

## EVOLUÇÃO DO PATRIMÓNIO DAS FAMÍLIAS EM PORTUGAL 1980-2004\*

*Fátima Cardoso\*\**  
*Vanda Geraldês da Cunha\*\**

### 1. INTRODUÇÃO

A análise da composição e evolução do património das famílias é apresentada frequentemente na literatura económica como uma área de estudo relevante para uma melhor compreensão de alguns agregados macroeconómicos e, mais genericamente, do desempenho de uma economia. De facto, o estudo dos efeitos riqueza reveste-se de particular relevância em diversas vertentes, tais como a análise dos efeitos do património nas decisões de consumo *versus* poupança das famílias ou a influência do património das famílias no investimento (nomeadamente em habitação, até porque parte desse património é frequentemente utilizado como colateral na obtenção do respectivo financiamento). Por outro lado, a composição e a evolução do património das famílias influencia o funcionamento dos mercados financeiros, condicionando o desenvolvimento do sistema financeiro.

Neste artigo pretende-se analisar a composição e evolução do património das famílias residentes em Portugal, desde 1980 a 2004, procedendo-se, no período mais recente, a comparações internacionais. A análise tem por base as estimativas de património para aquele período publicadas recentemente em Cardoso, F. e Cunha, V. (2005). As componentes do património abrangidas são o património

financeiro (os activos e passivos financeiros) e a componente habitação do património não financeiro, que, de acordo com inquéritos realizados<sup>(1)</sup>, representa uma parcela muito significativa da riqueza não financeira das famílias<sup>(2)</sup>. Desta forma, a análise toma em consideração uma elevada percentagem do património total das famílias.

O artigo está organizado da seguinte forma: no ponto 2, apresentam-se os principais conceitos e uma breve referência à metodologia seguida na elaboração das estimativas do stock de habitação e do património financeiro<sup>(3)</sup>; o ponto 3 é dedicado à análise do património das famílias em Portugal, apresentando-o em termos de evolução ao longo do período em análise e em termos comparativos com outros países. O ponto 4 apresenta as principais conclusões.

### 2. CONCEITOS E METODOLOGIA

#### 2.1. Conceitos

Com vista a uma maior consistência com os restantes agregados das contas nacionais e para efeitos de comparações internacionais, na constru-

\* As opiniões expressas no artigo são da inteira responsabilidade das autoras e não coincidem necessariamente com a posição do Banco de Portugal. As autoras agradecem os comentários e sugestões de Ana Cristina Leal e José Ferreira Machado. Qualquer erro ou omissão é da exclusiva responsabilidade das autoras.

\*\* Departamento de Estudos Económicos.

(1) Inquérito ao Património e Endividamento das Famílias, 1994 e 2000, INE.

(2) Também a nível de outros países, a habitação é geralmente a componente mais significativa do património não financeiro, como é expresso em OCDE (2001).

(3) A metodologia utilizada na construção destas séries de património das famílias encontra-se descrita, de forma detalhada, em Cardoso, F. e Cunha, V. (2005).

ção das séries de património procurou-se respeitar os conceitos e metodologia definidos pelo Sistema Europeu de Contas Nacionais e Regionais (SEC 95)<sup>(4)</sup>. Nesse sentido, é utilizado preferencialmente o termo “**património**” (conceito utilizado pelo SEC 95), em alternativa ao termo “riqueza”, embora frequentemente os dois termos sejam utilizados indistintamente. De acordo com o SEC 95, a conta de património, para cada sector institucional, regista o valor de todos os seus activos e passivos, constituindo o saldo (diferença entre activos e passivos) o **património líquido**. Os activos registados nas contas de património são os definidos pelo Eurostat (SEC 95) como **activos económicos**, isto é, aqueles que “funcionam como reserva de valor sobre os quais podem ser exercidos, individual ou colectivamente, direitos de propriedade pelas unidades institucionais e dos quais podem ser retiradas vantagens económicas pelos respectivos titulares, através da sua detenção ou utilização durante um determinado período.”

Nos activos estão incluídos os activos financeiros e os activos não financeiros (produzidos e não produzidos) e os passivos correspondem, por definição, a passivos financeiros. O **património financeiro líquido** corresponde à diferença entre os activos financeiros e os passivos.

De notar que, neste âmbito, a fronteira de activos considerados nas contas de património não compreende:

- a) o capital humano;
- b) os activos naturais que não constituem activos económicos (por exemplo, ar e águas fluviais);
- c) os bens de consumo duradouro;
- d) os activos contingentes que não sejam activos financeiros<sup>(5)</sup> (caso das garantias prestadas e das linhas de crédito, como, por exemplo, os limites de crédito associados aos cartões de crédito).

A delimitação do sector institucional “famílias” também deve ser clarificada. Este sector está definido no SEC 95 como sendo a totalidade das famílias<sup>(6)</sup> residentes, que abrange principalmente o

(4) Regulamento (CE) n.º 2223/96 do Conselho, de 25 de Junho de 1996.

(5) Os activos contingentes só são reconhecidos no sistema como activos financeiros se se tratarem de acordos contratuais com valor de mercado, por serem transaccionáveis, como é o caso de determinados derivados financeiros.

conjunto de indivíduos na sua função de consumidores, mas também as empresas individuais e sociedades sem personalidade jurídica detidas por famílias, quer se tratem de produtores mercantis ou produzam para consumo próprio (S.14). No entanto, para efeitos de contas financeiras, está previsto que as contas deste sector sejam apresentadas conjuntamente com as do sector das “instituições sem fins lucrativos ao serviço das famílias” (S.15). Este sector (ISFLSF) abrange as instituições privadas, sem fins lucrativos, dotadas de personalidade jurídica que estão ao serviço das famílias e são outros produtores não mercantis<sup>(7)</sup>. Assim, e de forma generalizada nos países europeus, as contas financeiras são apuradas para os sectores S.14 e S.15 conjuntamente. No cálculo das séries analisadas neste artigo foi seguido o mesmo procedimento, pelo que as estimativas de património apresentadas dizem respeito os sectores das famílias e ISFLSF, agregado habitualmente designado por Particulares.

## 2.2. Metodologia

A componente habitação<sup>(8)</sup> do património foi calculada pelo método de inventário permanente. Este é o método utilizado na generalidade dos países da OCDE que dispõem de estimativas de stock de capital, dado não existirem habitualmente fontes de informação com regularidade anual que permitam a estimação directa. O método do inventário permanente consiste em acumular sucessivamente a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) respeitante ao bem de capital em causa (neste caso FBCF em habitação) a preços constantes de um determinado ano, obtendo-se, desta forma, um *stock* (bruto) de habitação em volume em cada período. Considerando que todos os edifícios de habitação adquiridos em determinado momento se mantêm activos até ao fim da sua vida útil esperada (T),

(6) De acordo com o SNA 93 (sistema de contas nacionais das Nações Unidas), uma família é um pequeno grupo de pessoas que partilham o mesmo alojamento e parte ou a totalidade do seu rendimento e riqueza e consomem alguns tipos de bens e de serviços de forma colectiva, principalmente alimentação e habitação.

(7) Por exemplo, sindicatos, associações profissionais, científicas ou religiosas, associações de consumidores, partidos políticos, clubes sociais, recreativos e desportivos.

(8) Inclui o valor dos terrenos subjacente às habitações.

sendo abatidos ao stock de capital simultaneamente no final desse período, o stock de capital bruto em cada ano  $t$  resulta simplesmente da soma dos investimentos dos  $T$  períodos terminados em  $t$ .

O stock de capital líquido, que desconta o consumo de capital fixo, é o conceito relevante para efeitos de cálculo de riqueza e foi calculado usando o método de amortização linear, com a hipótese assumida para o período de vida útil de 65 anos. O método de depreciação linear é um dos métodos de depreciação mais utilizados nos países da OCDE para efeito deste tipo de estimativas (veja-se OCDE (2001)) e consiste em assumir que os activos (a preços constantes) se depreciam num valor constante durante o seu período de vida útil. A depreciação corresponde a uma proporção fixa do valor inicial do activo, sendo o valor dessa proporção igual a  $1/T$ , em que  $T$  é a duração média de vida útil do activo.

O cálculo do stock de habitação pelo método referido exigiu séries longas (com início em 1915), em valor e em volume, de FBCF em habitação. Estas séries foram construídas partindo dos valores das Contas Nacionais do INE em SEC 95 e de estimativas do Banco de Portugal. A série das Contas Nacionais a preços correntes resultou da soma dos níveis da FBCF em habitação das famílias incluída na FBCF em Construção, com os níveis da FBCF em serviços associados à compra de habitação (margens das empresas imobiliárias e valores de registos prediais e impostos sobre o património). Dado que a componente FBCF habitação só está disponível nas Contas Nacionais do INE a preços correntes, esses valores foram deflacionados utilizando o deflator da FBCF habitação implícito nas estimativas macro-económicas do Banco de Portugal. As séries assim calculadas a preços correntes e a preços constantes de 1995 (e prolongadas para 2004 com estimativas do Banco de Portugal para a FBCF habitação em volume e em valor) foram retropoladas utilizando as taxas de variação em valor e em volume da FBCF habitação das “Séries longas” do Banco de Portugal<sup>(9)</sup> para o período 1953-1995. Para trás de 1953, utilizaram-se as taxas de variação em valor e em volume da FBCF Construção das “Séries históricas” do Banco de Portugal<sup>(10)</sup>.

(9) Banco de Portugal (1997a).

(10) Banco de Portugal (1997b).

A componente financeira do património (activos e passivos) dos particulares foi também estimada tendo como referência a metodologia do SEC 95. Como mencionado, o conceito Particulares abrange as famílias<sup>(11)</sup> (S.14) e as instituições sem fins lucrativos ao serviço das famílias (S.15). A informação para o período 1995-2003 tem como principal fonte as Contas Financeiras apuradas pelo Banco de Portugal. No entanto, em determinadas componentes, existem algumas diferenças face àquelas Contas, uma vez que se procurou adoptar procedimentos homogéneos ao longo de toda a série. Com efeito, nem sempre foi possível usar a metodologia das Contas Financeiras no período 1980-1994, dada a escassez da informação de base. Para 2004, foram ainda efectuadas estimativas preliminares tendo em conta a informação disponível aquando da compilação das séries em que se baseia este artigo<sup>(12)</sup>.

### 3. EVOLUÇÃO DO PATRIMÓNIO DAS FAMÍLIAS

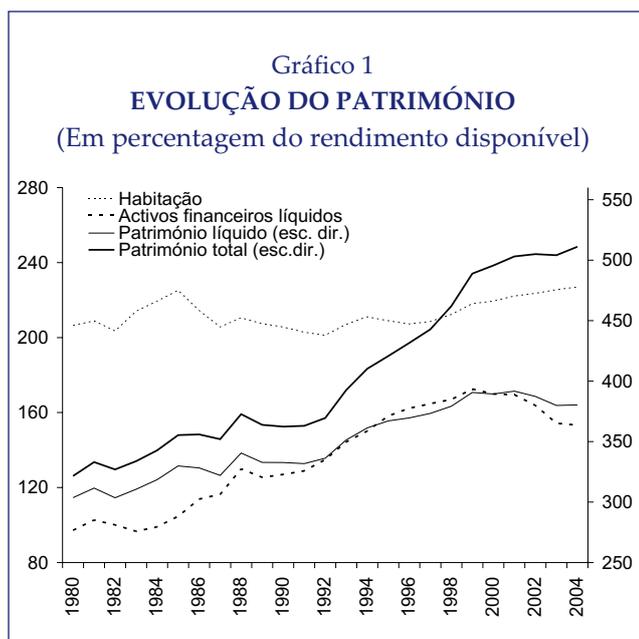
#### 3.1. Resultados globais

Ao longo dos últimos 25 anos, o património dos particulares, em percentagem do seu rendimento disponível, apresentou uma tendência crescente, mais acentuada durante a década de 90. Paralelamente, observa-se ao longo do período em análise um aumento da importância da parcela do património financeiro dos particulares no seu património “total” em simultâneo com uma diminuição do peso relativo da componente habitação (Gráficos 1 e 2).

O crescimento da riqueza dos particulares teve como contrapartida um aumento muito significativo do endividamento, sobretudo no que se refere a empréstimos de longo prazo, destinados à aquisição de habitação. Não obstante, o património líquido de endividamento registou igualmente uma evolução positiva no período considerado, embora bastante mais atenuada do que a dos activos, mantendo-se o perfil ascendente até ao final dos anos 90. No período mais recente (a partir de 2000) verificou-se uma desaceleração no endividamento dos

(11) Incluindo os emigrantes, cujas aplicações são equiparadas a aplicações de residentes nas estatísticas do Banco de Portugal.

(12) Séries publicadas em Cardoso, F. e Cunha, V. (2005).

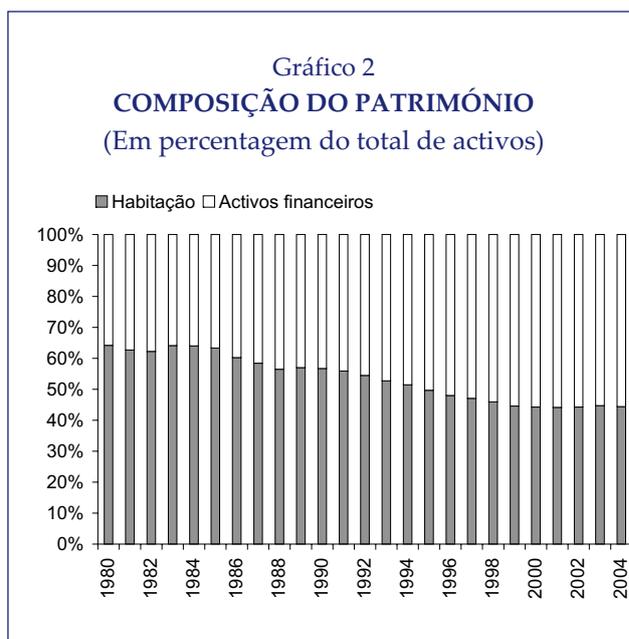


particulares (apesar de, em percentagem do rendimento disponível, continuar a aumentar), mas também nos activos na posse das famílias (sobretudo activos financeiros), observando-se uma relativa estabilização do peso da riqueza líquida no rendimento disponível dos particulares (Gráfico 1).

### 3.2. Habitação

Embora no conjunto do período em análise seja visível um aumento do stock de habitação em percentagem do rendimento disponível, tal não aconteceu de forma sistemática ao longo desse período. Em particular, ao longo da década de 90 (sobretudo da segunda metade), a dinâmica observada no mercado de habitação traduziu-se numa tendência crescente dos valores do stock de habitação (em percentagem do rendimento disponível), seguindo-se uma relativa estabilização a partir de 2000 (Gráfico 1).

Na segunda metade da década de 90, a subida do valor relativo do stock de habitação face ao rendimento disponível acontece em simultâneo com um aumento dos preços relativos da habitação, o que, conjugado com a descida das taxas de juro, pode ter criado um estímulo ao investimento em habitação (Gráficos 3 e 4). Por sua vez, o aumento dos preços relativos da habitação nos anos 90 reflectiu o forte crescimento da procura de habitação<sup>(13)</sup>. Esta foi impulsionada pela maior facilidade na aquisição de habitações por recurso ao crédito

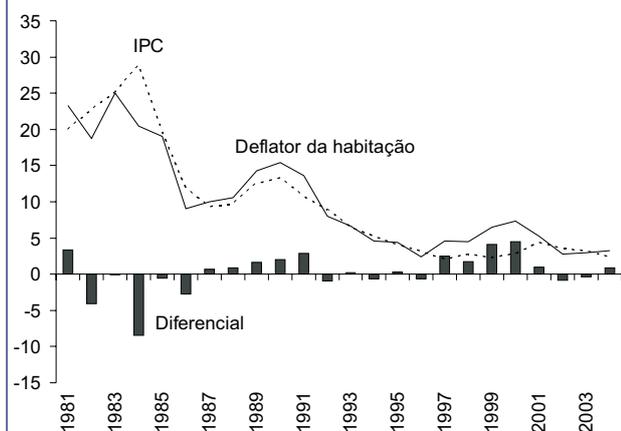


bancário, associada à diminuição significativa das taxas de juro e à maior facilidade nos processos de concessão resultante de uma maior concorrência entre os bancos. De facto, o rácio entre o valor do crédito à habitação e o valor do património em habitação mostra que, na década de 90, há um acréscimo significativo da proporção do valor das habitações obtidas por recurso a empréstimos bancários. Enquanto entre 1980 e 1992 esse rácio variou entre 4 e 8 por cento, a partir de 1993 essa percentagem apresentou um forte crescimento, situando-se em cerca de 39 por cento em 2004 (Gráfico 5). Deste modo, a partir da segunda metade da década de 90, verificou-se uma tendência de redução acentuada da importância do património em habitação não hipotecado (em percentagem do rendimento disponível). Neste contexto, generalizou-se o acesso à casa própria, o que é comprovado pelos dados dos recenseamentos gerais da população e da habitação do INE. Em 2001, 76 por cento dos alojamentos de residência habitual eram ocupados pelo proprietário, enquanto em 1991 essa proporção era de 65 por cento.

Contrariamente ao observado no valor da habitação em percentagem do rendimento disponível (que reflecte também a evolução dos preços relati-

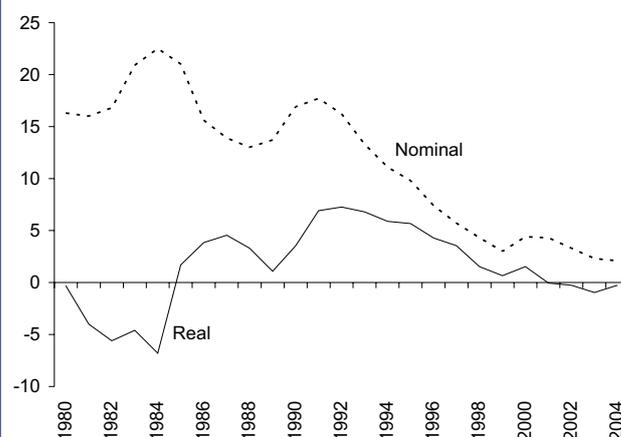
(13) De notar que este forte crescimento da procura na segunda metade do anos 90 não se traduziu da mesma forma (tal como aconteceu em outros países) no aumento dos preços (ainda que este tenha sido significativo), dado ter ocorrido paralelamente um aumento considerável na oferta de habitação.

Gráfico 3  
PREÇOS DA HABITAÇÃO VERSUS IPC



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 4  
TAXAS DE JURO DE CURTO PRAZO



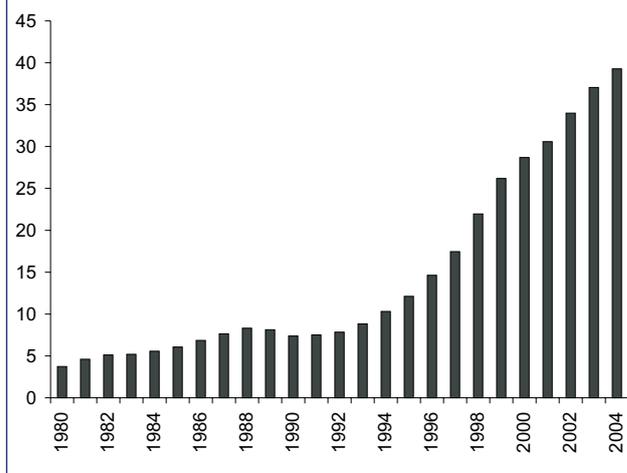
Fontes: Comissão Europeia e INE.

vos), o stock de habitação *per capita* a preços constantes apresentou uma tendência crescente ao longo de todo o período em análise. Com efeito, a taxa de crescimento em volume do stock de habitação foi sempre superior à da população (Gráfico 6), reflectindo dois tipos de factores. Por um lado, verificou-se uma redução na dimensão média dos agregados familiares e o conseqüente aumento do seu número: de acordo com dados censitários do INE, o número médio de pessoas por família passou de 3.4 em 1981 para 3.1 em 1991 e 2.8 em 2001, registando-se um particular crescimento das famílias unipessoais entre 1991 e 2001 (estas famílias passaram a representar 17 por cento do total, quando em 1991 representavam 14 por cento e, em 1981, 13 por cento). Por outro lado, a expansão do parque habitacional reflecte também o aumento do número de alojamentos por família (1.4 alojamentos por família em 2001, 1.3 em 1991 e 1.2 em 1981) associado à crescente importância dos alojamentos de uso sazonal (que, em 2001, correspondiam a 18 por cento dos alojamentos face a 16 por cento em 1991).

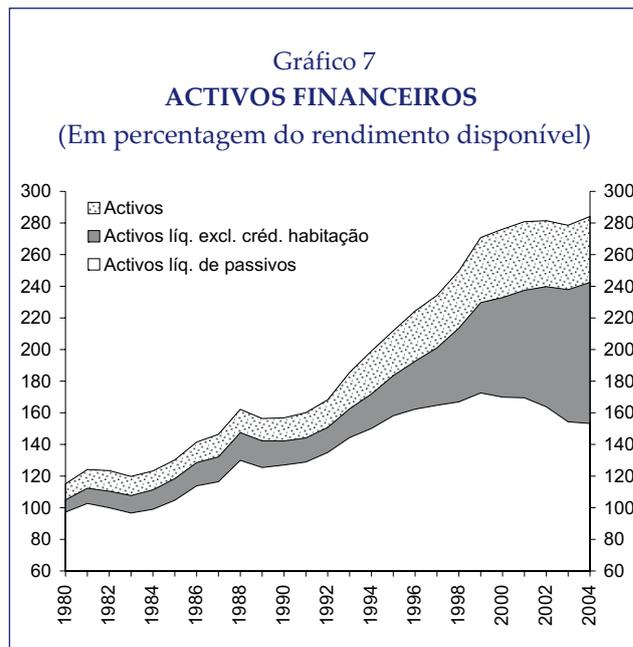
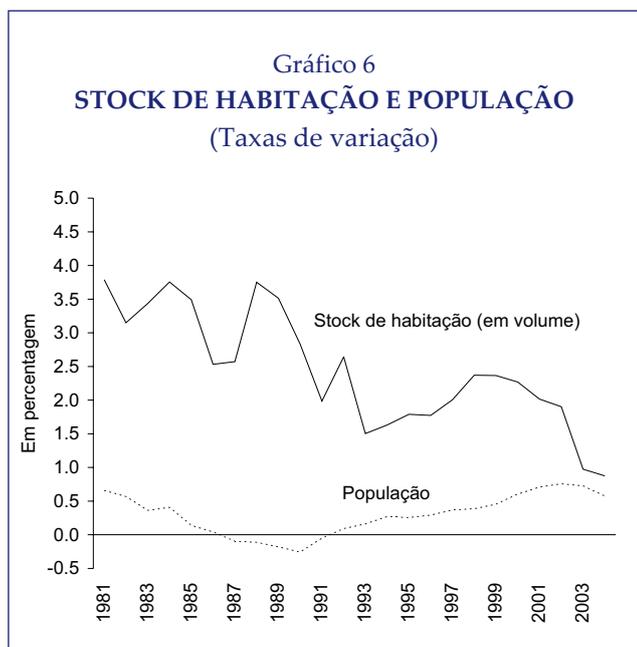
### 3.3. Património financeiro

No que se refere ao património financeiro, também é visível uma tendência crescente na sua evolução em termos do rendimento disponível, quer ao nível dos activos quer dos activos líquidos de passivos. Esta tendência, bastante mais marcada

Gráfico 5  
EMPRÉSTIMOS PARA AQUISIÇÃO DE  
HABITAÇÃO  
(Em percentagem do *stock* de habitação)



que a observada na componente habitação, é acentuada a partir do início da década de 90, o que deverá estar associado ao desenvolvimento do sistema financeiro que se seguiu à abolição dos limites de crédito então verificada e à liberalização dos movimentos de capitais no final de 1992. Contudo, uma vez que os passivos apresentaram simultaneamente uma importância crescente, a tendência observada no património financeiro líquido é menos acentuada do que a dos activos, embora mantendo o perfil ascendente até ao final dos anos 90. No período mais recente, os activos financeiros continuaram a aumentar em percentagem do ren-



dimento disponível, mas apresentaram uma desaceleração superior à observada nos passivos, pelo que o património financeiro líquido diminuiu em relação ao rendimento disponível (Gráfico 7).

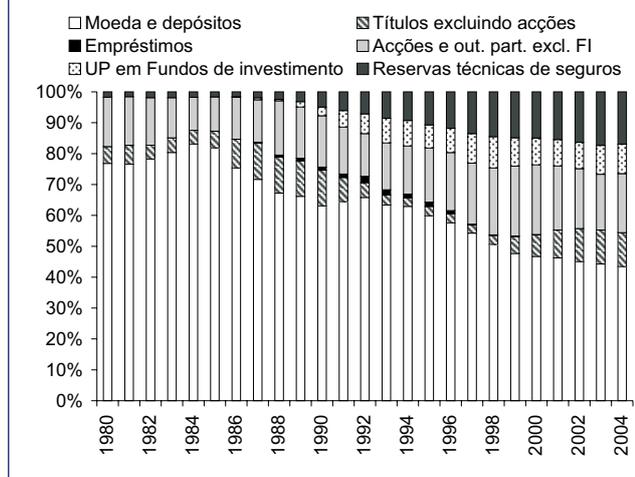
Analisando as aplicações dos particulares em activos financeiros por componentes, verifica-se que são maioritariamente constituídas por depósitos<sup>(14)</sup>. Estes têm apresentado uma importância crescente em termos do rendimento disponível, embora em termos de composição da carteira tenham vindo a diminuir o seu peso relativo. Com efeito, ao longo do período em análise, denota-se uma redução do grau de intermediação bancária: na primeira metade da década de 80, as aplicações em depósitos representavam cerca de 80 por cento do total do património financeiro, enquanto em 2004 representam, ainda assim, mais de 40 por cento do valor das aplicações financeiras (Gráfico 8). A evolução da composição da carteira de investimentos dos particulares acompanhou o desenvolvimento do sistema financeiro e o seu enquadramento regulamentar. De facto, o processo de liberalização começou em 1983, com a abertura dos sectores bancário e segurador à iniciativa privada, acentuando-se com o processo de integração europeia concretizado em 1986 e o subsequente desenvolvimento do sistema financeiro, com o apareci-

mento de novas instituições e produtos financeiros. As alterações regulamentares abrangendo a liberalização das taxas de juro e a abolição dos limites de crédito e liberalização dos movimentos de capitais, no início da década de 90, bem como o processo de privatizações, concorreram ainda para o desenvolvimento dos mercados de capitais e, conseqüentemente, para uma maior diversificação da carteira de investimentos financeiros dos particulares.

Deste modo, a componente acções e outras participações aumentou significativamente o seu peso na carteira dos particulares, de cerca de 15 por cento na primeira metade dos anos 80, ultrapassando os 30 por cento em 2000, sendo a segunda componente com maior importância na carteira de activos financeiros dos particulares. Nos últimos anos, esse valor tem vindo a diminuir, embora com uma ligeira recuperação em 2004 (Gráfico 8). Esta evolução resulta quer da componente acções e outras participações no capital de empresas quer da componente participações em fundos de investimento. Estes últimos surgiram em Portugal em 1986 e têm sido um produto adquirido essencialmente por particulares, como aplicação alternativa aos depósitos bancários. Para o aumento da importância das outras participações em carteira dos particulares contribuiu significativamente o processo de privatizações iniciado no final dos anos 80, abrangendo essencialmente o sector bancário e segurador, mas com maior incidência na segunda

(14) Esta categoria abrange os depósitos bancários e os certificados de aforro, que, de acordo com o SEC95, são equiparados a depósitos.

Gráfico 8  
COMPOSIÇÃO DA CARTEIRA  
(Em percentagem do total de activos financeiros)



metade dos anos 90. Estas operações, que tinham associados incentivos ao investimento por parte de pequenos subscritores (designadamente descontos na aquisição das acções e atribuição de *bonus shares*) e benefícios fiscais, levaram a uma maior participação dos particulares no mercado de capitais.

Por seu turno, os direitos das famílias em reservas técnicas de seguros têm tido uma tendência de crescimento contínuo desde o início dos anos 90 quer em termos de rendimento disponível quer em termos de peso na estrutura de activos. Sendo a componente que apresentou o maior crescimento ao longo do período em análise, a partir de meados da década de 90, passou a situar-se no terceiro lugar das aplicações financeiras dos particulares (após os depósitos e as acções). Este crescimento reflecte a evolução dos seguros de vida e dos fundos de pensões<sup>(15)</sup> enquanto sistemas privados complementares ao regime de segurança social. Estas aplicações em seguros de vida e fundos de pensões têm também beneficiado de regimes fiscais mais favoráveis do que os das aplicações mais tradicionais, incentivando a procura destes produtos de menor liquidez.

As aplicações directas em títulos, na sua maioria de dívida pública, apresentaram uma evolução positiva durante a década de 80, mas nos anos 90

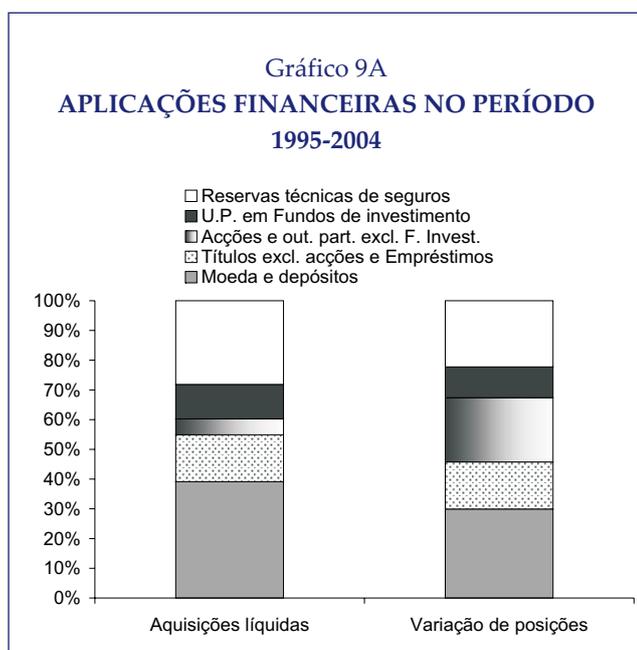
parecem ter sido preteridas pelas unidades de participação em fundos de investimento e pelas reservas técnicas de seguros, tendência que só se inverteu nos últimos anos em análise (Gráfico 8).

A parcela de participações directas emitidas por não residentes, apesar de apresentar uma tendência de crescimento, mais notória após a participação na área do euro, continua a não ser significativa na carteira das participações, tal como acontece no conjunto das aplicações financeiras directas no exterior (que não representam mais de 7 por cento do total). Em termos de aplicações indirectas, isto é, via investidores institucionais (fundos de investimento, seguros vida e fundos de pensões), essa parcela torna-se bastante mais relevante. Com efeito, a percentagem de títulos emitidos por não residentes em carteira destes investidores, que em 1995 era inferior a 10 por cento, aumentou significativamente nos últimos anos, estimando-se que tenha ultrapassado os 60 por cento no final de 2004.

Esta evolução do património dos particulares reflecte naturalmente as escolhas destes nas suas aplicações financeiras, mas é também influenciada por outros factores, como as flutuações de preço dos vários activos. Através dos Gráficos 9A e 9B pode ver-se em que medida as variações do património, de 1995 a 2004, são explicadas pelas aquisições líquidas de vendas dos activos ou por outros factores. As aplicações líquidas foram essencialmente dirigidas para os depósitos, seguindo-se as aplicações em seguros (nomeadamente do ramo vida) e fundos de pensões, e, em terceiro lugar, as aquisições de títulos (excluindo acções, unidades de participação em fundos de investimento e outras participações), denotando a preferência dos particulares por activos de baixo risco.

Constata-se assim que o aumento do stock da riqueza dos particulares em acções e outras participações deve-se mais à valorização destes activos (que explica cerca de 60 por cento da variação do stock) do que à aquisição líquida dos mesmos. O efeito de valorização foi mais intenso até ao início de 2000, mas, mesmo até ao final de 2004, o índice de cotações de acções PSI Geral aumentou cerca de 140 por cento face ao final de 1994. De facto, os ganhos de capital na componente acções foram os mais significativos na riqueza financeira, enquanto as transacções nestes activos continuaram a apresentar, em termos líquidos, um peso relativamente

(15) Os fundos de pensões autónomos foram criados em 1986 e, desde então, têm assumido uma importância crescente.

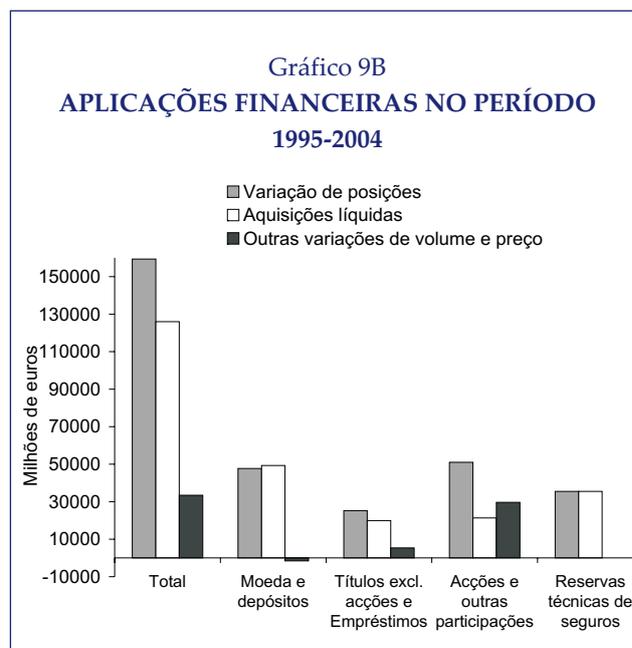


diminuto nas aquisições dos particulares. A categoria de títulos excluindo acções também apresentou alguns ganhos de detenção em termos nominais, mas relativamente reduzidos (perto de 20 por cento da variação total do stock entre 1994 e 2004)<sup>(16)</sup>.

Em termos globais, verifica-se que, ao longo do período considerado, a evolução do sistema financeiro, a trajectória descendente das taxas de juro e os ganhos de capital oferecidos pelas acções e outras participações, bem como os desenvolvimentos ao nível dos sistemas de segurança social terão condicionado as escolhas dos particulares na composição da sua carteira de activos financeiros. Esta tornou-se mais diversificada, com uma redução na sua liquidez, mas ainda assim “conservadora” quando comparada com a de outros países europeus (*vide* ponto 3.4).

Na vertente de financiamento, observa-se um aumento muito significativo no endividamento dos particulares em termos do seu rendimento disponível, se bem que o património total em termos líquidos tenha mantido uma trajectória crescente

(16) Note-se que os rendimentos sob a forma de juros estão classificados como transacção e não como variação de preço. De acordo com o SEC 95, os juros são registados na conta de rendimento numa base *accrual* e, nas transacções financeiras, os juros corridos e ainda não pagos são registados como transacção juntamente com o activo financeiro que lhe dá origem (como se fossem reinvestidos). Daí que a variação do stock de depósitos e títulos, a menos de flutuações cambiais, corresponda essencialmente a transacções financeiras.



(Gráfico 1). Por tipo de crédito, trata-se essencialmente de empréstimos a longo prazo, e destinados à habitação, tendo sido estes que apresentaram um crescimento mais significativo. Os empréstimos de curto prazo, incluindo os créditos comerciais, apresentam uma importância diminuta, em termos do rendimento disponível dos particulares, ao longo do período em análise. A trajectória verificada ao nível do endividamento ocorreu, nos anos 90, num contexto de descidas de taxas de juro, que estimulou as despesas de consumo e sobretudo de investimento em habitação e o correspondente aumento da procura de crédito. De facto, o efeito da descida das taxas de juro manifestou-se quer em termos reais, reduzindo o custo de oportunidade de realizar despesa, quer em termos nominais, atenuando as restrições de liquidez dos particulares. No final da década de 90, a forte concorrência verificada ao nível dos bancos incrementou a disponibilidade, a diversificação e a sofisticação dos produtos financeiros, em particular no segmento de crédito à habitação, estimulando também o recurso a este tipo de crédito. Refira-se que um estudo baseado em microdados<sup>(17)</sup> revela que esta evolução do endividamento dos particulares, na segunda metade dos anos 90, terá resultado mais de um acentuado aumento da acessibilidade das famílias ao mercado de crédito e não tanto de um maior endividamento e respectiva taxa de esforço ao nível dos agregados familiares individualmente

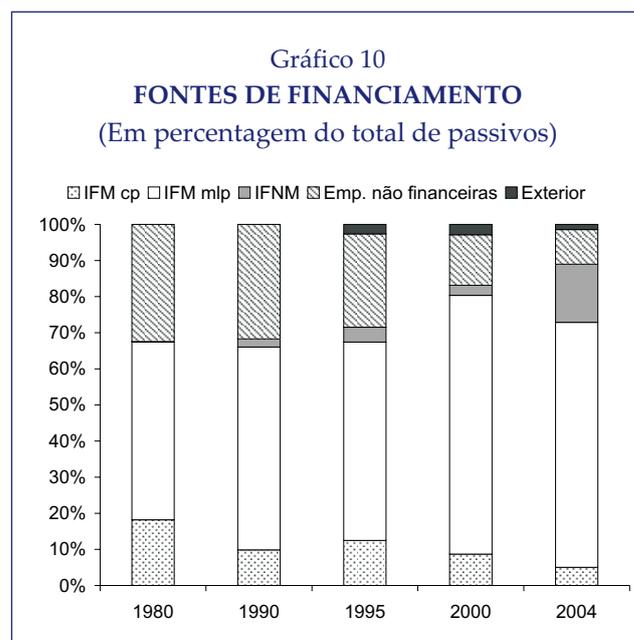
(17) Farinha, L.(2004).

considerados. Os indivíduos mais jovens terão sido os que mais contribuíram para o aumento do endividamento em termos agregados, mas, ao apresentarem níveis de educação formal mais baixos, serão também mais vulneráveis a situações de aumento de desemprego e, conseqüentemente, na sua capacidade de satisfazer os compromissos de endividamento. O facto de cada agente económico defrontar uma restrição orçamental intertemporal, que não permite sustentar uma tendência de endividamento indefinidamente, terá igualmente contribuído para o abrandamento na procura de crédito.

Os particulares recorrem ao crédito preferencialmente junto do sistema bancário residente (cerca de 80 por cento do financiamento total) (Gráfico 10). As instituições financeiras não monetárias, que iniciaram a sua actividade em meados da década de 80, apresentam uma importância bastante diminuta. O ligeiro aumento da sua carteira de activos nos últimos anos é explicado essencialmente pela transferência de créditos dos bancos para entidades especializadas em titularização de créditos e não tanto pela concessão directa de empréstimos destas instituições aos particulares. Os não residentes, por seu lado, não representam mais de 3 por cento do total do financiamento por concessão de crédito directo. O recurso aos créditos comerciais, por seu turno, tem vindo a reduzir a sua importância relativa, com a generalização dos créditos ao consumo e outros fins oferecidos pelas instituições financeiras (bancárias e não bancárias) em condições que serão mais favoráveis do que as das empresas comerciais. Assim, no final de 2004, representavam pouco mais de 10 por cento do endividamento total dos particulares.

Refira-se ainda que estes indicadores agregados não permitem aferir a situação financeira das famílias individualmente consideradas, sendo de esperar alguma assimetria na distribuição da riqueza entre famílias. Com efeito, de acordo com um estudo recente<sup>(18)</sup>, a distribuição da riqueza, em particular da financeira, é muito concentrada. A título ilustrativo refira-se que, de acordo com dados amostrais utilizados nesse estudo, no ano 2000, apenas 10 por cento das famílias detinham quase 74 por cento dos activos financeiros. No entanto, o património líquido para a maior parte das

(18) Farinha, L. e Noorali, S. (2005).



famílias é positivo, uma vez que uma grande parte dos seus passivos se refere a empréstimos à habitação, os quais são garantidos pelo valor correspondente do activo habitação.

### 3. 4. Comparações internacionais

Neste ponto faz-se uma breve análise comparativa das estimativas obtidas para Portugal com dados de outros países. Esta análise é efectuada apenas para dados a partir de 1995, período para o qual existem dados de património financeiro numa base comparável. Relativamente aos dados de habitação, a informação é ainda mais escassa e menos harmonizada. Por essa razão, a análise desta componente é feita para um conjunto mais restrito de países.

No Quadro 1 é possível observar algumas diferenças relativas quer à estrutura do património líquido (peso da habitação, activos financeiros e passivos) quer aos seus valores em percentagem do rendimento disponível. Contudo, relativamente à evolução desde 1995, notam-se alguns movimentos similares aos verificados noutros países. De uma maneira geral, observou-se, entre 1995 e 2000, um aumento da riqueza dos particulares em percentagem do rendimento disponível, tanto na componente habitação como na componente financeira. Esse aumento foi mais acentuado no património financeiro, resultando numa perda de importância da componente habitação no total de

Quadro 1

## COMPARAÇÕES INTERNACIONAIS – EVOLUÇÃO DO PATRIMÓNIO

	Valores em percentagem do total de activos								
	Habitação			Activos financeiros			Passivos <sup>(a)</sup>		
	1995	2000	2003	1995	2000	2003	1995	2000	2003
Portugal.....	49.7	44.3	44.7	50.3	55.7	55.3	12.8	21.4	24.6
Alemanha.....	55.4	51.8	50.6	44.6	48.2	49.4	19.2	20.1	19.7
Espanha.....	65.2	63.4	72.0	34.8	36.6	28.0	10.8	12.4	11.9
França <sup>(b)</sup> .....	49.0	45.2	52.3	51.0	54.8	47.7	13.5	12.0	12.1
Itália.....	64.9	53.6	60.8	35.1	46.4	39.2	4.3	5.6	5.7
Reino Unido.....	36.6	39.0	49.0	63.4	61.0	51.0	17.9	14.7	18.0
Europa (6).....	53.7	48.6	55.5	46.3	51.4	44.5	13.8	13.6	14.0
EUA.....	27.1	25.4	30.9	72.9	74.6	69.1	17.5	16.7	19.8
Japão.....	41.6	37.2	33.7	58.4	62.8	66.3	18.9	17.8	17.7

	Valores em percentagem do rendimento disponível								
	Habitação			Activos financeiros			Passivos <sup>(a)</sup>		
	1995	2000	2003	1995	2000	2003	1995	2000	2003
Portugal.....	209	219	226	212	276	279	54	106	124
Bélgica.....	-	-	-	362	468	398	63	69	67
Dinamarca.....	-	-	-	279	356	308	175	225	214
Alemanha.....	271	276	268	218	256	262	94	107	104
Espanha.....	371	437	635	198	252	247	61	86	105
França <sup>(b)</sup> .....	234	270	318	243	328	290	64	72	74
Itália.....	437	385	477	237	333	308	29	40	44
Países Baixos.....	-	-	-	411	560	465	108	175	201
Áustria.....	-	-	-	181	203	210	52	72	75
Finlândia.....	-	-	-	100	185	177	65	60	70
Suécia.....	-	-	-	211	295	262	95	101	117
Reino Unido.....	218	301	381	378	471	397	107	113	140
Europa (6).....	291	314	378	251	332	303	75	88	95
Europa (12).....	-	-	-	238	308	289	72	87	91
EUA.....	146	157	184	391	460	411	94	103	118
Japão <sup>(c)</sup> .....	262	240	216	367	407	424	119	115	113

Fontes: Eurostat, Bancos Centrais Nacionais e Institutos de Estatística europeus, *Observatoire de L'Épargne Européenne*, *Federal Reserve Bank*, *Cabinet Office (Government of Japan)* e Banco de Portugal.

Notas:

- (a) O conceito de passivos aqui considerado é mais lato que o conceito de dívida habitualmente utilizado pelo Banco de Portugal (que considera apenas os passivos que explicitamente vencem juros) distinguindo-se essencialmente pela inclusão dos créditos comerciais. Considerando o conceito mais restrito, os rácios para Portugal cifram-se em 38, 91 e 110 por cento do rendimento disponível, respectivamente para 1995, 2000 e 2003.
- (b) O valor da habitação para a França, em 2003, foi estimado tendo-se mantido o rácio desse valor em percentagem do rendimento disponível idêntico ao de 2002 (último valor disponível).
- (c) No caso do Japão, o valor da habitação inclui 3/4 do valor dos terrenos indicados nas contas não financeiras como terrenos subjacentes a edifícios e outras construções dos particulares, tal como em OCDE (2003).

activos. Entre 2000 e 2003, o peso dos activos financeiros reduziu-se na maioria dos países considerados (e diminuiu mesmo o seu valor em nível, nalguns casos, como o do Reino Unido) reflectindo o efeito de desvalorização das acções neste período e, em alguns países, uma valorização significativa das habitações. Este efeito também se observou em Portugal, embora com menor intensidade, em parte por se ter verificado nesse período algum abrandamento no mercado de habitação. Relativamente ao peso da habitação no total de activos,

Portugal é, no conjunto de países europeus considerados, o que apresenta a percentagem mais baixa em 2003 (nos anos de 1995 e 2000, o Reino Unido apresentava um valor ainda inferior ao de Portugal). Registe-se também que, no caso da Espanha, a componente habitação tem um peso muito significativo no total dos activos (superior a 70 por cento em 2003), reflectindo uma elevada percentagem de proprietários de habitação própria principal e de habitações secundárias. Por outro lado, o aumento do peso da componente habitação neste

## Quadro 2

COMPARAÇÕES INTERNACIONAIS – ESTRUTURA DOS ACTIVOS FINANCEIROS<sup>(a)</sup>

Em percentagem do total dos activos financeiros

## Quadro 2A

## ESTRUTURA NO FINAL DE 2003

	Moeda e depósitos	Títulos excluindo acções	Acções e outras participações	dq. UP F. Inv.	Reservas técnicas de seguros	dq. Seg. vida e F. Pensões
Portugal.....	44	11	27	9	17	16
Bélgica.....	32	19	29	16	19	17
Dinamarca.....	28	8	17	9	46	44
Alemanha.....	36	12	22	12	30	28
Espanha.....	42	3	39	13	16	15
França.....	31	2	36	10	31	28
Itália.....	27	22	35	17	15	13
Países Baixos.....	25	4	11	4	60	58
Áustria.....	56	8	16	10	21	14
Finlândia.....	35	1	41	5	23	20
Suécia.....	20	3	40	12	37	37
Reino Unido.....	27	1	16	5	56	54
Área do euro (9).....	33	11	29	11	27	25
União Europeia (12).....	31	8	26	9	34	32
EUA.....	16	6	48	10	30	30
Japão.....	56	6	11	2	27	27

## Quadro 2B

## ESTRUTURA NO FINAL DE 1995

	Moeda e depósitos	Títulos excluindo acções	Acções e outras participações	dq. UP F. Inv.	Reservas técnicas de seguros	dq. Seg. vida e F. Pensões
Portugal.....	60	3	25	7	11	9
Bélgica.....	30	31	29	9	10	8
Dinamarca.....	27	15	23	7	34	32
Alemanha.....	42	13	19	7	26	24
Espanha.....	53	4	31	11	10	9
França.....	37	5	35	12	21	19
Itália.....	43	28	20	4	10	9
Países Baixos.....	23	3	20	5	53	52
Áustria.....	62	15	6	4	16	12
Finlândia.....	73	6	5	1	15	10
Suécia.....	29	9	30	7	31	31
Reino Unido.....	25	2	20	4	53	51
Área do euro (9).....	41	13	24	8	22	20
União Europeia (12).....	37	11	23	7	29	27
EUA.....	16	9	46	5	29	29
Japão.....	52	8	14	2	26	26

Nota:

(a) Neste quadro estão excluídos a Irlanda, o Luxemburgo e a Grécia, países que não dispõem de Contas Financeiras de acordo com o SEC 95.

país (tal como no Reino Unido) entre 2000 e 2003 reflecte crescimentos dos preços da habitação ainda muito acentuados nesse período. Em contrapartida, é de notar que o peso da habitação nos Estados Unidos da América (EUA) e no Japão (tanto em percentagem do rendimento disponível como no total de activos) é bastante inferior ao que se verifica nos países europeus considerados.

Relativamente aos passivos, refira-se que, embora se tenha registado nos vários países um aumento da importância destes valores entre 1995 e 2003, essa evolução foi muito mais pronunciada em Portugal. Com efeito, Portugal registava, em 2003, a maior percentagem de passivos no total de activos relativamente ao conjunto dos 8 países para os quais se obtiveram estimativas de habitação. Considerando um conjunto mais alargado de países, verifica-se

que, em percentagem do rendimento disponível, o grau de endividamento em Portugal é apenas inferior ao observado na Dinamarca, Países Baixos e Reino Unido (Quadro 1).

Em termos da composição do património financeiro, em 2003, comparando os valores apresentados para Portugal com os da média dos países da área do euro analisados, constata-se uma semelhança nas aplicações em títulos, acções e outras participações, mas a componente moeda e depósitos encontra-se significativamente acima dessa média, enquanto os direitos sobre as reservas técnicas de seguros ainda se apresentam com um peso inferior (Quadros 2A e 2B). Face aos países da União Europeia, os resultados da comparação são idênticos, com a excepção da maior diferença verificada nas aplicações no sector segurador. De facto, estas aumentam o seu peso relativo com a inclusão do Reino Unido, onde mais de metade das aplicações financeiras dos particulares são neste tipo de activos (dos países analisados, apenas os Países Baixos apresentam um valor superior, de quase 60 por cento).

Os resultados da média dos países europeus (União Monetária e outros) dissimulam, no entanto, diferenças significativas entre os países considerados individualmente. Na componente de moeda e depósitos, por exemplo, o valor mais elevado é apresentado pela Áustria (56 por cento), só comparável com o caso do Japão, seguindo-se Portugal (44 por cento), com um valor muito próximo ao verificado em Espanha. Na generalidade dos outros países, a componente de moeda e depósitos representa um peso menor. Em contrapartida, na vertente de seguros e fundos de pensões, Portugal situa-se, juntamente com a Espanha, Itália e Bélgica, no conjunto dos países em que estas aplicações têm o peso mais baixo do total do património financeiro (entre 15 e 19 por cento), enquanto a maior parte dos países do Norte da Europa apresenta uma maior importância relativa destes activos.

As componentes de títulos de dívida e de participações também apresentam uma grande variabilidade entre os países considerados, encontrando-se Portugal numa situação próxima da média.

Quando comparada com a situação em 1995, verifica-se que a evolução operada em Portugal seguiu a tendência da maioria dos outros países europeus, com uma redução do peso relativo dos de-

pósitos e um aumento das outras aplicações financeiras, nomeadamente em direitos sobre as reservas técnicas de seguros associadas ao ramo vida e aos fundos de pensões. A única excepção verificou-se ao nível dos títulos, os quais aumentaram a sua importância em Portugal, mas ainda assim mantiveram-se num nível inferior ao da média da área do euro. Em termos globais, a estrutura da carteira dos particulares em Portugal aproximou-se, durante este período, da média dos países europeus, em particular dos da área do euro.

Estes movimentos contrastam com os verificados no Japão, onde os depósitos ganharam importância relativa face à perda de valor das acções e nos Estados Unidos, onde se manteve a proporção dos depósitos. De referir, contudo, que nos EUA continua a observar-se um peso da componente acções e outras participações superior ao de todos os restantes países analisados. O aumento do peso das reservas técnicas de seguros, por seu turno, foi generalizado a todos os países em estudo, representando cerca de um terço dos activos financeiros dos particulares no conjunto dos países europeus, nos EUA e no Japão.

## 4. CONCLUSÕES

Nos últimos 25 anos, observou-se uma tendência ascendente na evolução do património dos particulares em percentagem do seu rendimento disponível, mais acentuada durante a década de 90. Paralelamente, a parcela do património financeiro dos particulares apresentou uma importância crescente no seu património total em simultâneo com uma diminuição do peso relativo da componente habitação.

O crescimento da riqueza dos particulares teve como contrapartida um aumento muito significativo do endividamento, sobretudo no que se refere a empréstimos bancários de longo prazo, destinados à aquisição de habitação. Não obstante, o património líquido de endividamento registou igualmente uma evolução positiva no período considerado, embora bastante mais atenuada do que a dos activos, mantendo um perfil ascendente até ao final dos anos 90, seguido de uma relativa estabilização no período mais recente.

Ao longo da década de 1990, a trajectória descendente das taxas de juro reais e nominais terá condicionado as escolhas dos particulares na com-

posição do seu património. Por um lado, permitiu que um número crescente de famílias acesse à aquisição de habitação através da obtenção de crédito, financiando proporções crescentes do valor da habitação e observando-se uma tendência crescente dos valores do stock de habitação em percentagem do rendimento disponível. Por outro lado, esse comportamento das taxas de juro, a par da evolução do sistema financeiro, dos ganhos de capital oferecidos pelas acções e outras participações, bem como os desenvolvimentos ao nível dos sistemas de segurança social, reflectiu-se numa alteração da composição da carteira de activos financeiros. Esta tornou-se mais diversificada, com uma redução na sua liquidez, mas ainda assim “conservadora” quando comparada com a de outros países europeus.

Com efeito, face à média dos países da área do euro, em 2003, constata-se que a componente moeda e depósitos encontra-se significativamente acima dessa média, enquanto os direitos sobre as reservas técnicas de seguros ainda apresentam um peso inferior. Por seu turno, o peso relativo das aplicações em títulos, acções e outras participações, é semelhante. Quando comparada com a situação em 1995, verifica-se que a evolução operada em Portugal seguiu a tendência da maioria dos outros países europeus, com uma redução do peso relativo dos depósitos e um aumento das outras aplicações financeiras, em particular, em seguros de vida e fundos de pensões. Em termos globais, a estrutura da carteira dos particulares em Portugal aproximou-se, durante este período, da média dos países europeus, em particular dos da área do euro.

## BIBLIOGRAFIA

- Banco de España (2002), “Estimación de los stocks de capital productivo y residencial para España e la UE”, *Boletín Económico*, Outubro
- Banco de España (2004) (*site*), “Síntesis de indicadores, indicadores del mercado de la vivienda”
- Banco de Portugal (1997a), “New estimates for Portugal’s” GDP 1910-1958, *História Económica* nº 7, October
- Banco de Portugal (1997b), Séries longas para a economia portuguesa
- Brandolini, A. et al. (2003), “Household wealth distribution in Italy in the 1990s”
- Cardoso, F. e Cunha, V. (2005), “Household wealth in Portugal: 1980-2004”, Banco de Portugal, *Working paper* nº 4, June
- Departamento Central de Planeamento (1994), “Metodologias de estimação do stock de capital: Aplicação do Método do Inventário Permanente ao Caso Português”, *Documento de trabalho* nº 5
- Dias, M. (1996), “Riqueza e rendimento em Portugal - primeira abordagem do IPEF”, Banco de Portugal, *Boletim Económico*, Junho
- Direcção Geral de Estudos e Previsão (1999), Privatizações e Regulação, Ministério das Finanças
- Eurostat (1996), Sistema Europeu de Contas Nacionais e Regionais - SEC95
- Eurostat (2004), Newcronos Database
- INE, Recenseamento Geral da População, Recenseamento Geral da Habitação, 1981
- INE, Censos 1991
- INE, Censos 2001
- INE (2004), Infoline
- INSEE (2002), “Retropolation of the investment series (GFCF) and estimation of fixed capital stocks on the ESA-95 basis for the French balance sheets”
- Farinha, L. (2003), “O efeito de algumas características demográficas e socioeconómicas sobre o endividamento das famílias”, Banco de Portugal, *Boletim Económico*, Junho
- Farinha, L. (2004), “Grau de esforço associado ao endividamento das famílias: uma análise baseada em dados microeconómicos”, Banco de Portugal, *Boletim Económico*, Setembro
- Farinha, L. e Noorali, S. (2005) “Endividamento e riqueza das famílias portuguesas”, Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira 2004*
- Hussain, I. (2000), “Households Sector Saving and Wealth Accumulation”, Financial Services Authority, *Occasional Paper Series* nº 5
- Luz, S. (1992), “The effects of Liquidity Constraints on Consumption Behaviour: The Portuguese experience”, Banco de Portugal, *Working Paper* 3-92, February
- Massaro, R. (2004), “Households’ financial assets and liabilities in Europe”, Eurostat, *Statistics in Focus*, theme 2 - 22

Observatoire de l'épargne européenne (2004), "L'endettement des ménages européens de 1995 à 2002", Avril

OCDE (1992), "Methods used by OECD countries to measure stocks of capital"

OCDE (2001), "Measuring capital - OECD Manual - Measurement of capital stocks, consumption of fixed capital and capital services"

OCDE (2002), "Household financial wealth: trends, structures and valuation methods"

OCDE (2003), "Household wealth in the national accounts of Europe, the United States and Japan", André Babeau e Teresa Sbrana

ONS (2004), "United Kingdom National Accounts", *The Blue Book 2004*

United Nations et al. (1993), System of National Accounts - SNA93