCLE MODEL FOR THE EURO AREA
— *João Valle e Azevedo, Siem Jan Koopman, António Rua*

**17/03** CORRUPTION, CREDIT MARKET IMPERFECTIONS, AND ECONOMIC DEVELOPMENT
— *António R. Antunes, Tiago V. Cavalcanti*

**18/03** BARGAINED WAGES, WAGE DRIFT AND THE DESIGN OF THE WAGE SETTING SYSTEM
— *Ana Rute Cardoso, Pedro Portugal*

**19/03** UNCERTAINTY AND RISK ANALYSIS OF MACROECONOMIC FORECASTS: FAN CHARTS REVISITED
— *Álvaro Novo, Maximiano Pinheiro*

**2004**

**1/04** HOW DOES THE UNEMPLOYMENT INSURANCE SYSTEM SHAPE THE TIME PROFILE OF JOBLESS DURATION?
— *John T. Addison, Pedro Portugal*

**2/04** REAL EXCHANGE RATE AND HUMAN CAPITAL IN THE EMPIRICS OF ECONOMIC GROWTH
— *Delfim Gomes Neto*

**3/04** ON THE USE OF THE FIRST PRINCIPAL COMPONENT AS A *CORE* INFLATION INDICATOR
— *José Ramos Maria*

**4/04** OIL PRICES ASSUMPTIONS IN MACROECONOMIC FORECASTS: SHOULD WE FOLLOW FUTURES MARKET EXPECTATIONS?
— *Carlos Coimbra, Paulo Soares Esteves*

**5/04** STYLISED FEATURES OF PRICE SETTING BEHAVIOUR IN PORTUGAL: 1992-2001
— *Mónica Dias, Daniel Dias, Pedro D. Neves*

**6/04** A FLEXIBLE VIEW ON PRICES
— *Nuno Alves*

**7/04** ON THE FISHER-KONIECZNY INDEX OF PRICE CHANGES SYNCHRONIZATION
— *D.A. Dias, C. Robalo Marques, P.D. Neves, J.M.C. Santos Silva*

**8/04** INFLATION PERSISTENCE: FACTS OR ARTEFACTS?
— *Carlos Robalo Marques*

**9/04** WORKERS' FLOWS AND REAL WAGE CYCLICALITY
— *Anabela Carneiro, Pedro Portugal*

**10/04** MATCHING WORKERS TO JOBS IN THE FAST LANE: THE OPERATION OF FIXED-TERM CONTRACTS
— *José Varejão, Pedro Portugal*

**11/04** THE LOCATIONAL DETERMINANTS OF THE U.S. MULTINATIONALS ACTIVITIES
— *José Brandão de Brito, Felipa Mello Sampayo*

**12/04** KEY ELASTICITIES IN JOB SEARCH THEORY: INTERNATIONAL EVIDENCE
— *John T. Addison, Mário Centeno, Pedro Portugal*

**13/04** RESERVATION WAGES, SEARCH DURATION AND ACCEPTED WAGES IN EUROPE
— *John T. Addison, Mário Centeno, Pedro Portugal*

**14/04** THE MONETARY TRANSMISSION N THE US AND THE EURO AREA:
COMMON FEATURES AND COMMON FRICTIONS
— *Nuno Alves*

**15/04** NOMINAL WAGE INERTIA IN GENERAL EQUILIBRIUM MODELS
— *Nuno Alves*

**16/04** MONETARY POLICY IN A CURRENCY UNION WITH NATIONAL PRICE ASYMMETRIES
— *Sandra Gomes*

**17/04** NEOCLASSICAL INVESTMENT WITH MORAL HAZARD
—*João Ejarque*

**18/04** MONETARY POLICY WITH STATE CONTINGENT INTEREST RATES
—*Bernardino Adão, Isabel Correia, Pedro Teles*

**19/04** MONETARY POLICY WITH SINGLE INSTRUMENT FEEDBACK RULES
—*Bernardino Adão, Isabel Correia, Pedro Teles*

**20/04** ACOUNTING FOR THE HIDDEN ECONOMY:
BARRIERS TO LAGALITY AND LEGAL FAILURES
—*António R. Antunes, Tiago V. Cavalcanti*

**2005**

**1/05** SEAM: A SMALL-SCALE EURO AREA MODEL WITH FORWARD-LOOKING ELEMENTS
—*José Brandão de Brito, Rita Duarte*

**2/05** FORECASTING INFLATION THROUGH A BOTTOM-UP APPROACH:
THE PORTUGUESE CASE
—*Cláudia Duarte, António Rua*

**3/05** USING MEAN REVERSION AS A MEASURE OF PERSISTENCE
—*Daniel Dias, Carlos Robalo Marques*