



*Banco de Portugal*

EUROSISTEMA

Boletim Económico  
Outono | 2005

Disponível em  
[www.bportugal.pt](http://www.bportugal.pt)  
Publicações

# Banco de Portugal

## Boletim Económico

Outono | 2005

### *Textos de política e situação económica*

- A economia portuguesa em 2005 ..... 7
- Principais desenvolvimentos no mercado de câmbios e de produtos derivados português em 2005 ..... 45

### *Artigos*

- Um novo indicador coincidente para o consumo privado em Portugal ..... 69
- Caracterização e determinantes das remunerações na administração pública em Portugal ..... 77
- Evolução do património das famílias em Portugal, 1980-2004 ..... 95
- Preços de activos na área do euro e fundamentos macroeconómicos ..... 109

### *Cronologia das principais medidas financeiras*

- Janeiro 2004 a Outubro 2005 ..... I

### *Working papers*

- 1998 a 2005 ..... i

## *Estudos Económicos*

Volume 11

Número 3

Textos de política e situação económica

## A ECONOMIA PORTUGUESA EM 2005

## 1. INTRODUÇÃO

A estimativa do comportamento da economia portuguesa no ano em curso divulgada nesta edição do *Boletim Económico* encontra-se rodeada de um grau de incerteza elevado. Esta incerteza decorre em particular da evolução do comércio externo, num contexto de alterações estruturais associadas ao processo de globalização e de introdução de uma nova metodologia de apuramento das estatísticas de comércio internacional. A informação disponível neste momento aponta para um crescimento inferior ao reportado no *Boletim Económico* de Verão, que reflecte um comportamento mais desfavorável do que o então previsto para o investimento e as exportações. As actuais estimativas apontam também para um agravamento mais acentuado dos desequilíbrios da economia portuguesa em 2005.

O Produto Interno Bruto (PIB) deverá crescer 0.3 por cento em 2005, após uma variação de 1.3 por cento em 2004. O consumo, privado e público, deverá ser a componente mais dinâmica da procura global. Estima-se que o consumo privado tenha um aumento de 1.9 por cento, semelhante ao previsto para o rendimento disponível das famílias em termos reais. O défice das administrações públicas deverá ascender a 6.0 por cento do PIB em 2005 e a dívida pública continuará a aumentar, devendo exceder 65 por cento do PIB no final do ano. Por fim, as necessidades líquidas de financiamento externo da economia, medidas pelo défice conjunto das balanças corrente e de capital, deverão exceder 8 por cento do PIB, o que corresponde a um aumento de mais de 2 pontos percentuais (p.p.) face ao défice registado em 2004 (Quadro 1.1).

Quadro 1.1

## PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICOS

Taxas de variação<sup>(a)</sup>

Em percentagem

Por memória:

BE Verão 2005

	2004	2005	2005
PIB .....	1.3	0.3	0.5
Consumo privado .....	2.3	1.9	2.0
Consumo público .....	2.6	1.1	1.1
FBCF .....	0.2	-2.8	-1.5
Procura interna .....	2.1	0.7	0.9
Exportações .....	5.4	0.7	2.7
Procura global .....	2.8	0.7	1.3
Importações .....	6.8	1.7	3.3
Balança corrente + balança de capital (%PIB) .....	-5.9	-8.3	-7.0
Índice Harmonizado de Preços no Consumidor .....	2.5	2.2	2.3

Fonte: Banco de Portugal.

Nota:

(a) Estimativas do Banco de Portugal a partir das Contas Nacionais do INE (base 2000) para o período 1995 a 2003.

O abrandamento da actividade económica em 2005 traduz um menor contributo da procura interna para o crescimento do PIB, associado em larga medida à queda do investimento, uma vez que o crescimento do consumo privado se tem mantido sustentado. As exportações deverão igualmente apresentar um comportamento desfavorável, acentuando as perdas de quota de mercado acumuladas na última década. Não obstante, o contributo da procura externa líquida para o crescimento do PIB deverá ser menos negativo do que o observado em 2004, uma vez que se estima também uma forte desaceleração das importações, consistente com o menor crescimento da procura global.

A estimativa do crescimento em 2005 tem implícita uma ligeira aceleração da actividade na segunda metade do ano, que traduz uma recuperação das exportações, já que a procura interna deverá manter a trajectória de abrandamento iniciada no segundo semestre de 2004.

A ausência de uma recuperação sustentada da economia portuguesa na sequência da recessão de 2003 contrasta com a evolução observada nos ciclos económicos anteriores, em que as quedas da actividade foram seguidas de um movimento claro de aceleração do PIB. A comparação com o período de recuperação económica que sucedeu à recessão de 1993 revela que a evolução recente se caracteriza por um crescimento mais forte do consumo privado e por um comportamento muito mais desfavorável da formação bruta de capital fixo e das exportações.

O maior crescimento do consumo privado no período recente está associado à drástica redução das restrições de liquidez que decorre da participação na união monetária e do processo de liberalização e integração financeira da economia portuguesa, bem como ao nível muito baixo das taxas de juro que tem prevalecido na área do euro. Em 2005, estes factores continuaram a facilitar as despesas de consumo das famílias. Assim, apesar da deterioração da situação no mercado de trabalho e da redução acentuada da confiança dos consumidores a partir de Junho, o consumo privado não deverá registar uma desaceleração significativa.

O contributo elevado das exportações para a recuperação da actividade no ciclo económico anterior reflectiu a capacidade de resposta do sector exportador à forte aceleração da procura externa então observada, num contexto em se concretiza-

ram importantes projectos de investimento estrangeiro orientados para a exportação. No período recente, apesar do crescimento da procura externa ser também significativo, a deterioração da capacidade competitiva da economia tem prejudicado o desempenho das exportações. O agravamento dos custos de trabalho relativos observado na última década, associado à estrutura das exportações nacionais, onde os produtos de baixos conteúdos tecnológico e de capital humano mantêm um peso elevado, têm-se revelado particularmente penalizadores num contexto de participação acrescida de produtores a baixos custos no mercado mundial. Adicionalmente, a deslocação de fluxos de investimento estrangeiro, nomeadamente para os novos Estados-membros da União Europeia — países com melhor dotação em capital humano, menores custos salariais e uma localização geográfica mais favorável — estará também a condicionar a evolução das trocas comerciais com os países da União Europeia, em particular no que respeita aos produtos de maior conteúdo tecnológico.

À semelhança das exportações, também a formação bruta de capital fixo desempenhou um papel impulsionador da recuperação no ciclo económico anterior. Em contraste, no período recente, apesar das condições de financiamento muito favoráveis, não se verificou uma recuperação do investimento. Após as fortes reduções verificadas em 2002 e 2003, a formação bruta de capital fixo estagnou em 2004 e deverá apresentar uma queda próxima de 3 por cento no ano corrente, evolução que se tem traduzido numa diminuição da taxa de investimento da economia. A fraca recuperação da actividade associada à perda de competitividade, bem como vários factores de incerteza, estarão a afectar negativamente as decisões de investimento no actual ciclo económico. Para este clima de incerteza estarão a contribuir a evolução do preço do petróleo, bem como dúvidas quanto à forma como se irá processar o ajustamento dos desequilíbrios que se têm vindo a acumular na economia.

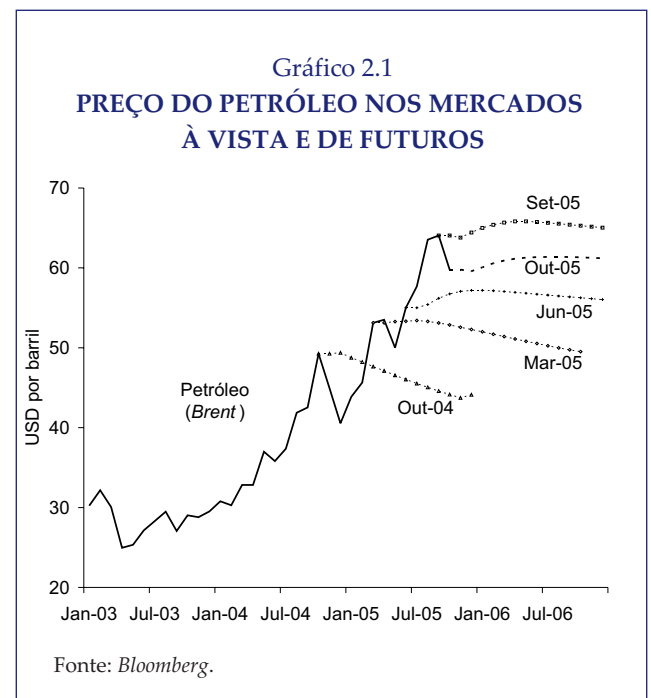
O endividamento do sector privado deverá registar um novo agravamento em 2005, sendo de destacar o aumento estimado em cerca de 6 p.p. do endividamento dos particulares em percentagem do rendimento disponível face ao valor observado em 2004, que era já bastante elevado em termos internacionais. O desequilíbrio das contas pú-

blicas portuguesas voltou também a agravar-se, apesar das medidas de correcção introduzidas no Verão. Não obstante o forte crescimento da receita fiscal, a posição orçamental subjacente apresenta uma deterioração em 2005 reflectindo, em particular, o aumento significativo das despesas em pensões e das despesas com pessoal. A evolução das contas públicas repercutiu-se no *rating* da República, que foi reavaliado em baixa por algumas das principais agências, sem que, contudo, tal se tenha traduzido num aumento significativo do prémio de risco na emissão de dívida pública.

## 2. PRINCIPAIS DESENVOLVIMENTOS ECONÓMICOS INTERNACIONAIS

Os desenvolvimentos no plano internacional em 2005 têm sido marcados pela evolução do preço do petróleo, que prosseguiu numa trajectória ascendente, continuando a atingir novos máximos históricos. A actividade económica mundial e o comércio internacional registaram um abrandamento face ao elevado ritmo de crescimento observado em 2004, continuando contudo a apresentar ritmos de expansão superiores aos valores médios das últimas décadas. As previsões do Fundo Monetário Internacional (FMI), divulgadas em Setembro, apontam para um crescimento da economia mundial de 4.3 por cento e para um aumento das trocas comerciais de 7 por cento, não apresentando globalmente diferenças significativas face às previsões que haviam sido publicadas na Primavera (Quadro 2.1). À semelhança do observado nos últimos anos, os mercados financeiros continuaram a registar uma evolução favorável e as políticas macroeconómicas permaneceram acomodáticas nas principais economias. Por outro lado, e não obstante um novo agravamento do défice da balança corrente dos Estados Unidos, verificou-se uma interrupção da tendência de depreciação do dólar, tendo o fortalecimento da moeda norte-americana sido particularmente expressivo face ao euro.

Neste quadro, a volatilidade e o nível elevado do preço do petróleo e a tendência de alargamento dos desequilíbrios globais subsistem como os principais riscos para as perspectivas de crescimento da actividade mundial. O aumento dos sentimentos proteccionistas em alguns países, num contexto em que o processo de globalização se tem traduzido numa intensificação da concorrência por



parte de países produtores a baixos custos, constitui também um factor de risco para o crescimento mundial, na medida em que pode desencadear a re-introdução de barreiras ao comércio.

No final de Outubro, o preço do barril de *Brent* situava-se próximo de 60 dólares, tendo aumentado cerca de 50 por cento relativamente ao final de 2004 (aproximadamente 70 por cento em euros). Verificaram-se também sucessivas revisões em alta dos preços do petróleo no mercado de futuros e as expectativas actuais apontam para que estes permaneçam nos próximos dois anos num nível próximo, ou ligeiramente acima, do observado no mercado à vista (Gráfico 2.1). O aumento do preço do petróleo continua a reflectir a manutenção de uma procura mundial robusta, a reduzida capacidade produtiva disponível, incluindo ao nível da refinação, e a incerteza resultante de perturbações do lado da oferta. Os preços das matérias-primas não energéticas têm sido igualmente pressionados pela expansão da procura associada ao crescimento global da actividade, mas o seu aumento tem sido consideravelmente mais moderado do que o observado na componente energética.

A evolução do preço do petróleo tem contribuído para o agravamento dos desequilíbrios globais no período recente. O excedente da balança corrente nos países produtores de petróleo tem vindo a aumentar de forma acentuada, em resultado do

Quadro 2.1

**EVOLUÇÃO DA ECONOMIA MUNDIAL**

Taxas de variação

Em percentagem

	2003	2004	2005
<b>PIB</b>			
Economia mundial .....	4.0	5.1	4.3
Economias avançadas .....	1.9	3.3	2.5
EUA .....	2.7	4.2	3.5
Área do euro <sup>(a)</sup> .....	0.7	1.8	1.2
Alemanha .....	-0.2	1.1	0.8
França .....	0.9	2.1	1.5
Itália .....	0.4	1.0	0.0
Espanha .....	3.0	3.1	3.2
Portugal <sup>(b)</sup> .....	-1.2	1.3	0.3
Japão .....	1.4	2.7	2.0
Reino Unido .....	2.5	3.2	1.9
Novas economias industrializadas da Ásia <sup>(c)</sup> .....	3.1	5.6	4.0
Economias de mercado emergente e em desenvolvimento .....	6.5	7.3	6.4
Europa central e de leste <sup>(d)</sup> .....	4.6	6.5	4.3
Países asiáticos em desenvolvimento .....	8.1	8.2	7.8
China .....	9.5	9.5	9.0
Índia .....	7.4	7.3	7.1
ASEAN-4 <sup>(e)</sup> .....	5.4	5.8	4.9
América latina .....	2.2	5.6	4.1
Médio oriente .....	6.5	5.5	5.4
Comunidade de estados independentes .....	7.9	8.4	6.0
África .....	4.6	5.3	4.5
<i>Por memória</i>			
Economias de mercado emergente da Ásia <sup>(f)</sup> .....	7.5	7.9	7.3
Volume de comércio de bens e serviços .....	5.4	10.3	7.0
<b>Preços internacionais de matérias-primas em USD</b>			
Petróleo .....	15.8	30.7	43.6
Matérias-primas não energéticas .....	6.9	18.5	8.6
<b>Preços no consumidor</b>			
Economias avançadas .....	1.8	2.0	2.2
Economias de mercado emergente e em desenvolvimento .....	6.0	5.8	5.9

Fontes: Eurostat, FMI, INE e Banco de Portugal.

Notas:

(a) Para a área do euro e para as quatro maiores economias os valores relativos a 2003 e 2004 são corrigidos de variação sazonal e de dias úteis.

(b) Contas Nacionais do INE para 2003 e estimativas do Banco de Portugal para 2004 e 2005.

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

(d) Bulgária, Roménia e os dez países que aderiram à União Europeia em Maio de 2004 (Chipre, Eslovénia, Estónia, Hungria, Letónia, Lituânia, Malta, Polónia, República Checa e Eslováquia).

(e) Indonésia, Malásia, Filipinas e Tailândia.

(f) Inclui os países asiáticos em desenvolvimento, as novas economias industrializadas da Ásia e a Mongólia.

aumento da produção e da melhoria dos termos de troca, tendo sido potenciado também pela gestão da política cambial naqueles países. Como contrapartida, a generalidade dos países importadores líquidos de petróleo tem vindo a registar uma deterioração da balança corrente. Na área do euro,

o défice energético acumulado nos primeiros seis meses do ano aumentou cerca de 42 por cento face ao período homólogo de 2004, tendo sido observado um aumento semelhante em Portugal. Tendo em conta as perspectivas de manutenção dos preços do petróleo em níveis elevados, as projecções

do FMI apontam para que o excedente da balança corrente dos países exportadores de petróleo ultrapasse o excedente projectado para as economias de mercado emergente asiáticas em 2005 (Gráfico 2.2).

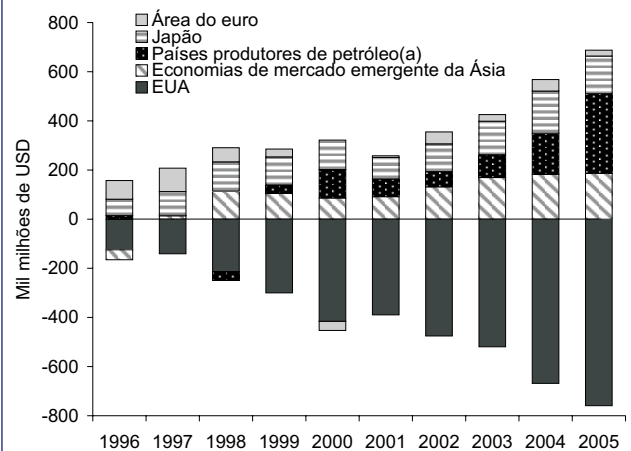
A moderação da actividade económica mundial em 2005 é extensível a todas as áreas geográficas. Os ritmos de crescimento da actividade continuam diferenciados ao nível global, com os Estados Unidos e a China a manterem a liderança da expansão da actividade mundial.

Os Estados Unidos continuam a apresentar o ritmo de crescimento mais elevado entre as principais economias avançadas. Em 2005, a expansão da actividade tem continuado a assentar no dinamismo do consumo e do investimento privados (Gráfico 2.3), num contexto de manutenção de um forte crescimento da produtividade, de uma melhoria contínua das condições no mercado de trabalho e de uma subida dos preços das habitações. As previsões do FMI apontam para que o crescimento da actividade se situe em 3.5 por cento em 2005.

Na China, o ritmo de expansão da actividade mantém-se próximo de 9 por cento, continuando a assentar num elevado crescimento das exportações e do investimento. Entre as economias de mercado emergente asiáticas, também a Índia tem continuado a apresentar um crescimento robusto. No entanto, as diferenças dentro da região têm vindo a tornar-se mais acentuadas. Nos restantes países, e em especial nas novas economias industrializadas da Ásia, verificou-se um menor crescimento da actividade nos primeiros meses do ano, em parte relacionado com um menor dinamismo no sector das tecnologias de informação, que se traduziu num menor crescimento das exportações. Finalmente, no Japão, a actividade tem vindo a recuperar face à trajectória de abrandamento registada ao longo de 2004. A informação mais recente aponta para que o crescimento da economia japonesa em 2005 possa vir a exceder os 2.0 por cento previstos pelo FMI em Setembro.

A área do euro continua a apresentar o crescimento menos dinâmico entre as principais economias avançadas. A expansão da actividade tem prosseguido a um ritmo fraco, reflectindo essencialmente a falta de dinamismo da procura interna, num contexto de ausência de sinais de melhoria da situação do mercado de trabalho e da confiança

Gráfico 2.2  
DESEQUILÍBRIOS GLOBAIS  
Saldo da Balança Corrente

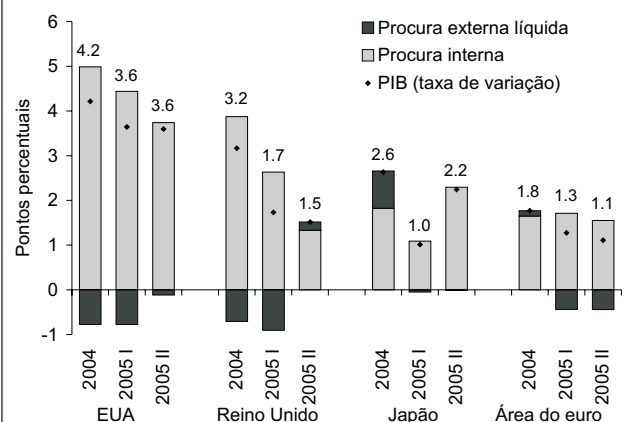


Fonte: FMI.

Nota:

(a) Médio Oriente e Comunidade de Estados Independentes.

Gráfico 2.3  
CONTRIBUTOS PARA A TAXA DE VARIAÇÃO  
HOMÓLOGA ANUAL E TRIMESTRAL DO PIB



Fontes: Eurostat e Thomson Financial Datastream.

dos consumidores e empresários. No segundo semestre é esperado um fortalecimento gradual do PIB, embora no conjunto do ano o crescimento deva situar-se apenas ligeiramente acima de 1 por cento.

A evolução da actividade tem permanecido diferenciada entre os países da área do euro, continuando a economia portuguesa a apresentar um dos ritmos de crescimento mais baixos. No que respeita aos principais parceiros comerciais de

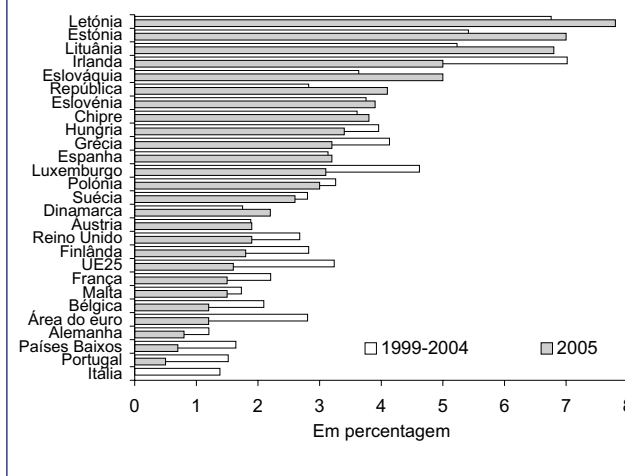


Portugal dentro da área, em Espanha e, em menor grau, em França, o ritmo de expansão da actividade mantém-se acima do observado em média na área do euro, continuando a assentar no crescimento da procura interna. Em contraste, na Alemanha, o crescimento do PIB permanece claramente inferior ao verificado nos restantes países da área do euro, reflectindo a manutenção do comportamento relativamente fraco da procura interna (Gráfico 2.4).

No Reino Unido, principal parceiro comercial de Portugal entre os restantes países da União Europeia, o crescimento do PIB em 2005 deverá situar-se aquém dos 2 por cento, registando uma significativa redução face ao ano anterior. No primeiro semestre, a procura interna apresentou uma forte moderação, traduzindo essencialmente o abrandamento do consumo privado e do investimento. Por sua vez, nos novos Estados-Membros o ritmo de crescimento manteve-se elevado, continuando a exceder largamente o observado na área do euro.

Apesar do crescimento económico moderado na maioria dos principais países de destino das exportações portuguesas, as importações de mercadorias destes países continuaram a crescer a um ritmo forte. No entanto, à semelhança do verificado em 2004, uma parte crescente das importações dos parceiros comerciais da economia portuguesa tem origem nas economias asiáticas e, em menor grau, nos novos Estados-Membros da União Europeia (Gráfico 2.5). A deslocação de fluxos de investimento directo estrangeiro para os novos Estados-membros da União Europeia observada na última década, num contexto em que estes países apresentam níveis de educação da população e custos salariais mais favoráveis e beneficiam de uma localização geográfica privilegiada no centro da Europa, estará a afectar negativamente a evolução da quota de mercado portuguesa, em particular em produtos de maior conteúdo tecnológico. Por sua vez, o aumento da concorrência de produtores a baixos custos tem-se traduzido em perdas de quota nos produtos de baixo conteúdo tecnológico e pouco diferenciados, que mantêm um peso elevado na estrutura das exportações portuguesas. A título de exemplo, refira-se o caso dos têxteis e do vestuário, que representam cerca de 15 por cento das exportações da economia portuguesa, o dobro do peso observado para o conjunto da área do

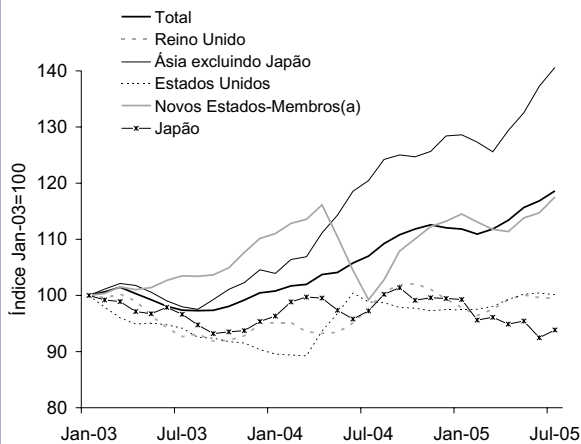
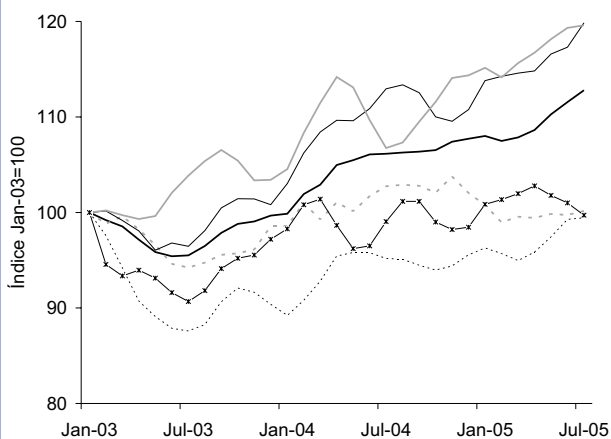
Gráfico 2.4  
PRODUTO INTERNO BRUTO NOS PAÍSES  
DA UNIÃO EUROPEIA  
Taxa de variação real



euro. Nos primeiros cinco meses de 2005, as importações da União Europeia com origem na China, relativas aos produtos liberalizados na sequência do fim do Acordo Multi-Fibras em 1 de Janeiro, registaram um crescimento superior a 80 por cento face ao período homólogo de 2004, aumentando a quota de mercado da China, naquele período e para estes produtos, de 11 para 22 por cento.

A crescente participação das economias asiáticas e dos novos Estados-Membros da União Europeia no comércio internacional, num contexto de elevado crescimento da actividade destes países, tem também vindo a criar oportunidades de exportação para os países da área do euro. Este efeito de criação de comércio é evidenciado pelo aumento das exportações da área do euro para aqueles países no período recente, que se tem traduzido num aumento do peso das exportações extra-área do euro.

A inflação nas principais economias avançadas deverá situar-se apenas ligeiramente acima de 2 por cento em 2005. A diminuição dos preços de importação de vários tipos de bens de consumo, associada à crescente participação de produtores a baixos custos no mercado mundial, tem parcialmente compensado o impacto da subida do preço do petróleo na inflação. Adicionalmente, os aumentos salariais têm sido moderados na maioria dos países, num contexto de manutenção da capacidade produtiva disponível e de expectativas de

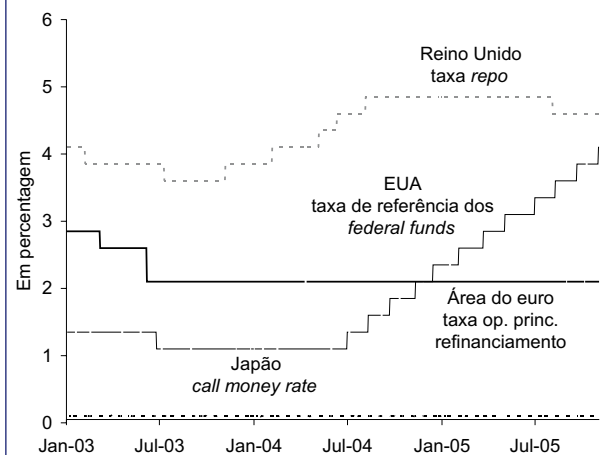
Gráfico 2.5  
ÁREA DO EUROImportações nominais extra-área do euro  
por país de origemExportações nominais extra-área do euro  
por país de destino

Fonte: Eurostat.

Nota:

(a) Na data de adesão dos novos Estados-Membros à União Europeia existe uma quebra de série devido a alterações na compilação dos dados de comércio internacional.

inflação ancoradas. Deste modo, a inflação subjacente tem permanecido controlada na generalidade das economias avançadas e, nalguns casos, tem até registado uma queda. Na área do euro, a inflação, medida pela variação homóloga do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), aumentou de valores em torno de 2 por cento na primeira metade do ano para 2.6 por cento em Setembro, enquanto a variação homóloga do IHPC excluindo bens alimentares não transformados e

Gráfico 2.6  
TAXAS DE JURO OFICIAIS

Fontes: BCE e Bloomberg.

produtos energéticos apresentou uma trajetória descendente, situando-se em 1.5 por cento em Setembro (ver "Caixa 1 A transmissão do aumento dos preços do petróleo à inflação na área do euro").

A condução da política monetária tem sido diferenciada, reflectindo a evolução do posicionamento cíclico nas várias economias. Nos Estados Unidos, a Reserva Federal tem vindo a proceder a uma redução gradual do estímulo monetário em resposta ao aumento das pressões inflacionistas decorrentes dos preços elevados da energia e dos aumentos de custos, num contexto de continuação do forte ritmo de expansão da actividade. Na reunião de 1 de Novembro, o objectivo para a taxa dos *federal funds* foi fixado em 4 por cento, o que corresponde a um aumento acumulado de 3 pontos percentuais (p.p.) desde Junho de 2004. No Reino Unido, a redução do ritmo de crescimento da actividade na primeira metade do ano e a redução das pressões da procura sobre a capacidade produtiva levaram o Comité de Política Monetária do Banco de Inglaterra a reduzir a taxa *repo* em 0.25 p.p. para 4.5 por cento na reunião de 4 Agosto. Na área do euro, o Conselho do Banco Central Europeu (BCE) manteve a taxa de juro mínima aplicável às operações principais de refinanciamento inalterada em 2 por cento (Gráfico 2.6).

As condições nos mercados financeiros internacionais têm permanecido globalmente favoráveis ao crescimento da actividade económica (Quadro 2.2).

Quadro 2.2

MERCADOS FINANCEIROS INTERNACIONAIS

	Médias			Final de período		
	2003	2004	2005 <sup>(a)</sup>	2003	2004	2005 <sup>(a)</sup>
Índices bolsistas (variação em percentagem)						
S&P 500 .....	-3	17	6	26	9	-3
Nasdaq .....	7	21	4	50	9	-5
Nikkei 225 .....	-8	20	6	24	8	17
FTSE 100 .....	-12	12	13	14	8	8
Dow Jones Euro Stoxx .....	-18	18	15	18	10	11
Taxas de juro a 10 anos – dívida pública (percentagem)						
Estados Unidos .....	4.0	4.3	4.2	4.2	4.2	4.6
Japão .....	1.0	1.5	1.4	1.4	1.4	1.5
Reino Unido .....	4.5	4.9	4.4	4.8	4.5	4.4
Área do Euro .....	4.2	4.1	3.4	4.3	3.7	3.5
Diferenciais entre as taxas de rendibilidade de obrigações de dívida privada e as de obrigações de dívida pública (maturidades de 7 e 10 anos) (pontos base)						
Estados Unidos						
AA .....	20	13	22	14	20	24
BBB .....	129	73	73	80	58	83
Área do euro						
AA .....	40	33	28	31	33	27
BBB .....	133	84	95	92	72	108
Spreads de dívida de mercados emergentes						
EMBI+ .....	562	437	331	418	356	263
Taxas de câmbio efectivas nominais (variação em percentagem)						
Dólar norte-americano .....	-6.0	-4.6	-2.7	-8.9	-4.6	3.3
Iene japonês .....	-0.1	1.9	-2.1	2.2	-0.8	-6.6
Libra esterlina .....	-4.8	4.1	-1.0	-3.4	1.4	1.4
Euro .....	12.0	4.0	-0.4	12.2	2.1	-5.7
<i>Por memória:</i>						
Taxa de câmbio EUR/USD <sup>(b)</sup> .....	19.6	10.0	1.1	20.4	7.8	-10.9

Fontes: BCE, Banco de Pagamentos Internacionais, *Bloomberg*, *JPMorgan* e *Federal Reserve Board*.

Nota:

(a) Valores até 27 de Outubro.

(b) Uma variação positiva corresponde a uma apreciação do euro.

As taxas de juro de longo prazo mantiveram-se em níveis baixos do ponto de vista histórico, sendo de destacar uma nova redução destas taxas na área do euro, para 3.5 por cento. A manutenção das taxas de longo prazo em níveis reduzidos tem assentado, por um lado, no facto das expectativas de inflação permanecerem contidas e, por outro, numa forte procura de obrigações de dívida pública. Esta procura elevada está relacionada com a compra de títulos do Tesouro norte-americano por vários bancos centrais na Ásia e, mais recentemente, pelos países exportadores de petróleo, no âmbito da gestão das respectivas políticas cambiais.

Adicionalmente, o acréscimo das aplicações em títulos de longo prazo por parte de seguradoras e fundos de pensões na Europa e nos Estados Unidos, associado a alterações regulamentares que exigem maior correspondência entre o valor actual dos respectivos activos e responsabilidades, tem também contribuído para o aumento da procura no mercado obrigacionista.

Os diferenciais de rendibilidade da dívida privada face à dívida pública permaneceram contidos e os diferenciais da dívida soberana das economias de mercado emergentes face aos títulos de dívida norte-americana registaram novas reduções.

Este comportamento reflecte, por um lado, a procura de rentabilidade por parte dos investidores, num contexto de baixas taxas de juro nominais e reais nas principais economias avançadas e de ampla liquidez ao nível global, e, por outro lado, a melhoria da situação financeira das empresas e dos fundamentos económicos nas economias de mercado emergentes nos últimos anos.

Os principais mercados accionistas registaram valorizações no decorrer do ano, reflectindo expectativas de lucros elevados, e os indicadores de incerteza permaneceram em níveis reduzidos. Na área do euro, verificaram-se valorizações das acções na generalidade dos sectores de actividade e de forma mais marcada no sector energético. Nos Estados Unidos, as valorizações concentraram-se nos sectores energético e tecnológico. Refira-se, no entanto, que no mês de Outubro se verificou uma queda generalizada das bolsas, associada a receios quanto ao impacto dos elevados preços do petróleo sobre os resultados das empresas, bem como a uma revisão em alta das expectativas de taxas de juro na área do euro e nos Estados Unidos.

Nos mercados cambiais verificou-se uma inversão da tendência de apreciação do euro observada nos últimos anos. Com efeito, a moeda europeia registou nos primeiros dez meses do ano uma depreciação de cerca de 6 por cento em termos nominais efectivos. Apesar do alargamento do défice da conta corrente dos Estados Unidos, o enfraquecimento do euro foi particularmente expressivo face ao dólar norte-americano, sendo consistente com a evolução das expectativas de crescimento económico nos Estados Unidos relativamente à área do euro. O comportamento do euro terá sido também condicionado por factores de incerteza política relacionados com a rejeição do Tratado Constitucional Europeu nos referendos realizados em França e nos Países Baixos e com os resultados das eleições na Alemanha.

A alteração do regime cambial na China constitui também um aspecto a destacar no domínio cambial. Em Julho, as autoridades chinesas anunciaram formalmente o abandono da ligação face ao dólar e a introdução de um regime de *managed floating*, tendo procedido a uma revalorização de 2.1 por cento do renminbi face ao dólar e declarado que a gestão da taxa de câmbio passa a ser efectuada tomando como referência um cabaz de moedas.

Na sequência deste anúncio, a Malásia procedeu a uma alteração semelhante do seu regime cambial.

### 3. POLÍTICAS MACROECONÓMICAS

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

##### *Política monetária do BCE*

Como referido na secção anterior, as taxas de juro oficiais na área do euro permaneceram inalteradas nos dez primeiros meses de 2005. A taxa de juro mínima aplicável às operações principais de refinanciamento manteve-se assim em 2 por cento, nível estabelecido em Junho de 2003 (Quadro 3.1). Apesar da deterioração das perspectivas de inflação ao longo do ano, fundamentalmente associada ao comportamento do preço do petróleo, não existe evidência significativa de acumulação de pressões inflacionistas internas. Com efeito, os crescimentos salariais têm sido moderados e as expectativas de inflação permanecem em níveis compatíveis com a estabilidade de preços. Nestas condições, a manutenção das taxas de juro oficiais em níveis reduzidos permite apoiar a recuperação económica na área do euro.

O baixo nível das taxas de juro nominais e reais em todo o espectro de maturidades continuou a contribuir para a expansão do agregado monetário M3, em particular das suas componentes mais líquidas. De igual modo, a procura de crédito no conjunto da área do euro continuou a fortalecer-se, quer no segmento dos empréstimos às sociedades não financeiras — cuja taxa de variação em termos homólogos aumentou de 5.4 por cento no final de 2004, para 7.0 por cento em Setembro de 2005 —, quer no segmento do crédito aos particulares, destacando-se os empréstimos à habitação, que mantiveram taxas de crescimento superiores a 10 por cento.

A intensificação de riscos ascendentes para as projecções de inflação e a situação de ampla liquidez prevalecente na área do euro têm determinado uma especial vigilância por parte do Conselho do BCE no sentido de assegurar que as expectativas de inflação permanecem firmemente ancoradas. Neste contexto, observou-se nos últimos dois meses uma antecipação das expectativas de mercado quanto a uma eventual subida das taxas de juro do BCE.

Quadro 3.1.

## TAXAS DE JURO DO BANCO CENTRAL EUROPEU

Em percentagem

	Data de anúncio da alteração	Operações principais de refinanciamento (a)	Facilidade permanente de cedência	Facilidade permanente de depósito
2000	5 Outubro .....	4.75	5.75	3.75
2001	10 Maio .....	4.50	5.50	3.50
	30 Agosto .....	4.25	5.25	3.25
	17 Setembro .....	3.75	4.75	2.75
	8 Novembro .....	3.25	4.25	2.25
2002	5 Dezembro.....	2.75	3.75	1.75
2003	6 Março .....	2.50	3.50	1.50
	5 Junho.....	2.00	3.00	1.00

Fonte: BCE.

Notas:

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

*Condições monetárias e financeiras da economia portuguesa*

A manutenção das taxas de juro em níveis historicamente muito baixos continuou a proporcionar à economia portuguesa condições de financiamento favoráveis. Estimativas com base num índice de condições monetárias para Portugal<sup>(1)</sup> sugerem que os desenvolvimentos observados nas taxas de juro nos últimos anos deverão ter tido um impacto acumulado positivo sobre o crescimento do PIB em 2005, embora a evolução do índice cambial efectivo para Portugal tivesse contrariado parcialmente este efeito. As condições monetárias terão também proporcionado um contributo significativo para a redução da inflação, por efeito da apreciação acumulada da taxa de câmbio relevante para a economia portuguesa (Gráfico 3.1).

Em 2005, as taxas de juro médias sobre saldos dos empréstimos bancários ao sector privado não financeiro permaneceram próximas dos níveis registados no segundo semestre do ano anterior. Ainda assim, as taxas de juro sobre saldos dos empréstimos para aquisição de habitação continuaram a apresentar ligeiras reduções, situando-se em 3.7 por cento em Setembro (Quadro 3.2). Esta evolução terá reflectido, no essencial, uma compres-

são adicional da margem de taxa de juro neste segmento de actividade, para valores em torno de 1.5 pontos percentuais<sup>(2)</sup>.

O mercado de capitais manteve em 2005 a tendência de valorização, à semelhança do verificado noutros países da área do euro.

As taxas de rendibilidade de longo prazo das obrigações do Tesouro português prosseguiram uma trajectória decrescente, atingindo 3.4 por cento em Outubro. Neste contexto, o Estado português, após ter privilegiado o segmento de curto prazo na estratégia de financiamento em 2003 e 2004, reforçou no primeiro semestre de 2005 a componente de longo prazo. O diferencial das taxas de rendibilidade da dívida pública portuguesa face à dívida pública alemã registou um ligeiro aumento no segundo trimestre, permanecendo contudo em níveis baixos. Este aumento, ocorrido no contexto dos processos de referendo sobre o Tratado Constitucional Europeu em França e nos Países Baixos, afectou também outros países da área do euro com importantes desequilíbrios orçamentais, como a Grécia e a Itália. A revisão em baixa da notação de *rating* da República Portuguesa efectuada pela agência de *rating Standards & Poor's* e a alteração das perspectivas quanto à evolução do *rating* atribuído a Portugal pela agência *Fitch* (de estável

(1) Para informação detalhada sobre este índice, veja-se Esteves, Paulo Soares (2003), "Índice de condições monetárias para Portugal", Banco de Portugal, *Boletim Económico*, Junho 2003.

(2) As margens bancárias no segmento dos empréstimos para aquisição de habitação são calculadas como a diferença entre a taxa de juro sobre saldos e a média móvel de seis meses da Euribor a seis meses.

Quadro 3.2

## CONDIÇÕES MONETÁRIAS E FINANCEIRAS DA ECONOMIA PORTUGUESA

Valores médios no período

	2003	2004	2004				2005			
			I	II	III	IV	I	II	III	Outubro
Taxas de Juro (percentagem)										
Euribor a 3 meses . . . . .	2.3	2.1	2.1	2.1	2.1	2.2	2.1	2.1	2.1	2.2
Taxa de rendibilidade das obrigações do Tesouro emitidas a taxa fixa com maturidade 10 anos. . . . .	4.2	4.1	4.1	4.4	4.2	3.8	3.6	3.3	3.3	3.4
Taxas de juro sobre saldos dos empréstimos bancários . . . . .										
Sociedades não financeiras . . . . .	4.6	4.4	4.4	4.4	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	
Particulares para habitação . . . . .	4.3	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.7	3.7	
Particulares para consumo e outros fins . . . . .	7.9	7.8	7.9	7.8	7.7	7.7	7.7	7.7	7.6	
Bolsa										
PSI Geral (variação percentual face ao período comparável precedente) . . . . .	-7.0	27.5	13.0	4.0	-1.2	4.8	5.5	-1.1	1.6	1.7
Taxa de Câmbio										
Taxas de câmbio EUR/USD . . . . .	1.13	1.24	1.25	1.20	1.22	1.30	1.31	1.26	1.22	1.20
Variação percentual face ao período comparável precedente <sup>(a)</sup> . . . . .	19.7	9.9	5.1	-3.6	1.4	6.2	1.0	-4.0	-3.1	-2.0
Índice cambial efectivo nominal <sup>(b)</sup> . . . . .	100.3	100.9	101.2	100.6	100.7	101.3	101.3	100.8	100.6	
Variação percentual face ao período comparável precedente . . . . .	2.6	0.6	0.4	-0.5	0.1	0.6	0.0	-0.5	-0.2	
<i>Por memória:</i>										
IHPC - Taxa de variação homóloga . . . . .	3.3	2.5	2.2	2.8	2.5	2.5	2.1	1.5	2.4	

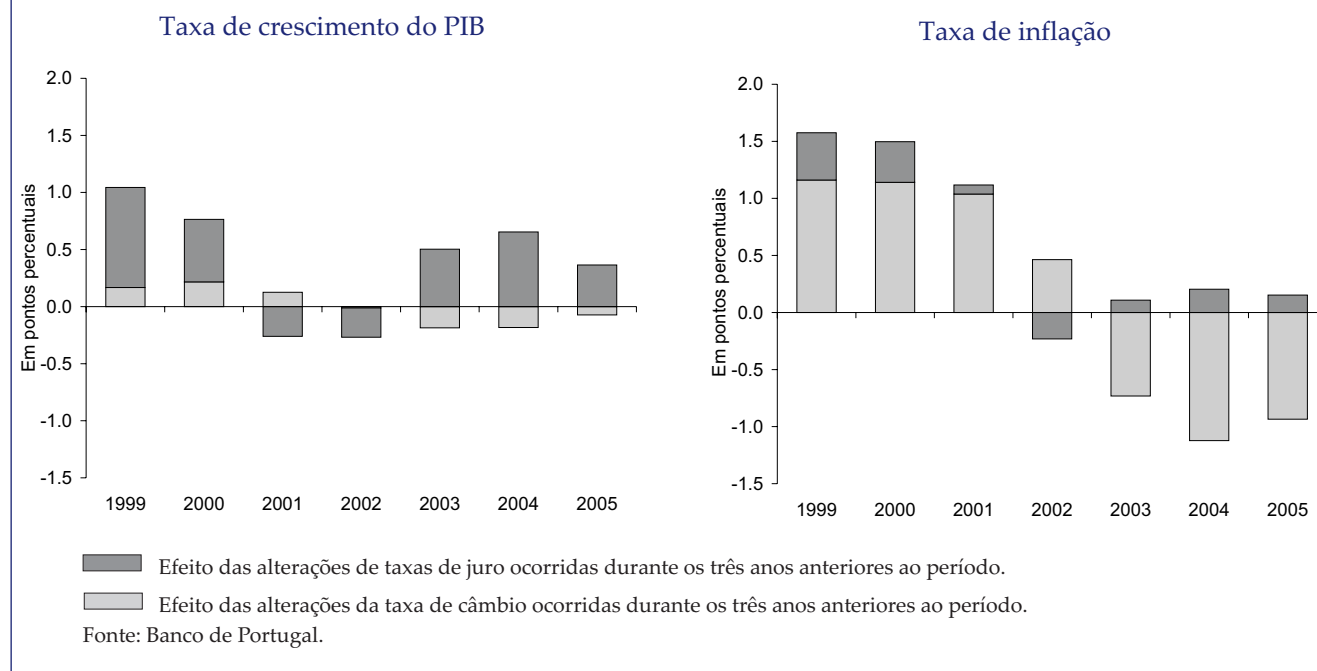
Fontes: Euronext Lisboa, INE e Banco de Portugal.

Notas:

(a) Uma variação positiva corresponde a uma apreciação do euro face ao dólar.

(b) 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 3.1  
CONTRIBUTO DAS CONDIÇÕES MONETÁRIAS



para negativo), ambas ocorridas no final de Junho, não afectaram de forma significativa os custos de financiamento da dívida pública portuguesa de longo prazo.

No mercado accionista, o índice PSI Geral aumentou cerca de 7 por cento entre o final de 2004 e Outubro de 2005, num contexto em que os níveis de volatilidade permaneceram reduzidos. A valorização do mercado português foi bastante inferior à registada pelo índice *Dow Jones Euro Stoxx* da área do euro em igual período e representa um abrandamento face à valorização accionista observada em 2004. Em termos sectoriais, o principal contributo para a evolução do PSI Geral adveio dos serviços financeiros, cujo índice registou, no período considerado, um crescimento de cerca de 15 por cento.

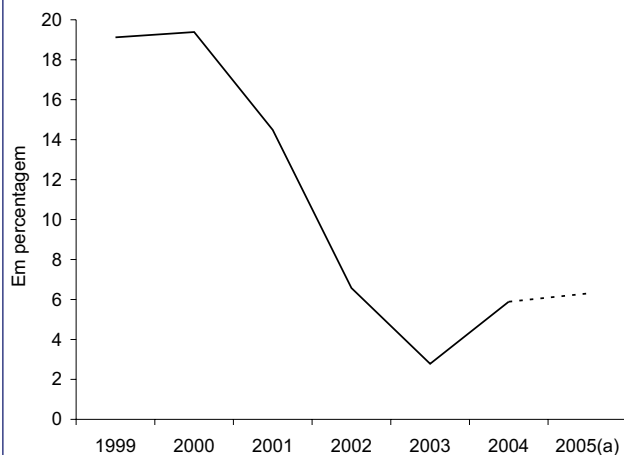
Em 2005, a taxa de variação da dívida das sociedades não financeiras permaneceu próxima do valor registado em 2004, pelo que se terá assistido a um novo aumento do rácio de endividamento deste sector em percentagem do PIB (Gráfico 3.2)<sup>(3)</sup>. Paralelamente, a emissão líquida de acções por parte das empresas não financeiras (cotadas e não cotadas) apresentou valores negativos, em resultado essencialmente da dissolução de uma grande empresa no início do ano. Saliente-se ainda que as sociedades não financeiras têm pro-

curado alargar a maturidade da sua dívida, beneficiando dos níveis historicamente baixos das taxas de juro a longo prazo. De facto, assistiu-se a uma reestruturação dos empréstimos bancários, com substituição de maturidades curtas por longas, a par de uma significativa emissão líquida de obrigações.

O endividamento dos particulares manteve um ritmo de crescimento assinalável. A taxa de variação dos empréstimos concedidos por instituições financeiras residentes<sup>(4)</sup> situou-se em 8.6 por cento no final do primeiro semestre de 2005, que compara com 9.7 por cento em Dezembro de 2004 (Gráfico 3.3). O segmento do crédito à habitação continuou a evidenciar um forte dinamismo, reflectindo os níveis muito baixos das taxas de juro e a pressão concorrencial entre instituições bancárias. Efectivamente, de acordo com as respostas ao Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédi-

(3) O conceito de dívida referido inclui empréstimos concedidos por instituições financeiras 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. Em 2004, este agregado representava cerca de 96 por cento do PIB. Note-se que este valor difere do anteriormente apresentado em outras publicações devido à revisão da série do PIB efectuada pelo INE no âmbito da nova base das Contas Nacionais.

Gráfico 3.2  
**ENDIVIDAMENTO DAS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS**  
 Taxa de variação anual



Fonte: Banco de Portugal.

Nota:

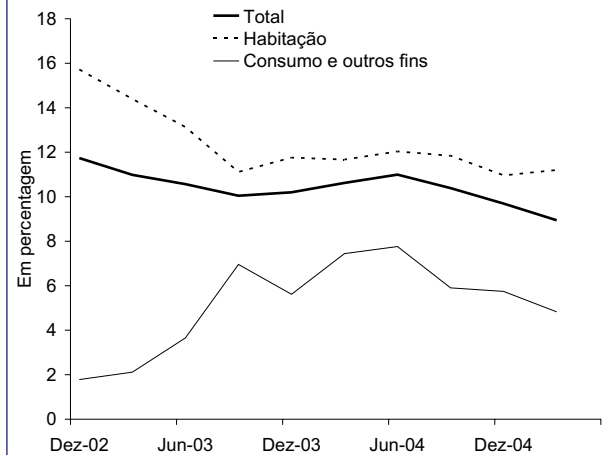
(a) Estimativa para o total do ano, com base nas Contas Nacionais Financeiras não consolidadas para o primeiro semestre do ano (taxa semestral anualizada).

to<sup>(5)</sup>, a par de uma ligeira diminuição da margem de taxa de juro, continuou a verificar-se um alongamento dos prazos de amortização dos empréstimos e pontualmente, por algumas instituições, uma diminuição de comissões ou outros encargos não relacionados com taxas de juro. Por seu lado, os empréstimos contraídos para consumo e outros fins que não a aquisição de habitação registaram um abrandamento, apresentando taxas de crescimento mais moderadas do que o crédito à habitação. Reflectindo estes desenvolvimentos, o endividamento dos particulares em percentagem do rendimento disponível deverá registar um aumento na ordem dos 6 p.p. face ao valor

(4) O agregado das instituições financeiras residentes inclui as outras instituições financeiras monetárias residentes (OIFM), sector habitualmente referido na publicação Indicadores de Conjuntura, bem como os outros intermediários financeiros e auxiliares financeiros residentes (OIFAF), instituições para as quais apenas está disponível informação numa base trimestral. Para o cálculo das taxas de variação do crédito ao sector privado não financeiro procedeu-se ao ajustamento das titularizações realizadas através de sociedades-veículo não residentes e à correcção de reclassificações, de reavaliações e de variações cambiais.

(5) Os resultados detalhados dos vários inquéritos realizados encontram-se no *site* do Banco de Portugal ([www.bportugal.pt](http://www.bportugal.pt)).

Gráfico 3.3  
**CRÉDITO CONCEDIDO A PARTICULARES POR INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS RESIDENTES**  
 Taxa de variação homóloga



Fonte: Banco de Portugal.

observado em 2004, o qual era já bastante elevado em termos internacionais<sup>(6)</sup>.

### 3.2. Política Orçamental<sup>(7)</sup>

A política orçamental deverá apresentar uma orientação expansionista em 2005, contribuindo assim para agravar o significativo desequilíbrio estrutural das contas públicas portuguesas, apesar das medidas de correcção implementadas a partir de Junho. Com efeito, de acordo com as estimativas do Banco de Portugal, a variação do saldo primário ajustado do ciclo e corrigido de medidas temporárias poderá cifrar-se em -0.5 por cento do PIB. Esta deterioração da posição orçamental subjacente decorre do aumento significativo das despesas em pensões (quer do regime geral, quer do sistema dos funcionários públicos), do crescimento

(6) O rácio de endividamento dos particulares em 2004 situou-se próximo de 112 por cento do rendimento disponível, tendo este valor sido igualmente afectado pela já referida revisão da série do PIB.

(7) A presente análise abrange apenas os anos de 2004 e 2005 devido à existência de uma quebra de série relacionada com a alteração da base das Contas Nacionais. O INE disponibilizou Contas na base 2000 para o período até 2003. Para os anos seguintes, as contas do sector das administrações públicas são apuradas pelo Ministério das Finanças e incorporam apenas parcialmente as alterações metodológicas da nova base. Os valores do PIB nominal utilizados nos rácios correspondem a estimativas do Banco de Portugal.



da massa salarial dos funcionários públicos e da redução dos dividendos recebidos pelo Estado, factores que mais que compensaram a evolução muito favorável da receita fiscal.

De acordo com a Proposta de Relatório do Orçamento do Estado para 2006, o défice global das administrações públicas, na óptica da Contabilidade Nacional, deverá ascender a 6.0 por cento do PIB em 2005, valor que coincide com o notificado no reporte do procedimento dos défices excessivos de Agosto de 2005<sup>(8)</sup>. O rácio da dívida pública em relação ao PIB prosseguirá a trajetória de crescimento iniciada em 2001, estimando-se que se situe em 65.9 por cento no final de 2005 (Quadro 3.3). A reavaliação das perspectivas orçamentais realizada na Primavera, na sequência da divulgação do Relatório da Comissão para a Análise da Situação Orçamental, e a orientação política no sentido de não recorrer a medidas temporárias significativas deram origem a uma nova actualização do Programa de Estabilidade e Crescimento, em Junho. Na sequência da apresentação deste documento, foi iniciado o procedimento dos défices excessivos para Portugal, que conduziu, em Setembro, a uma decisão do Conselho ECOFIN no sentido da correcção do défice para um valor abaixo de 3 por cento do PIB até 2008 (ver "*Caixa 2 A política orçamental portuguesa no quadro do Pacto de Estabilidade e Crescimento*").

A receita corrente das administrações públicas deverá aumentar 3.2 por cento em 2005. Os impostos sobre o rendimento e património e sobre a produção e a importação deverão apresentar taxas de crescimento de 1.6 e 8.7 por cento, respectivamente (6.0 por cento no seu conjunto). Esta expansão da receita fiscal é superior ao que se poderia esperar face à evolução da base dos principais impostos, reflectindo, essencialmente, a melhoria da eficácia da administração fiscal e, em menor grau, o efeito líquido das medidas tomadas em 2005 e os efeitos desfasados de medidas incluídas no Orçamento do Estado de 2004. Estes factores permitiram que, apesar do cenário macroeconómico ser muito mais desfavorável do que o inicialmente

considerado, a receita fiscal venha a ficar acima do previsto no Orçamento do Estado de 2005.

Em relação aos impostos sobre o rendimento e o património, o comportamento do IRS e do IRC deverá ser muito diferenciado. No caso do IRS, estima-se um crescimento da receita em linha com a evolução da base do imposto, uma vez que o efeito negativo da redução das taxas do imposto no Orçamento de Estado de 2005 deverá ser compensado pela melhoria de alguns procedimentos da administração fiscal. No caso do IRC, prevê-se uma diminuição na respectiva receita, dado que a quase totalidade do impacto da redução da taxa de imposto de 30 para 25 por cento incluída no Orçamento de Estado de 2004 só ocorreu em 2005. No entanto, outros factores contribuíram para uma evolução menos negativa na receita deste imposto, tais como o comportamento favorável da matéria colectável (devido parcialmente à entrada de novos contribuintes no sistema) e o aumento da cobrança executiva.

A evolução dos impostos sobre a produção e a importação será muito marcada pelo forte crescimento da receita do IVA, explicado essencialmente pelo assinalável acréscimo da eficiência da administração fiscal e pelo aumento da taxa normal deste imposto de 19 para 21 por cento em Julho. É ainda de destacar o efeito sobre a receita da subida das taxas do Imposto sobre os Produtos Petrolíferos aprovada em meados do ano, bem como do aumento da componente específica do Imposto sobre o Tabaco incluído no Orçamento do Estado de 2005.

No que respeita às contribuições sociais efectivas, estima-se que cresçam 2.1 por cento em 2005. Contudo, corrigindo do efeito das contribuições sociais dos trabalhadores agrícolas pagas pelo Estado à Segurança Social em 2004, essa taxa de variação situar-se-á em 3.3 por cento. A receita das contribuições sociais beneficia, este ano, para além de uma maior eficácia nos procedimentos de cobrança, do aumento do salário de referência utilizado na determinação do valor mínimo das contribuições dos trabalhadores independentes a partir de Julho de 2005.

Ainda no que respeita à receita corrente, é de salientar a diminuição muito significativa das outras receitas correntes, reflectindo, em particular, o comportamento dos dividendos pagos ao Estado pelas empresas de capitais públicos.

(8) O valor do défice em rácio do PIB é, no entanto, ligeiramente inferior ao considerado na alteração ao Orçamento de Estado de 2005 - Orçamento Rectificativo (6.2 por cento), mas a diferença é explicada apenas pelo efeito da revisão da série do PIB no âmbito da nova base das Contas Nacionais.

Quadro 3.3

## CONTAS DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS EM CONTABILIDADE NACIONAL

	Estrutura das receitas e despesas	Em percentagem do PIB <sup>(a)</sup>				Taxas de crescimento (excl. medidas temporárias)
		Incluindo medidas temporárias		Excluindo medidas temporárias		
		2004	2004	2005	2004	2005
Receitas totais .....	100.0	43.5	41.6	41.3	41.6	3.2
Receita corrente .....	91.7	39.8	40.1	39.8	40.1	3.2
Impostos sobre o rendimento e património .....	20.2	8.8	8.7	8.8	8.7	1.6
Impostos sobre a produção e a importação .....	33.2	14.4	15.3	14.4	15.3	8.7
Contribuições sociais .....	28.6	12.4	12.4	12.4	12.4	1.9
Efectivas .....	26.3	11.4	11.4	11.4	11.4	2.1
Regime geral .....	17.5	7.6	7.5	7.6	7.5	1.6
Regime dos funcionários públicos .....	8.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.0
Imputadas .....	2.4	1.0	1.0	1.0	1.0	-0.1
Outras receitas correntes .....	9.7	4.2	3.7	4.2	3.7	-8.7
Receitas de capital .....	8.3	3.6	1.5	1.5	1.5	4.7
Despesas totais .....	100.0	46.4	47.6	46.4	47.6	5.1
Despesa corrente .....	90.5	42.0	43.6	42.0	43.6	6.2
Transferências correntes .....	45.2	21.0	22.1	21.0	22.1	7.9
Pagamentos sociais .....	36.8	17.1	17.9	17.1	17.9	7.1
em dinheiro .....	30.7	14.3	14.9	14.3	14.9	7.3
em espécie .....	6.2	2.9	3.0	2.9	3.0	6.2
Subsídios .....	3.3	1.5	1.7	1.5	1.7	11.0
Outras transferências correntes .....	5.1	2.4	2.6	2.4	2.6	11.3
Juros .....	5.8	2.7	2.9	2.7	2.9	7.8
Despesas com pessoal .....	31.1	14.5	14.7	14.5	14.7	3.8
excluindo subsídio do Estado para a CGA .....	26.4	12.3	12.4	12.3	12.4	3.7
Consumo intermédio .....	8.3	3.9	4.0	3.9	4.0	5.1
Despesas de capital .....	9.5	4.4	4.1	4.4	4.1	-5.5
Formação bruta de capital fixo .....	6.7	3.1	2.9	3.1	2.9	-4.7
Outras despesas de capital .....	2.8	1.3	1.2	1.3	1.2	-7.5
Saldo total .....		-3.0	-6.0	-5.2	-6.0	
<i>Por memória:</i> .....						
Despesa corrente primária .....		39.3	40.7	39.3	40.7	6.1
Saldo primário .....		-0.3	-3.2	-2.4	-3.2	
Saldo primário ajustado do ciclo <sup>(b)</sup> .....		0.3	-2.4	-1.9	-2.4	
Dívida pública .....		59.3	65.9			
Ajustamentos défice-dívida .....		0.9	2.0			

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

Notas:

(a) O PIB nominal utilizado nos rácios em 2004 e em 2005 é estimativa do Banco de Portugal.

(b) Para uma descrição da metodologia utilizada, veja-se o artigo de Pedro Duarte Neves e Luís Morais Sarmiento, "A utilização dos saldos orçamentais ajustados do ciclo no Banco de Portugal", *Boletim Económico* do Banco de Portugal, Setembro de 2001.

Em relação à despesa corrente primária das administrações públicas, estima-se um aumento de 6.1 por cento resultante, em larga medida, da evolução das transferências para as famílias, que mantêm a tendência de acentuado crescimento observada nos últimos anos e continuam a aumentar o seu peso no PIB. Em particular, as despesas com pensões dos regimes geral e dos funcionários pú-

blicos deverão apresentar taxas de crescimento de 8.3 e 8.8 por cento, respectivamente. Relativamente às despesas com pessoal, excluindo o subsídio do Estado para a Caixa Geral de Aposentações, espera-se um crescimento de 3.7 por cento. Este valor resulta essencialmente da actualização da tabela dos funcionários públicos (2.3 por cento), das promoções automáticas e do efeito adicional do des-

congelamento dos escalões dos docentes do ensino não superior. O impacto destes factores sobre a despesa foi parcialmente compensado por um efeito de composição resultante da diferença entre o salário médio dos trabalhadores que se aposentaram e o salário médio dos trabalhadores admitidos pelas administrações públicas. O número de funcionários públicos deverá manter-se quase estabilizado.

Para as receitas de capital, por seu turno, prevê-se uma taxa de crescimento de 4.7 por cento (excluindo as receitas temporárias em 2004), a qual se afigura de difícil concretização, tendo em conta o montante das transferências da União Europeia recebido até Setembro, que aponta para um decréscimo muito significativo face ao ano anterior. No que respeita às despesas de capital é estimada uma diminuição de 5.5 por cento, reflectindo a redução quer das transferências de capital, quer das despesas de investimento.

A dívida pública mantém a trajectória de crescimento pelo quinto ano consecutivo, estimando-se que atinja 65.9 por cento do PIB, no final de 2005 (6.6 p.p. do PIB acima do valor do ano anterior). Para este resultado contribuirão de forma significativa, para além do défice primário de 3.2 por cento do PIB, o diferencial positivo entre a taxa de juro implícita na dívida e o crescimento do produto (com um contributo de 1.4 p.p. do PIB) e os

ajustamentos défice-dívida (que, de acordo com os valores incorporados no Orçamento do Estado para 2006, ascenderão a 2.0 p.p. do PIB). O valor muito elevado dos ajustamentos défice-dívida reflecte, para além da aquisição líquida de activos financeiros e da regularização de dívidas e assunção de passivos do ano, o acréscimo das necessidades de financiamento para pagamento de despesas por conta do Orçamento Rectificativo de 2004. Esta dinâmica da dívida pública explica a elevada taxa de crescimento das despesas com juros em 2005 (7.8 por cento) e a correspondente inversão da tendência descendente desta componente, que vinha a reduzir o seu peso no PIB desde 1992.

#### 4. DESPESA

As estimativas do Banco de Portugal apontam para um crescimento da economia portuguesa de 0.3 por cento em 2005, o que corresponde a uma desaceleração da actividade económica face ao ano anterior (Quadro 4.1). Deste modo, o PIB continuará, pelo quarto ano consecutivo, a apresentar uma variação inferior à verificada no conjunto da área do euro. Em contraste, e à semelhança do já observado em 2004, o consumo privado deverá registar um crescimento mais forte do que o verificado na área do euro (Gráfico 4.1).

O abrandamento da actividade económica por-

Quadro 4.1

#### PIB E PRINCIPAIS COMPONENTES DA DESPESA<sup>(a)</sup>

Taxa de variação real

Em percentagem

	2001	2002	2003	2004	2005
PIB .....	2.0	0.5	-1.2	1.3	0.3
Consumo privado.....	1.1	1.2	-0.4	2.3	1.9
Consumo público .....	3.5	1.7	-0.1	2.6	1.1
Investimento .....	1.8	-4.3	-9.6	1.0	-2.8
FBCF.....	1.3	-5.0	-10.1	0.2	-2.8
Variação de existências <sup>(b)</sup> .....	0.2	0.1	0.0	0.2	0.0
Procura interna .....	1.7	-0.1	-2.5	2.1	0.7
Exportações .....	2.1	1.5	4.4	5.4	0.7
Importações .....	1.3	-0.5	-0.7	6.8	1.7
Contributo procura interna para PIB <sup>(b)</sup> .....	1.9	-0.1	-2.7	2.2	0.7
Contributo procura externa líquida para PIB <sup>(b)</sup> .....	0.1	0.6	1.5	-0.9	-0.4

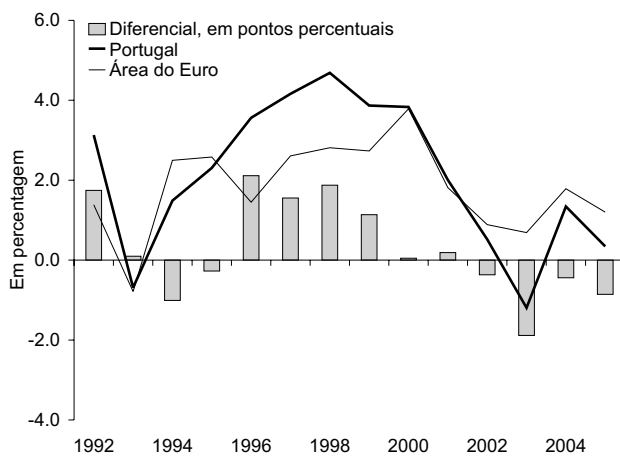
Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas:

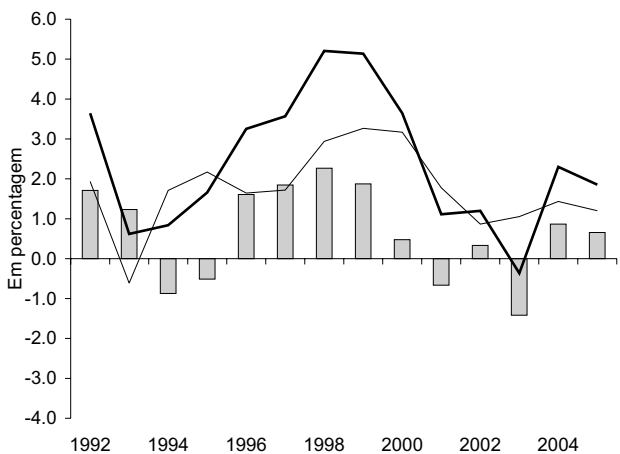
(a) Estimativas do Banco de Portugal a partir das Contas Nacionais do INE (base 2000) para os anos de 1995 a 2003.

(b) Contribuição para a taxa de variação do PIB em pontos percentuais.

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

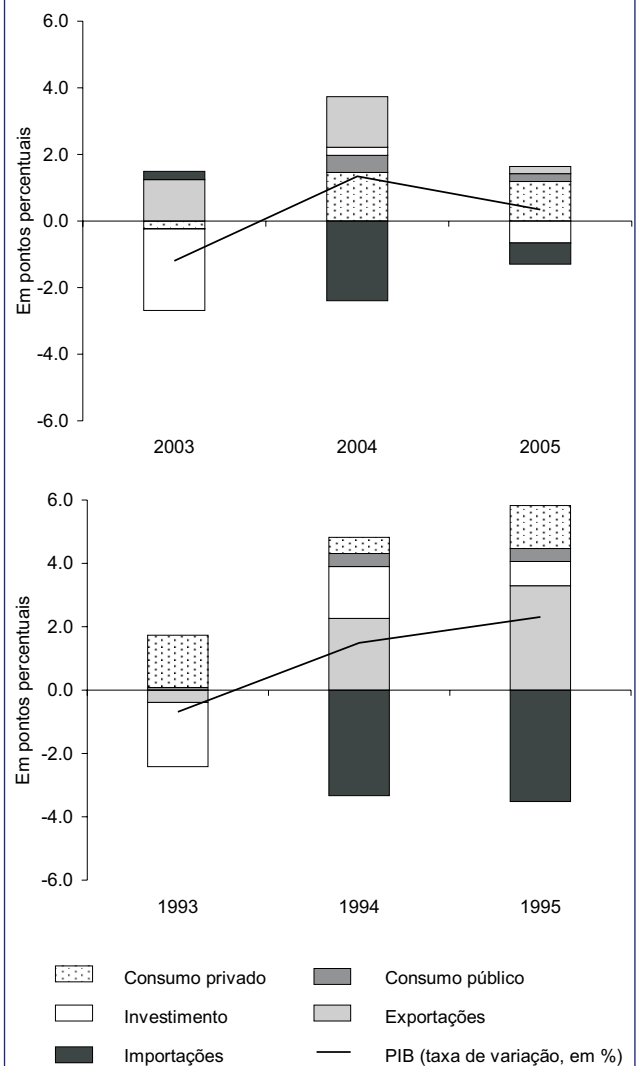


**CONSUMO PRIVADO**  
 Taxa de variação real



Fontes: Eurostat, FMI, INE e Banco de Portugal.

Gráfico 4.2  
**CONTRIBUTOS PARA O  
 CRESCIMENTO DO PIB**



Fontes: INE e Banco de Portugal.

tuguesa em 2005 deverá resultar do menor contributo da procura interna para o crescimento do PIB, associado, em larga medida, ao comportamento do investimento. Com efeito, o consumo privado não deverá registar uma desaceleração significativa face ao ano anterior. O contributo da procura externa líquida deverá ser menos negativo do que o observado em 2004, apesar da acentuada desaceleração das exportações, uma vez que se espera igualmente uma forte desaceleração das importações, reflectindo o menor crescimento da procura global. A evolução estimada para as exportações implica uma perda significativa de

quotas de mercado, acentuando a perda acumulada desde meados da década de 90.

A ausência de uma recuperação sustentada da economia na sequência da recessão de 2003 contrasta com a evolução observada nos ciclos económicos anteriores, em que as quedas da actividade foram seguidas de um movimento claro de aceleração do PIB. A comparação com o período de recuperação que sucedeu à recessão de 1993 revela que a evolução recente se caracteriza por um crescimento mais forte do consumo privado e por um comportamento muito mais desfavorável das exportações e do investimento (Gráfico 4.2).

O maior crescimento do consumo privado está

associado à drástica redução das restrições de liquidez que decorre da participação na união monetária e do processo de liberalização e integração financeira da economia portuguesa, bem como ao reduzido nível das taxas de juro que tem prevalecido na área do euro. Adicionalmente, as transferências para as famílias, a que tipicamente está associada uma maior propensão marginal a consumir, têm contribuído de forma expressiva para o crescimento do rendimento disponível, reflectindo o peso crescente das prestações sociais pagas pelas administrações públicas. Os rendimentos associados à utilização de factores produtivos têm, assim, vindo a perder peso na determinação do rendimento disponível.

Por sua vez, apesar do crescimento da procura externa dirigida à economia portuguesa ser significativo em ambos os períodos, a deterioração da capacidade competitiva da economia portuguesa nos últimos anos, num quadro de aumento da concorrência internacional, tem limitado o contributo desta rubrica da despesa para o crescimento do PIB. A menor atractividade da economia portuguesa enquanto destino de investimento estrangeiro tem igualmente prejudicado o desempenho das exportações. Com efeito, o contributo significativo das exportações para a recuperação da actividade no ciclo económico anterior esteve associado a importantes projectos de investimento directo estrangeiro orientados para exportação.

À semelhança das exportações, também a formação bruta de capital fixo (FBCF) desempenhou um papel impulsionador da recuperação no ciclo económico anterior. Em contraste, no período recente, apesar das condições de financiamento muito favoráveis, não se verificou uma recuperação do investimento. A fraca recuperação da actividade associada à perda de competitividade, bem como vários factores de incerteza, estarão a condicionar as decisões de investimento no actual ciclo económico. Para este clima de incerteza estarão a contribuir a evolução do preço do petróleo, bem como dúvidas quanto à forma como se irá processar o ajustamento dos desequilíbrios que se têm vindo a acumular na economia.

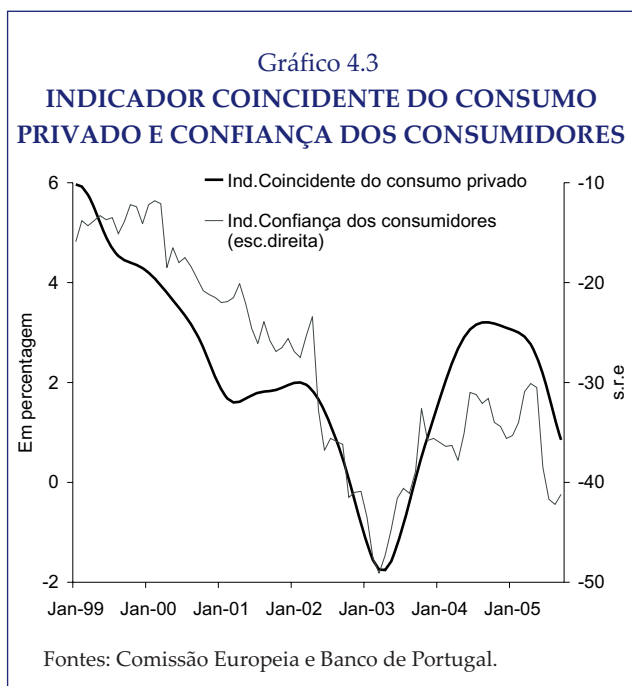
A estimativa agora apresentada para o crescimento do PIB corresponde a uma ligeira revisão em baixa face à previsão reportada no *Boletim Económico* do Verão. De facto, estima-se um contributo menos forte da procura interna, associado ao

comportamento da formação bruta de capital fixo, e um contributo semelhante da procura externa líquida, uma vez que se verificaram revisões em baixa quer nas exportações quer nas importações. A revisão da estimativa para o crescimento das exportações traduz a materialização de alguns dos riscos então apontados, nomeadamente o risco de uma evolução menos dinâmica desta variável, num contexto de perda de competitividade e de aumento da concorrência associado ao processo de globalização. O menor crescimento das importações face ao inicialmente previsto reflecte a evolução da procura global.

O consumo privado deverá registar um crescimento real de 1.9 por cento em 2005, o que representa uma ligeira desaceleração face ao observado no ano anterior. O aumento projectado para o consumo privado é próximo da variação estimada para o rendimento disponível. Assim, após a queda significativa registada em 2004, a taxa de poupança deverá estabilizar em 2005. Note-se, no entanto, que o maior crescimento do rendimento disponível no ano em curso resulta, no essencial, da evolução das remunerações do trabalho da função pública.

A manutenção das taxas de juro em níveis baixos e o alongamento dos prazos de amortização dos empréstimos bancários continuaram a facilitar as despesas de consumo das famílias. O crescimento do consumo privado manteve-se assim relativamente sustentado, em particular tendo em conta o cenário de estagnação da actividade económica e a diminuição acentuada da confiança dos consumidores a partir de Junho (Gráfico 4.3).

O comportamento intra-anual do consumo privado deverá apresentar um perfil irregular associado à evolução das despesas em bens de consumo duradouros. Com efeito, enquanto o crescimento do consumo de bens não duradouros não deverá evidenciar flutuações significativas ao longo do ano, o consumo de bens duradouros registou um crescimento muito acentuado no primeiro semestre, e deverá apresentar uma queda na segunda metade do ano. Este perfil parece ser em parte determinado por uma antecipação de decisões de compra associada ao aumento da taxa normal do IVA, anunciado para o mês de Julho. De facto, a despesa em bens duradouros no mês de Junho afectou os valores da primeira metade do ano, tendo o crescimento neste período ficado acima do



observado em 2004. Esta evolução é particularmente visível no comportamento das vendas de automóveis, as quais apresentaram um crescimento de 33.7 por cento em Junho, atingindo uma variação de 8.6 por cento no primeiro semestre de 2005. No terceiro trimestre observou-se já alguma reversão deste comportamento, tendo-se registado uma queda de 3.7 por cento. A estimativa para a evolução do consumo de bens duradouros na segunda metade do ano tem subjacente uma correcção parcial do efeito da antecipação de compras, cuja magnitude apresenta alguma incerteza. Mesmo excluindo o efeito do aumento da taxa normal do IVA, o perfil intra-anual das despesas em bens de consumo duradouros apontaria para uma desaceleração ao longo do ano. Esta evolução é consistente com o perfil do novo indicador coincidente do consumo privado<sup>(9)</sup>.

As estimativas do Banco de Portugal apontam para uma variação real do consumo público de 1.1 por cento em 2005. Esta estimativa tem subjacente uma desaceleração das despesas em bens e serviços, associada ao comportamento das despesas em consumos intermédios. No que respeita ao volume das despesas com pessoal, à semelhança do ocorrido em 2004, a presente estimativa tem implícita a

hipótese de quase estabilização do número de funcionários públicos.

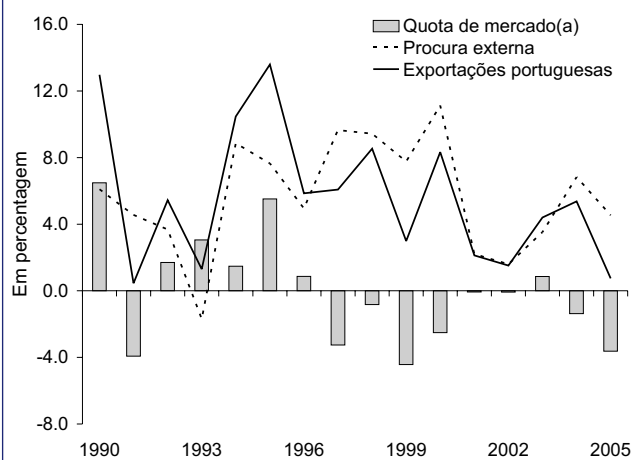
Apesar das condições de financiamento permanecerem muito favoráveis, a FBCF deverá apresentar uma diminuição de 2.8 por cento, após a estagnação observada no ano anterior e as fortes reduções já verificadas em 2002 e 2003. Esta evolução é transversal a todos os sectores, em particular ao público e ao empresarial. O comportamento desfavorável da FBCF é também comum à generalidade das suas componentes por tipo de bens. A queda da FBCF poderá estar a reflectir um adiamento de projectos de investimento, num contexto de evolução desfavorável da confiança dos agentes económicos e de perda de competitividade na economia. Em particular, a incerteza associada à evolução do preço do petróleo e à forma como irá evoluir o processo de consolidação orçamental e quanto à concretização das reformas estruturais indispensáveis para reforçar a competitividade da economia estará a condicionar as decisões de investimento.

As exportações deverão apresentar uma forte desaceleração, quer ao nível das mercadorias quer dos serviços, determinando uma perda de quota de mercado em 2005 ainda mais acentuada do que a verificada no ano anterior (Gráfico 4.4). O aumento acumulado dos custos de trabalho relativos aponta para uma deterioração acentuada da competitividade das exportações nacionais nos últimos anos. Adicionalmente, a estrutura das exportações portuguesas, onde os produtos com baixos conteúdos tecnológico e de capital humano mantêm um peso significativo, tem também afectado negativamente a evolução da quota de mercado, na medida em que estes produtos estão sujeitos a uma concorrência acrescida por parte de produtores a baixos custos. Com efeito, a informação disponível aponta para que, na primeira metade do ano, as exportações portuguesas deste tipo de produtos, onde se incluem os têxteis, vestuário e calçado, tenham continuado a registar reduções significativas. A informação divulgada aponta igualmente para um comportamento desfavorável das exportações portuguesas de material de transporte e máquinas, sectores que deixaram de beneficiar de fortes entradas de investimento estrangeiro.

Em 2005, as importações de bens e serviços deverão registar um abrandamento muito acentuado, em larga medida associado ao comportamento

(9) Rua, A. (2005) "Um novo indicador coincidente para o consumo privado em Portugal", *Boletim Económico* do Banco de Portugal, Outono.

Gráfico 4.4  
**EXPORTAÇÕES DE BENS E SERVIÇOS**  
 Taxa de variação real



Fontes: INE e Banco de Portugal.

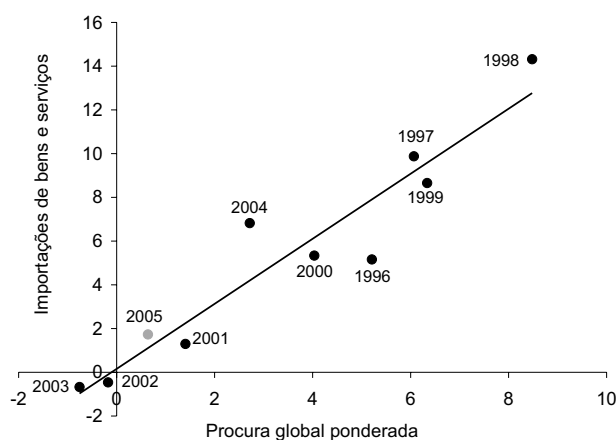
Nota:

(a) Diferença entre o crescimento real das exportações totais de bens e serviços (excluindo saídas do território de material aeronáutico após reparação) e o crescimento real da procura externa. Um aumento significa um ganho de quota de mercado dos exportadores portugueses.

das diversas componentes da procura global ponderada pelos respectivos conteúdos importados (Gráfico 4.5). A desaceleração das importações portuguesas no primeiro semestre de 2005 parece ser generalizada por tipo de bens.

A estimativa anual para o crescimento do PIB apresentada neste *Boletim Económico* tem implícita uma ligeira aceleração da actividade na segunda metade do ano. Esta estimativa comporta, no entanto, uma incerteza significativa. Com efeito, espera-se que a procura interna continue a desacelerar reflectindo a evolução do consumo privado e do investimento. Nestas condições, a recuperação da actividade estimada para o segundo semestre reflecte uma melhoria do contributo da procura externa líquida para o crescimento do PIB. Esta evolução traduz uma aceleração moderada das exportações, associada ao abrandamento significativo observado no mesmo período do ano anterior, bem como uma nova redução do crescimento das importações, consistente com o comportamento estimado para a procura global. A evolução do comércio externo está sujeita a um grau de incerteza particularmente elevado dadas as alterações estru-

Gráfico 4.5  
**IMPORTAÇÕES DE BENS E SERVIÇOS E**  
**PROCURA GLOBAL PONDERADA**  
 Taxa de variação real, em percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal.

turais associadas ao processo de globalização e a introdução este ano de uma nova metodologia de apuramento das estatísticas do comércio internacional<sup>(10)</sup>.

## 5. EMPREGO E SALÁRIOS

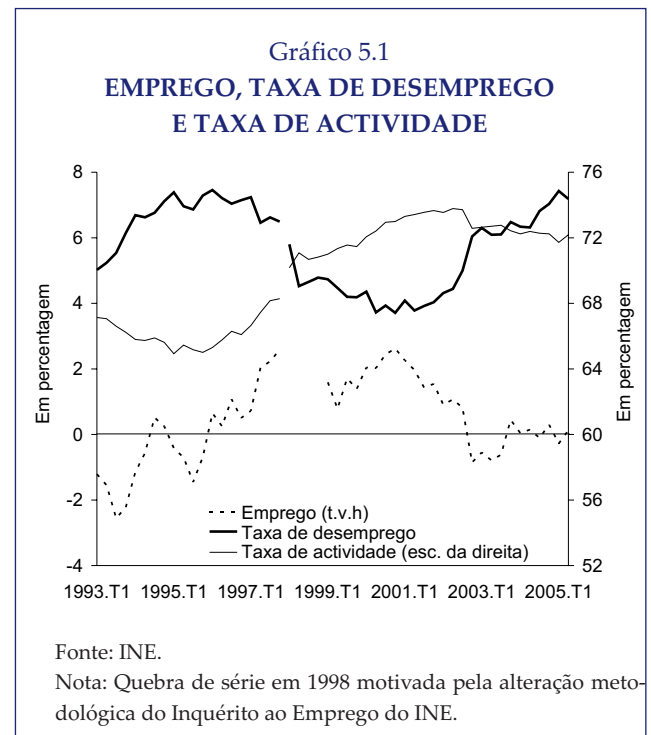
Durante o primeiro semestre de 2005, e relativamente a igual período de 2004, o mercado de trabalho português caracterizou-se, como previsto, por uma ligeira perda de emprego, acompanhada por um agravamento da taxa de desemprego e do desemprego de longa duração. Relativamente à dinâmica salarial, os sectores privado e público deverão apresentar no conjunto do ano trajectórias díspares e simétricas das observadas em 2004.

A comparação entre as duas últimas fases baixas do ciclo na economia portuguesa poderá constituir um elemento útil para compreender os desenvolvimentos recentes e perspectivar a evolução futura do mercado de trabalho. Dada a sua natureza contra-cíclica, a taxa de desemprego registou aumentos significativos e da mesma ordem de magnitude em ambos os períodos. Estes aumentos foram acompanhados por agravamentos do desemprego de longa duração, situando-se este último a um nível claramente superior no actual ciclo

(10) Para uma descrição da nova metodologia, veja-se [www.ine.pt](http://www.ine.pt).

económico. Por detrás de um comportamento da taxa de desemprego que não parece diferir substancialmente nos dois períodos considerados, encontram-se evoluções distintas do emprego, dos factores demográficos e, em menor grau, da taxa de actividade. Na fase baixa do ciclo anterior, o aumento da taxa de desemprego parece ser, no essencial, explicado pela perda líquida de emprego. Na período recente, o volume de emprego, bem como a taxa de actividade, têm-se mantido relativamente estáveis, pelo que o aumento da população activa tem acompanhado o número de desempregados. Este aumento da população activa reflecte, entre outros factores, a crescente participação das mulheres no mercado de trabalho e a dinâmica demográfica (Gráfico 5.1).

Os dados do Inquérito ao Emprego do INE revelam que o emprego total apresentou uma ligeira queda em termos homólogos na primeira metade do ano (-0.1 por cento). Na decomposição por tipo de emprego, a evolução observada não difere substancialmente do padrão registado em 2004. O emprego por conta de outrem continuou a contribuir positivamente para a criação de emprego, ainda que a uma taxa mais baixa, reflectindo o aumento dos contratos sem termo. Por seu turno, o emprego por conta própria continuou a cair, com assinalável expressão para a queda de 7.5 por cento nos trabalhadores por conta própria como empregadores. Também por sectores de actividade, não se verificaram alterações assinaláveis face a 2004, já que continuou a registar-se uma criação líquida de emprego no sector dos serviços e uma



contracção nos restantes sectores de actividade (Quadros 5.1 e 5.2).

O Gráfico 5.2 apresenta a evolução do emprego nos sectores dos serviços e da indústria transformadora. O reforço do peso do sector terciário no emprego é uma tendência comum às economias desenvolvidas, pelo que a economia portuguesa deverá continuar a registar uma criação líquida de emprego neste sector. As dificuldades competitivas de alguns segmentos industriais portugueses potenciam o papel que o sector dos serviços poderá ter neste contexto. No entanto, é importante no-

Quadro 5.1

**EMPREGO TOTAL POR SITUAÇÃO E POR TIPO DE CONTRATO**

Taxas de variação homóloga

Em percentagem	2003		2004		2005
	S1	S2	S1	S2	S1
Total .....	-0.6	-0.1	0.1	0.1	-0.1
Trabalhadores por conta de outrem .....	-0.4	-0.2	1.2	1.3	0.6
Contrato sem termo .....	0.6	1.1	2.1	2.3	1.6
Outros contratos .....	-4.0	-5.1	-2.1	-2.6	-3.4
Outras formas de emprego .....	-1.3	0.2	-2.9	-3.0	-1.8
Trabalhadores por conta própria – isolado .....	0.1	-0.5	-5.3	-3.6	-0.6
Trabalhadores por conta própria – empregador .....	-1.1	6.6	4.6	-2.3	-7.5
Trabalhadores sem remuneração .....	-15.3	-13.8	-8.2	-2.7	1.7
Outra .....	-2.7	-1.9	8.4	9.2	22.4

Fonte: INE.



Quadro 5.2

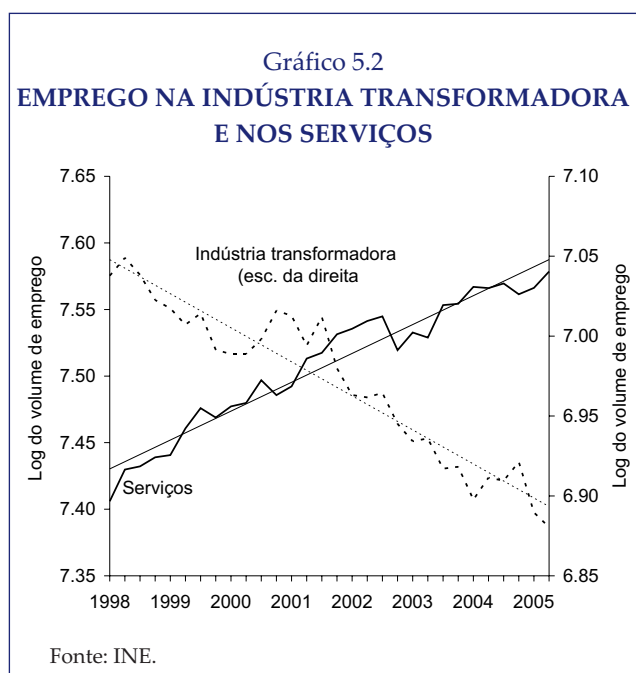
## EMPREGO TOTAL POR SECTORES

Taxas de variação homóloga

Em percentagem

	2003		2004		2005
	S1	S2	S1	S2	S1
Total .....	-0.6	-0.1	0.1	0.1	-0.1
Agricultura e pescas. ....	1.9	-0.3	-4.6	-2.8	-2.5
Indústrias. ....	-3.1	-4.2	-3.3	-0.7	-2.2
Construção. ....	-2.3	-8.9	-6.8	-5.3	-1.9
Serviços e administração pública. ....	0.1	3.5	4.0	2.1	1.6

Fonte: INE.



tar que o sector dos serviços engloba realidades muito diversas, sendo que no caso português o emprego público detém um peso elevado. O processo de alteração da estrutura produtiva e a necessidade de racionalização dos serviços da administração pública, essenciais ao aumento da produtividade na economia, colocam desafios de adaptabilidade da força de trabalho, condicionando a rapidez com que se verificará a recuperação no mercado de trabalho.

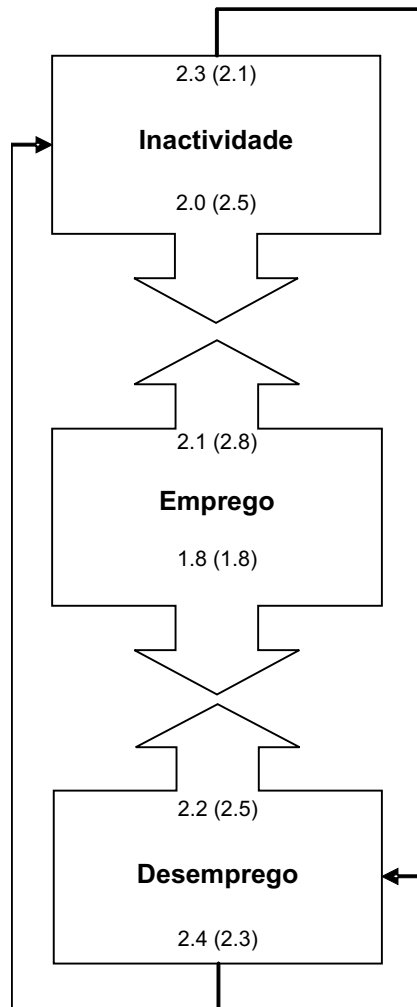
A taxa de desemprego aumentou no primeiro semestre de 2005, situando-se em média em 7.4 por cento. O número de desempregados registou neste período um agravamento face ao semestre homólogo de 2004, apresentando um aumento de 16.6 por cento. O número de desempregados terá durante este semestre excedido pela primeira vez

400 mil. Destes, mais de metade encontravam-se desempregados há mais de 1 ano, resultando num novo agravamento do desemprego de longa duração, algo que se tem verificado desde o início de 2003. Segundo o Inquérito ao Emprego, a percentagem de indivíduos desempregados beneficiários do sistema de subsídio de desemprego manteve a tendência de crescimento verificada durante a fase baixa do ciclo económico, situando-se a média do primeiro semestre de 2005 em torno de 37 por cento. Os aumentos do desemprego de longa duração e da taxa de cobertura parecem em parte ser explicados por alterações legislativas efectuadas desde 1999, que tornaram mais generoso o sistema de subsídio de desemprego.

O Diagrama 5.1 permite analisar os fluxos de entrada e saída no desemprego utilizando a informação relativa aos elementos comuns entre amostras trimestrais do Inquérito ao Emprego. Em termos de comparação com o período homólogo de 2004, o fluxo de entrada no desemprego registou um aumento de 3.9 para 4.1 por cento da população activa. De forma análoga, o volume das saídas do desemprego no primeiro semestre de 2005 (4.6 por cento), ficou abaixo do verificado no primeiro semestre de 2004 (4.8 por cento). Ainda relativamente a 2004, é interessante notar que os fluxos de saída do desemprego para o emprego se reduziram em 0.3 p.p. da população activa, enquanto que os fluxos para a inactividade aumentaram 0.1 p.p.

As estimativas do Banco de Portugal apontam para um aumento dos salários por trabalhador no sector privado da economia de 2.8 por cento em 2005, o significa um aumento de cerca de 0.6 por cento em termos reais (0.7 por cento em 2004).

Diagrama 5.1  
**FLUXOS SEMESTRAIS NO MERCADO DE  
 TRABALHO EM PORCENTAGEM  
 DA POPULAÇÃO ACTIVA<sup>(a)</sup>**



Fontes: INE e Banco de Portugal

Nota:

- (a) Considerando a componente comum da amostra do trimestre  $t$  e do trimestre  $t-1$ , e utilizando os ponderadores populacionais do trimestre  $t$ . Valores médios relativos aos primeiros semestres de 2005 e de 2004. Valores de 2004 entre parênteses.

Para o total da economia, o ganho salarial por trabalhador será de 2.9 por cento em 2005, o que corresponde a uma aceleração de 0.5 p.p. em termos nominais face ao valor verificado em 2004. Este comportamento está associado à evolução dos salários no sector público em 2005, depois do quase congelamento observado no ano anterior.

As estimativas dos custos unitários de trabalho

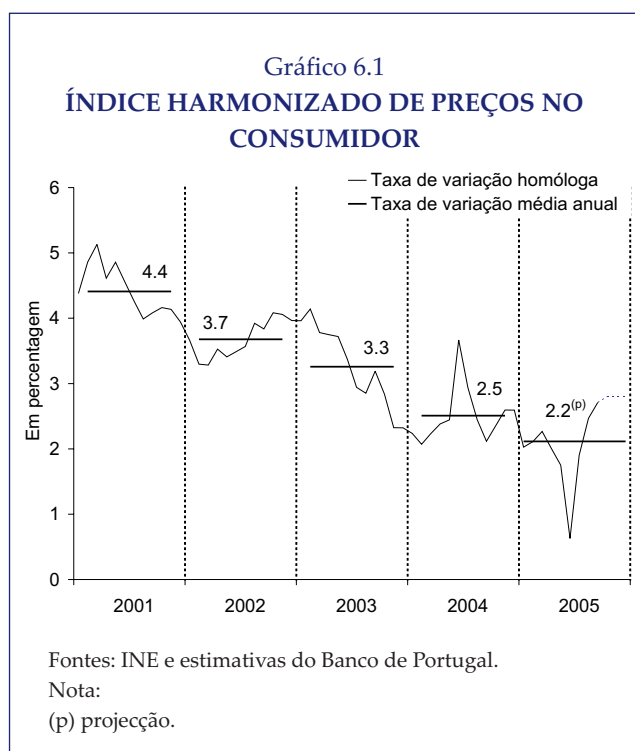
apontam para um crescimento em 2005 na ordem de 2.5 por cento para o total de economia e de 2.3 por cento para o sector privado. Tal evolução constitui um agravamento face a 2004, ao que não é alheio o menor crescimento da produtividade aparente do trabalho (1.5 e 0.5 por cento em 2004 e 2005, respectivamente). O diferencial de crescimento dos custos unitários de trabalho no conjunto da economia face ao observado na área do euro mantém-se positivo e deverá aumentar em 2005.

## 6. PREÇOS

Em 2005, a taxa de inflação média anual, medida pelo IHPC, deverá reduzir-se em 0.3 p.p. para 2.2 por cento (Gráfico 6.1). Tomando como referência as projecções do BCE para a inflação na área do euro, o diferencial de inflação entre Portugal e a área do euro será virtualmente nulo em 2005.

A informação mais recente aponta no sentido da materialização dos dois principais riscos para a projecção de inflação identificados no *Boletim Económico do Verão*, nomeadamente, um impacto do aumento da taxa normal do IVA sobre a taxa de inflação inferior ao admitido no cenário central (que era de 0.3 pontos percentuais) e uma evolução mais desfavorável do preço do petróleo. Adicionalmente, os preços das importações excluindo combustíveis e os preços dos bens alimentares não transformados apresentaram uma variação inferior à então admitida. O efeito conjunto destes factores resultou numa ligeira revisão da projecção de inflação face ao valor apresentado no Verão (-0.1 p.p.).

A desaceleração dos preços em 2005 é, em grande parte, determinada pela reversão dos efeitos associados à realização do Campeonato Europeu de Futebol em Junho de 2004, particularmente ao nível dos preços dos serviços, e pelo comportamento dos preços das importações, excluindo combustíveis, que, de acordo com a informação mais recente, terão apresentado um crescimento próximo de zero no primeiro semestre. De facto, à semelhança do verificado noutras economias, o impacto da subida do preço do petróleo sobre os preços no consumidor tem sido parcialmente compensado pela diminuição dos preços de importação de vários tipos de bens, associada à participação crescente de produtores a baixos custos no mercado mundial. Adicionalmente, de acordo com estimativas do



Banco de Portugal, a taxa de crescimento dos salários no sector privado deverá diminuir de 3.2 por cento em 2004, para 2.8 por cento em 2005, o que estará também a contribuir para conter as pressões sobre os preços, em particular no sector dos serviços. A projecção de inflação para 2005 contempla, contudo, uma aceleração dos preços na segunda metade do ano, reflectindo, essencialmente, o aumento em Julho da taxa normal do IVA de 19 para 21 por cento, bem como uma evolução mais desfavorável do preço do petróleo nos meses mais recentes.

A reversão dos fortes aumentos de preços registados nos serviços de hotelaria em Junho de 2004 foi menos acentuada no Índice de Preços no Consumidor (IPC), devido a diferenças na estrutura de ponderação utilizada para agregar os índices de preços elementares<sup>(11)</sup>. Deste modo, ao contrário

(11) O IPC e o IHPC apresentam, em geral, comportamentos idênticos porque são obtidos a partir da mesma informação mensal, sendo eventuais divergências motivadas por diferenças ao nível da estrutura de ponderação utilizada para a agregação dos índices de preços elementares. Enquanto os ponderadores do IHPC têm como referência a estrutura de despesa dos consumidores no território português, incluindo assim o consumo realizado por turistas, o IPC apenas considera a estrutura de despesa dos consumidores residentes. Tal implica que os serviços e, em particular, os serviços de alojamento, tenham uma maior ponderação no IHPC.

do sucedido em 2004, a taxa de inflação média anual medida com base neste índice deverá situar-se ligeiramente acima da projectada para o IHPC (cerca de 0.1 p.p.). A diferença entre os dois índices foi particularmente evidente em Junho, quando a taxa de variação homóloga do IHPC atingiu um mínimo de 0.6 por cento, ficando um ponto percentual abaixo da observada para o IPC.

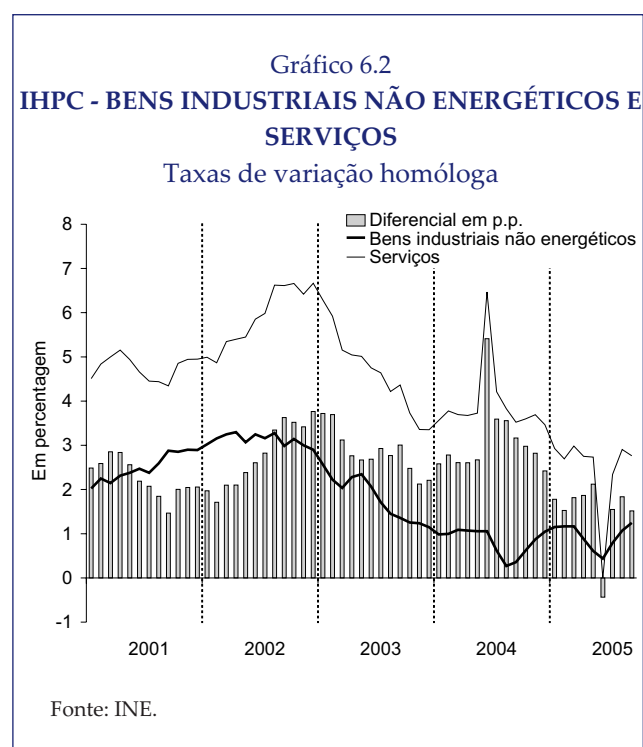
Até Julho, a taxa de variação homóloga do IHPC situou-se geralmente em valores próximos de 2.0 por cento, traduzindo uma diminuição de cerca de 0.5 p.p. em relação aos valores verificados no final de 2004. O menor crescimento dos preços neste período foi determinado pela componente não energética do IHPC, sendo particularmente acentuada a desaceleração observada nos preços dos bens alimentares, que registaram taxas de variação homóloga negativas, ou próximas de zero. Em Agosto e Setembro, a inflação registou um aumento, situando-se no último destes meses em 2.7 por cento. O maior crescimento dos preços nestes dois meses está associado à alteração da taxa normal do IVA ocorrida em Julho, que afectou de forma mais significativa os preços dos bens industriais não energéticos, bem como à aceleração do preço do petróleo nos mercados internacionais, o qual motivou um forte aumento dos preços dos bens industriais energéticos (Quadro 6.1).

Relativamente às componentes mais voláteis do IHPC, ao contrário do sucedido em 2004, a redução verificada nos preços dos bens alimentares não transformados não compensou a forte subida dos preços dos bens energéticos, que apresentaram uma aceleração quase contínua ao longo deste período, consistente com a evolução do preço do petróleo nos mercados internacionais. Deste modo, o IHPC excluindo estas duas componentes registou um crescimento médio inferior ao do índice global (1.9 por cento face a 2.7 por cento em Setembro).

Os preços dos bens industriais não energéticos apresentaram crescimentos reduzidos e semelhantes aos observados no final de 2004, continuando a beneficiar do já descrito comportamento dos preços de importação. Por sua vez, os preços dos serviços, embora mantendo taxas de variação homóloga mais elevadas, registaram uma desaceleração significativa neste período. Deste modo, tendo por base variações em termos homólogos, o diferencial entre o crescimento dos preços nestes dois agregados situou-se, em Setembro, em 1.5 p.p., traduzin-

do uma diminuição de 0.9 p.p. relativamente ao verificado no final de 2004 (Gráfico 6.2).

O diferencial de inflação face à área do euro apresentou desde o início do ano valores negativos, ou próximos de zero. A evolução do diferencial de inflação foi influenciada de forma particularmente significativa pelo comportamento dos preços dos bens alimentares e dos serviços. Em termos médios, entre Dezembro de 2004 e Setembro de 2005, o diferencial de inflação passou de -0.9 para -1.5 pontos percentuais nos bens alimentares e de 1.3 para 0.3 p.p. nos serviços (Gráfico 6.3).



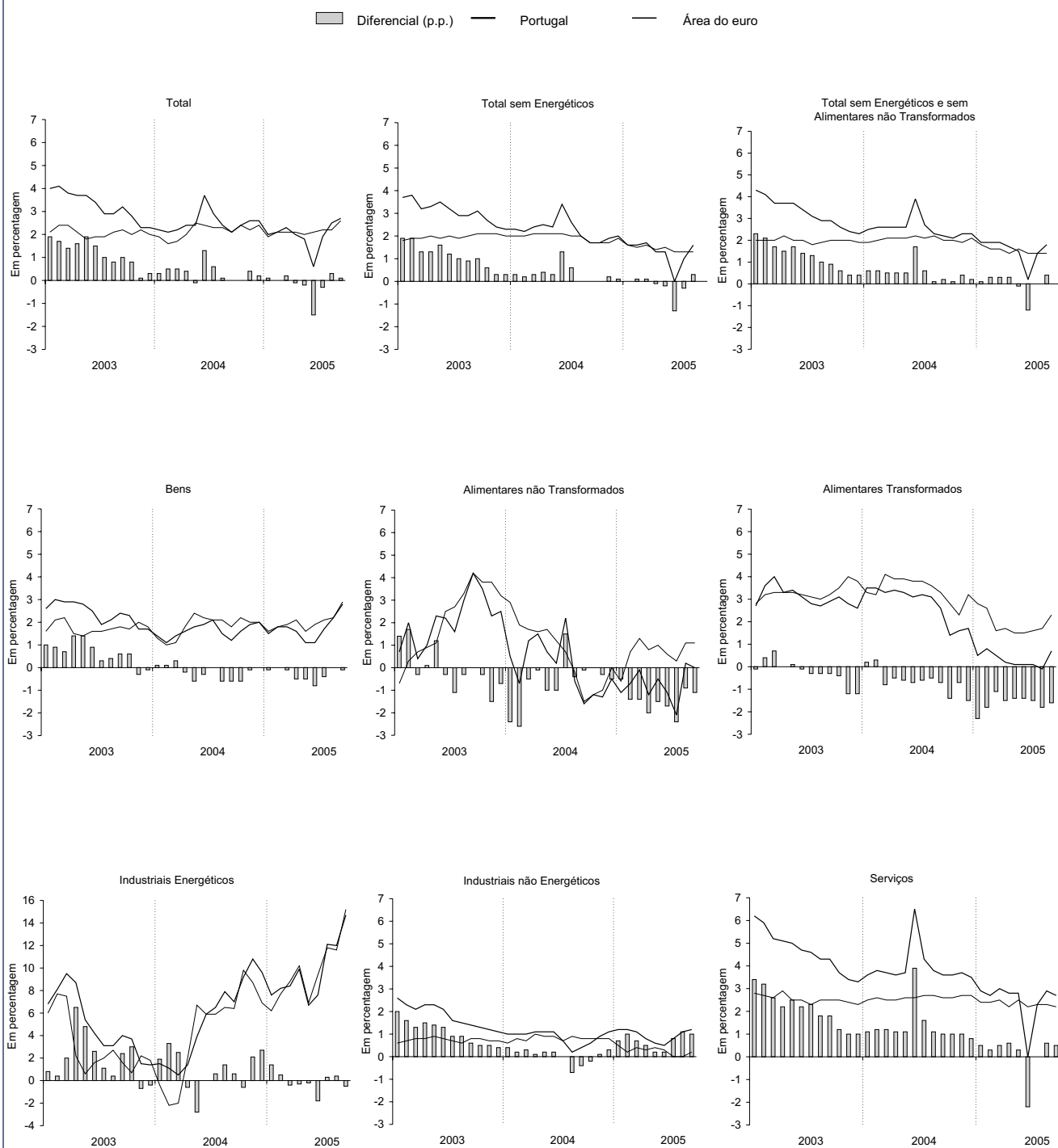
Quadro 6.1

**IHPC – PRINCIPAIS CLASSES E AGREGADOS**  
**Taxas de variação média e homóloga**

Em percentagem

	Pesos	Taxas de variação média anual				Taxas de variação homóloga mensal				
						2004		2005		
		2002	2003	2004	2005	2004	2005	2005	2005	2005
				Set.	Dez.	Mar.	Jun.	Set.		
Total .....	100.0	3.7	3.3	2.5	2.1	2.6	2.3	0.6	2.7	
Total excl.alimentares não transformados e energéticos .....	80.6	4.5	3.3	2.6	1.7	2.3	1.9	0.2	1.9	
Agregados .....										
Bens.....	61.9	2.4	2.4	1.6	1.7	2.0	1.8	1.1	2.8	
Alimentares.....	21.5	1.9	2.6	1.4	-0.1	0.6	0.2	-0.5	0.3	
Não Transformados.....	10.9	0.2	2.1	0.0	-0.8	-0.5	-0.1	-1.1	0.0	
Transformados.....	10.7	3.8	3.1	2.8	0.6	1.7	0.5	0.1	0.7	
Industriais .....	40.3	2.7	2.4	1.8	2.7	2.8	2.6	2.0	4.1	
Não Energéticos.....	31.8	3.1	1.8	0.8	0.9	1.1	1.1	0.5	1.2	
Energéticos .....	8.5	1.2	4.9	5.4	9.8	9.6	8.4	7.6	14.7	
Serviços .....	38.1	5.9	4.6	3.9	2.7	3.5	3.0	0.0	2.7	
Por memória: .....										
IPC .....	-	3.6	3.3	2.4	2.2	2.5	2.2	1.6	2.8	

Gráfico 6.3  
**ÍNDICE HARMONIZADO DE PREÇOS NO CONSUMIDOR**  
 Taxas de variação homóloga e diferenciais



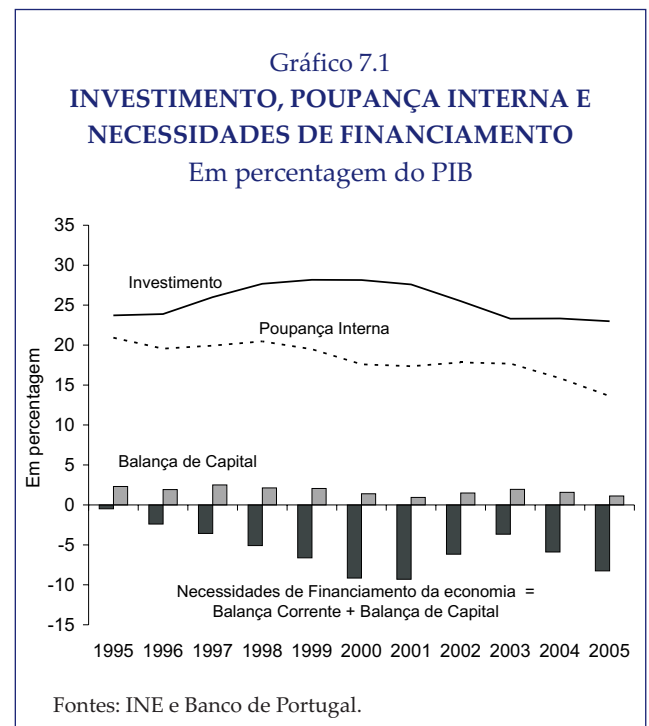
Fonte: Eurostat.

## 7. BALANÇA DE PAGAMENTOS

### 7.1. Necessidades de financiamento em 2005

As necessidades líquidas de financiamento externo da economia portuguesa, medidas pelo défice conjunto das balanças corrente e de capital, deverão ascender a 8.3 por cento do PIB em 2005, o que corresponde a um aumento de 2.4 p.p. face ao registado no ano anterior (Quadro 7.1). Verifica-se assim um novo agravamento do desequilíbrio externo da economia portuguesa, cujo processo de ajustamento foi interrompido em 2004. O aumento das necessidades líquidas de financiamento externo continua a resultar fundamentalmente da redução da poupança interna, uma vez que o nível de investimento em percentagem do PIB deverá ser ligeiramente inferior ao registado em 2004 (Gráfico 7.1). Este comportamento reflecte o contributo quer do sector privado quer do sector público e traduz a facilidade de financiamento do défice externo num contexto de ausência de risco cambial e de taxas de juro historicamente baixas nos mercados financeiros internacionais.

O aumento do défice externo em 2005 deverá reflectir o agravamento do saldo de todas as prin-



cipais componentes das balanças corrente e de capital pelo que, mesmo excluindo combustíveis, o défice deverá sofrer uma deterioração. O agravamento do défice agora estimado é substancialmente maior do que o previsto no *Boletim Económico* de

Quadro 7.1

### BALANÇA CORRENTE E BALANÇA DE CAPITAL

Saldos em percentagem do PIB

	Valores anuais			1º Semestre <sup>(a)</sup>		
	2003	2004	2005 <sup>(b)</sup>	2003	2004	2005
Balança corrente .....	-5.6	-7.5		-6.5	-7.3	-10.0
Mercadorias .....	-9.2	-10.6		-8.7	-9.9	-11.1
Serviços .....	2.6	3.0		1.8	2.5	2.1
dos quais: .....						
Viagens e turismo .....	2.7	2.9		2.1	2.4	2.0
Rendimentos .....	-1.1	-1.8		-1.3	-1.9	-2.6
Transferências correntes .....	2.1	2.0		1.7	2.0	1.6
das quais: .....						
Remessas de emigrantes/imigrantes .....	1.5	1.4		1.3	1.3	1.1
Balança de capital .....	2.0	1.6		1.7	1.3	0.8
<i>Por memória:</i>						
Balança corrente + balança de capital .....	-3.7	-5.9	-8.3	-4.8	-6.0	-9.1

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota:

(a) Para o cálculo dos rácios das diversas componentes da Balança de Pagamentos em percentagem do PIB nos primeiros semestres utilizaram-se estimativas semestrais do PIB nominal, calculadas pelo Banco de Portugal.

(b) Estimativa da Banco de Portugal.

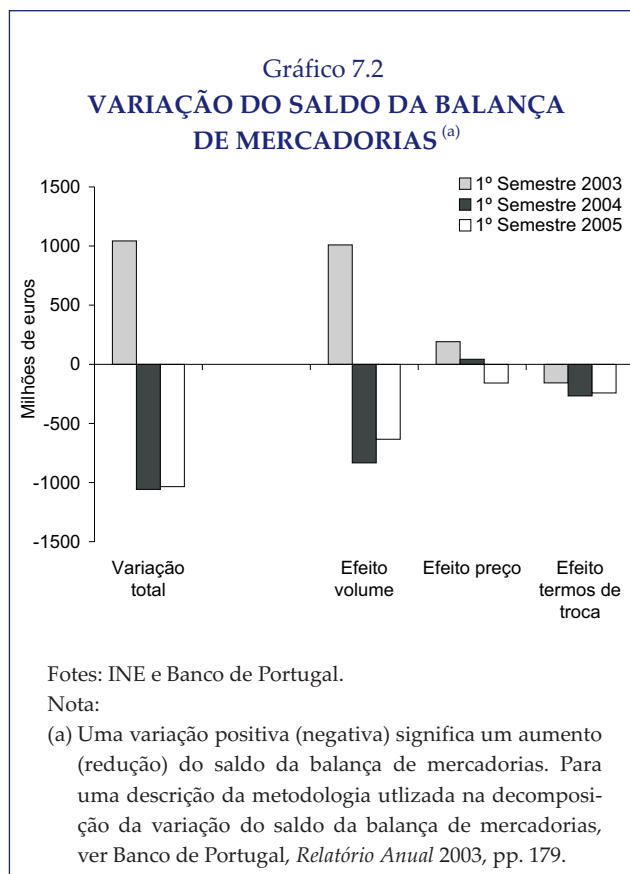
Verão. Este comportamento é comum à generalidade das componentes, com excepção da balança de bens e serviços, que deverá apresentar um défice semelhante ao então previsto. Em particular, os dados relativos à Balança de Pagamentos sugerem que o montante das transferências de capital da União Europeia em 2005 será claramente inferior ao previsto oficialmente, o que é consistente com o comportamento desfavorável do investimento.

### 7.2. A Balança de Pagamentos no primeiro semestre de 2005

Na primeira metade do ano, o défice conjunto das balanças corrente e de capital aumentou para 9.1 por cento do PIB. O agravamento do défice externo português traduziu uma deterioração em todas as principais rubricas.

A balança de mercadorias registou um défice de 11.1 por cento do PIB. O crescimento das exportações inferior ao das importações (0.2 e 2.5 por cento, respectivamente) contribuiu para um efeito volume desfavorável. A perda de termos de troca associada ao aumento dos preços dos combustíveis importados teve também um impacto negativo sobre o saldo da balança de mercadorias (Gráfico 7.2). Com efeito, de acordo com 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 1.6 e 2.9 por cento, respectivamente, resultando numa perda de termos de troca de 1.3 p.p. no primeiro semestre de 2005. Contudo, é interessante salientar que, excluindo combustíveis, se observa um ganho de termos de troca de 1.2 p.p. (as variações dos preços de exportação e importação foram, neste caso, de 1.3 e 0.1 por cento, respectivamente), o que contribuiu para que o défice da balança de mercadorias excluindo combustíveis estabilizasse no primeiro semestre do ano. Ainda assim, mesmo retirando a componente energética, o défice conjunto das balanças corrente e de capital apresenta um agravamento, em resultado da evolução desfavorável das restantes componentes.

O excedente da balança de serviços diminuiu em percentagem do PIB, ao contrário do ocorrido nos últimos cinco anos. As receitas nominais de turismo apresentaram uma diminuição de 2.5 por cento, em parte relacionada com o forte crescimento verificado no mesmo período do ano anterior



com a realização do Campeonato de Europa de Futebol. Por seu lado, as importações de serviços de turismo voltaram a apresentar uma forte aceleração (crescimento de 12.5 por cento). O défice da balança de rendimentos aumentou na primeira metade do ano, traduzindo uma deterioração dos rendimentos de depósitos e de títulos de dívida, consistente com o aumento dos passivos dos sectores residentes. O excedente das transferências correntes privadas voltou a diminuir, devido ao comportamento da sua principal rubrica, remessas de emigrantes/imigrantes. Verificou-se igualmente uma deterioração do excedente das transferências públicas correntes e, sobretudo, do excedente da balança de capital. De facto, registaram-se menores entradas de transferências públicas da União Europeia, com particular destaque para a redução de quase 40 por cento dos recebimentos associados ao FEDER.

O agravamento do défice conjunto das balanças corrente e de capital resultou numa maior entrada líquida de fundos provenientes do exterior. Assim, a balança financeira, que traduz os instrumentos através dos quais se processa o financiamento externo dos sectores institucionais residentes, registou uma entrada líquida de fundos de 10.0 por

cento do PIB no primeiro semestre de 2005 (6.3 por cento do PIB no mesmo período de 2004) (Quadro 7.2).

As aquisições muito significativas de títulos de dívida pública portuguesa por parte de não residentes constituem o facto mais marcante da evolução da balança financeira no primeiro semestre de 2005. Com efeito, a entrada líquida de fundos no sector das administrações públicas quase duplicou face à registada no mesmo período do ano anterior. Esta situação reflecte o aumento das necessidades de financiamento das administrações públicas resultante do défice orçamental de 2005, bem como da emissão de um montante considerável de dívida pública no início do ano com vista ao pagamento de despesas de 2004 e de anos anteriores, autorizadas no Orçamento Rectificativo de 2004. Ao contrário do observado no primeiro semestre de 2004, o investimento líquido de não residentes em títulos de dívida pública de longo prazo (obrigações do Tesouro a taxa fixa) apresentou valores superiores ao das aplicações em títulos a curto prazo. De facto, o Estado Português, após ter privilegiado a emissão de bilhetes do Tesouro em 2003 e 2004, reforçou no primeiro semestre de 2005 a componente a longo prazo de taxa fixa. A possibilidade de emitir a prazos longos a taxas historicamente muito baixas, beneficiando de condições particularmente favoráveis nos mercados financeiros internacionais, terá contribuído para esta evolução.

Os bancos continuaram a desempenhar o papel central na intermediação de financiamento externo ao sector privado não financeiro em Portugal<sup>(12)</sup>. Esta intermediação tem-se reflectido essencialmente em fluxos de outro investimento, os quais são o registo contabilístico, entre outros, de empréstimos/depósitos de sucursais e filiais de grupos bancários portugueses estabelecidas no exterior. Os montantes desses empréstimos/depósitos têm origem, em larga medida, na emissão de títulos de dívida efectuada por essas filiais e sucursais. As emissões brutas de títulos pelas filiais e sucursais dos bancos portugueses voltaram a apresentar um

volume significativo no primeiro semestre de 2005, persistindo a tendência já observada em 2004 de preferência por financiamento a prazos mais longos. Esta tendência terá sido favorecida pelos níveis historicamente baixos das taxas de juro nos empréstimos a longo prazo, que têm permitido aos bancos portugueses reduzir de forma substancial o custo e risco de refinanciamento.

As operações de titularização de créditos efectuadas pelos bancos continuaram a ter impacto sobre os fluxos da balança financeira. Estas operações permitem o financiamento dos bancos em contrapartida da emissão de títulos do sector das instituições não monetárias. Uma vez que estes títulos são tipicamente tomados por não residentes, originam fluxos de carteira passivos no sector das instituições financeiras não monetárias. Estas operações representaram cerca de 2 por cento do PIB no primeiro semestre de 2005, valor superior ao observado em idêntico período do ano anterior. No que respeita ao investimento de carteira, saliente-se, ainda, que as instituições financeiras não monetárias, com destaque para as companhias de seguros e fundos de pensões, continuaram a fazer aplicações de montantes muito relevantes em títulos emitidos por não residentes, aproveitando as oportunidades de diversificação de carteira que a participação na área do euro permite.

Por sua vez, a constituição de depósitos no exterior por parte de sociedades não financeiras e particulares foi no primeiro semestre de 2005 muito inferior à observada no período homólogo do ano anterior.

Na análise do investimento directo estrangeiro é relevante ter em conta o facto de ocorrerem, com frequência e magnitude elevadas, operações de investimento directo do exterior em Portugal 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, verifica-se que quer o investimento directo de Portugal no exterior quer o investimento directo do exterior em Portugal registaram valores positivos no primeiro semestre de 2005, tendo correspondido em termos líquidos a um saldo virtualmente nulo.

(12) Considerando os valores ajustados dos efeitos de operações de natureza temporária de final de ano entre as outras instituições financeiras monetárias e as autoridades monetárias. Para mais detalhes, ver Banco de Portugal, *Relatório Anual 2004*, secção 7.1, pág. 109.



Quadro 7.2

## BALANÇA FINANCEIRA

Em percentagem do PIB

	Jan-Dez 2004	Janeiro-Junho 2004			Janeiro-Junho 2005		
	Variação Líquida	Variação Passivos	Variação Activos	Variação Líquida	Variação Passivos	Variação Activos	Variação Líquida
Balança Corrente e de Capital .....	-5.9			-6.0			-9.1
Balança Financeira <sup>(a)</sup> .....	6.7	27.5 (16.0)	-21.1 (-9.6)	6.3	19.1 (14.4)	-9.1 (-4.3)	10.0
Investimento Directo .....	-2.9	5.0	-5.2	-0.2	1.9	-1.5	0.3
<i>Excluindo zonas francas da Madeira e de Santa Maria</i> <i>(Açores)</i> .....	-0.7	1.9	-1.6	0.4	1.6	-1.5	0.1
Investimento de Carteira .....	0.9	2.6	-6.9	-4.4	7.0	-7.5	-0.5
Derivados Financeiros .....	0.0	-2.2	2.2	0.0	-2.5	2.2	-0.4
Outro Investimento .....	7.7	22.1 (10.6)	-12.6 (-1.1)	9.6	12.7 (8.0)	-2.1 (2.6)	10.6
Activos de Reserva .....	1.1	-	1.4	1.4	-	-0.1	-0.1
Por sector institucional residente:							
Autoridades Monetárias <sup>(a)</sup> .....	5.4 (2.1)	12.3 (0.8)	0.6	12.9 (1.4)	7.9 (3.2)	-0.2	7.7 (3.0)
Investimento de Carteira .....	0.7	-	-0.3	-0.3	-	0.3	0.3
Derivados Financeiros .....	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Outro Investimento .....	3.6 (0.3)	12.3 (0.8)	-0.5	11.9 (0.4)	7.9 (3.2)	-0.3	7.5 (2.8)
Activos de Reserva .....	1.1	-	1.4	1.4	-	-0.1	-0.1
Administrações Públicas .....	4.2	3.3	-0.3	3.0	5.9	0.0	5.8
Investimento Directo .....	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<i>Excluindo zonas francas da Madeira e de Santa Maria</i> <i>(Açores)</i> .....	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Investimento de Carteira .....	3.8	4.0	-0.4	3.6	7.1	0.1	7.2
Derivados Financeiros .....	0.0	-0.3	0.1	-0.2	-0.4	0.2	-0.3
Outro Investimento .....	0.4	-0.5	0.0	-0.5	-0.8	-0.3	-1.1
Outras Instituições Financeiras Monetárias <sup>(a)</sup> .....	-4.2 (-0.9)	6.5	-7.5 (4.0)	-1.0 (10.5)	1.1	0.0 (4.7)	1.1 (5.8)
Investimento Directo .....	-1.6	0.0	-0.1	-0.1	0.0	-0.2	-0.2
<i>Excluindo zonas francas da Madeira e de Santa Maria</i> <i>(Açores)</i> .....	-1.6	0.0	-0.1	-0.1	0.2	-0.2	0.0
Investimento de Carteira .....	-4.0	-0.9	-0.9	-1.8	-2.7	-0.8	-3.5
Derivados Financeiros .....	0.0	-1.3	1.4	0.1	-1.4	1.3	-0.1
Outro Investimento .....	1.4 (4.7)	8.7	-7.9 (3.6)	0.9 (12.4)	5.3	-0.4 (4.3)	4.9 (9.6)
Instituições Financeiras não Monetárias .....	2.6	-0.4	-3.5	-3.9	1.9	-5.9	-4.0
Investimento Directo .....	1.5	0.0	0.0	0.0	0.2	-0.5	-0.3
<i>Excluindo zonas francas da Madeira e de Santa Maria</i> <i>(Açores)</i> .....	1.5	0.1	0.0	0.2	0.2	-0.5	-0.3
Investimento de Carteira .....	0.9	-0.2	-4.0	-4.2	2.1	-5.8	-3.7
Derivados Financeiros .....	0.0	-0.6	0.5	0.0	-0.6	0.5	0.0
Outro Investimento .....	0.2	0.3	0.0	0.3	0.2	-0.2	0.0
Sociedades não Financeiras e Particulares .....	-1.3	5.7	-10.4	-4.7	2.3	-2.9	-0.6
Investimento Directo .....	-2.8	5.0	-5.0	0.0	1.6	-0.9	0.8
<i>Excluindo zonas francas da Madeira e de Santa Maria</i> <i>(Açores)</i> .....	-0.6	1.7	-1.4	0.3	1.2	-0.9	0.4
Investimento de Carteira .....	-0.6	-0.4	-1.3	-1.7	0.6	-1.3	-0.7
Derivados Financeiros .....	0.0	-0.1	0.1	0.1	-0.1	0.2	0.0
Outro Investimento .....	2.1	1.2	-4.2	-3.0	0.2	-0.9	-0.7
Erros e Omissões .....	-0.8			-0.4			-0.9

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas:

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.

(a) 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.

## 8. CONCLUSÃO

Em 2005, os desequilíbrios da economia portuguesa continuaram a agravar-se e actividade manteve um dos mais baixos crescimentos da União Europeia. Acentuou-se, assim, o afastamento do rendimento *per capita* em Portugal face ao nível médio da Europa que se observa desde 2000 e que traduz o baixo crescimento tendencial da produtividade na economia portuguesa.

A adopção do euro e o reforço do processo de globalização alargaram de forma significativa as oportunidades de consumo e de investimento da economia portuguesa mas, simultaneamente, tornaram mais exigente o ambiente em que os agentes económicos operam.

Com a participação na união monetária, a economia portuguesa passou a beneficiar de um regime de taxas de juro mais baixas e menos voláteis, num contexto de baixa inflação, e a poder obter financiamento no exterior sem incorrer em risco cambial. Por seu turno, o aumento da concorrência internacional associado ao reforço do processo de globalização tem beneficiado os consumidores através da redução dos preços de vários tipos de bens de consumo e do aumento das possibilidades de escolha. Para as empresas, o novo ambiente implica a necessidade de conter custos e de reconverter a produção, obtendo assim ganhos de eficiência; paralelamente, surgem também novas oportunidades de investimento e de comércio associadas ao aumento da dimensão do mercado. Para uma pequena economia aberta como Portugal, a crescente a integração económica a nível mundial implica uma melhoria global do bem-estar dos agentes económicos como um todo, mas impõe uma alteração do padrão de vantagens comparativas, com custos de transição importantes ao nível sectorial.

Se as novas oportunidades de consumo têm sido plenamente exploradas, já o investimento e as exportações têm apresentado um comportamento

desapontador. Esta situação tem dado origem nos últimos anos a um hiato significativo entre o crescimento da despesa e da produção, financiado por recurso a endividamento externo, sem que se esteja a verificar simultaneamente um reforço da capacidade produtiva da economia. Este tipo de evolução, não poderá prolongar-se indefinidamente, já que não obstante a redução acentuada das restrições de liquidez, continuam a existir limites à capacidade de endividamento quer do sector privado quer do sector público. A inevitável correcção da trajectória de endividamento poderá passar por uma contenção das despesas de consumo, por um reforço do crescimento potencial da economia ou, mais provavelmente, por uma combinação de ambos.

Neste contexto, para promover o crescimento potencial da economia é fundamental que as autoridades assegurem um ambiente favorável ao crescimento sustentado da produtividade. Em particular, deverão ser dados incentivos aos agentes económicos consentâneos com a promoção do investimento em capital humano e físico e com a criação e uso eficiente de novas tecnologias e processos produtivos. Paralelamente, a racionalização dos serviços da administração pública no âmbito do processo de consolidação orçamental poderá também dar um contributo importante para o crescimento da produtividade. Neste sentido, um enquadramento institucional que facilite a transferência dos factores capital e trabalho para os sectores e empresas mais dinâmicos tornará o processo de ajustamento mais célere, permitindo tirar maior partido do processo de integração económica global.

*Artigo redigido com base na informação disponível até 3 de Novembro.*

### Caixa 1: A TRANSMISSÃO DO AUMENTO DO PREÇO DO PETRÓLEO À INFLAÇÃO NA ÁREA DO EURO

O preço do barril de Brent situava-se, no final de Outubro, em cerca de 60 dólares, tendo duplicado, quer em dólares quer em euros, face aos valores registados no primeiro trimestre de 2004. No mesmo período, a inflação na área do euro, medida pela variação homóloga do IHPC, aumentou de valores em torno de 2 por cento para 2.6 por cento em Setembro de 2005 (Gráfico 1).

A transmissão da variação do preço do petróleo aos preços no consumidor pode ser decomposta em efeitos de primeira ordem, directos e indirectos, e efeitos de segunda ordem. Os efeitos directos estão associados ao peso dos bens energéticos no índice de preços e são praticamente imediatos. Por sua vez, os efeitos indirectos decorrem da alteração dos preços de outros bens e serviços por via da sua componente energética (por exemplo, os transportes), demorando algum tempo a transmitir-se a toda a cadeia de produção. Por fim, os efeitos de segunda ordem estão relacionados com eventuais aumentos de expectativas de inflação que, por sua vez, se reflectem no comportamento dos salários.

No que diz respeito aos efeitos directos, o Gráfico 2 revela um forte aumento do contributo dos bens industriais energéticos para a variação homóloga do IHPC desde meados de 2004. De facto, este contributo, que oscilava em torno de zero entre meados de 2003 e de 2004, aumentou significativamente desde então, atingindo 1.4 p.p. em Setembro de 2005. O aumento do preço dos bens energéticos está igualmente a ter um impacto não negligenciável sobre os preços na produção. No entanto, a trajectória descendente dos preços no produtor excluindo bens energéticos revela não serem até ao momento visíveis efeitos indirectos (Gráfico 3).

Nestas condições, o aumento da inflação, medida pelo IHPC, tem sido relativamente moderado, nomeadamente quando comparado com o observado no anterior choque petrolífero entre 1999 e 2001. Este facto sugere que outros efeitos estarão a contribuir para atenuar o impacto da subida dos preços do petróleo sobre os preços no consumidor. Em particular, destaca-se o comportamento moderado dos preços de importação dos bens não energéticos e dos salários.

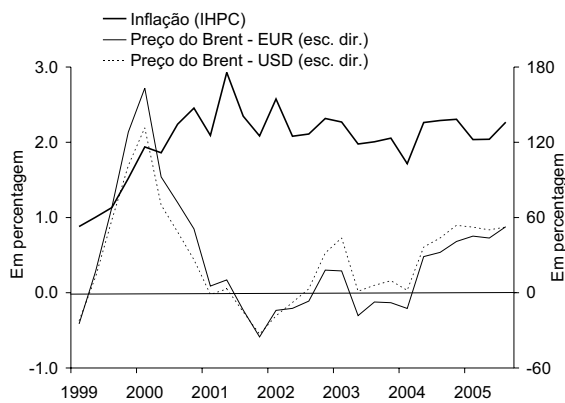
A decomposição do índice de preço unitário das importações da área do euro revela que o preço das importações excluindo fuel se manteve relativamente constante no período recente (Gráfico 4). Este comportamento dos preços de importação parece estar em grande medida associado à diminuição do preço internacional de vários tipos de bens de consumo, incluindo bens alimentares. Esta redução de preços é consequência do aumento da concorrência internacional, num contexto em que países produtores a baixos custos estão a assumir um peso crescente no comércio mundial<sup>(1)</sup>. A evolução da taxa de câmbio do euro tem contribuído também para a ausência de pressões sobre os preços das importações. Com efeito, enquanto no período 1999-2001, o euro registou uma depreciação significativa, nos últimos dois anos a taxa de câmbio manteve-se relativamente estável.

Por sua vez, os aumentos salariais têm sido moderados na maioria dos países da área do euro, não havendo assim evidência que se estejam a verificar efeitos de segunda ordem. O já referido aumento da concorrência internacional, bem como a manutenção de um hiato do produto negativo e de expectativas de inflação ancoradas estarão a contribuir para a evolução moderada dos salários. Com efeito, e em contraste com o período de 1999 a 2001, o crescimento da actividade na área do euro tem sido reduzido, contribuindo desta forma para conter as pressões sobre os preços e os salários (Gráfico 5). Adicionalmente, as expectativas de inflação a longo prazo têm permanecido ancoradas em níveis compatíveis com a estabilidade de preços (Gráfico 6).

A trajectória descendente da inflação subjacente, medida pela variação homóloga do IHPC excluindo bens energéticos e produtos alimentares não transformados sugere que a estabilidade das expectativas de inflação de longo prazo, a fase do ciclo económico e as condições no mercado de trabalho têm sido importantes factores de limitação dos efeitos de segunda ordem (Gráfico 2). Contudo, é de assinalar que no choque petrolífero de 1999-2001 o aumento do preço do petróleo parece ter-se repercutido na inflação subjacente apenas um ano e meio a dois anos após o início da subida do preço do petróleo.

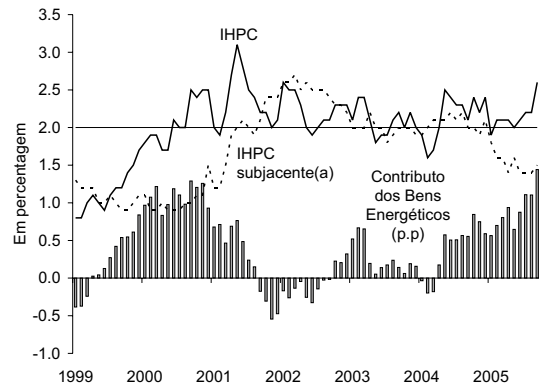
(1) A percentagem da produção mundial trocada a nível do comércio internacional, medida como o rácio das importações e exportações mundiais para o PIB, aumentou aproximadamente 9 pontos percentuais entre 1999 e 2004, para cerca de 54 por cento. Por outro lado, o peso da China nas importações da área do euro, excluindo o comércio intra-área, aumentou de 4.7 por cento em 1999 para 8.6 por cento em 2004.

**Gráfico 1**  
**PREÇO DO PETRÓLEO E INFLAÇÃO NA ÁREA DO EURO**  
Taxa de variação homóloga



Fontes: Eurostat, Thomson Financial Datastream.

**Gráfico 2**  
**IHPC NA ÁREA DO EURO**  
Taxa de variação homóloga

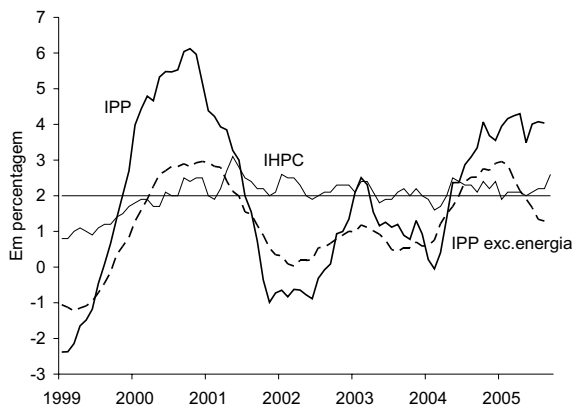


Fonte: Eurostat.

Nota:

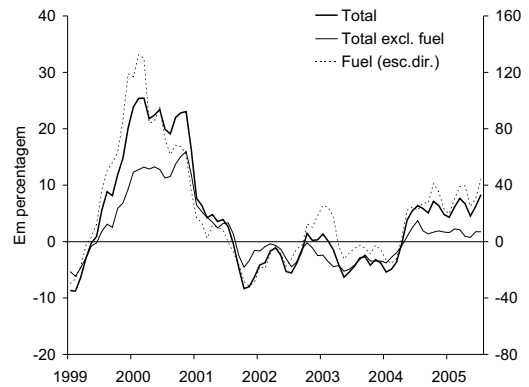
(a) Exclui bens energéticos e alimentares não transformados.

**Gráfico 3**  
**ÍNDICES DE PREÇOS NA ÁREA DO EURO**  
Taxa de variação homóloga



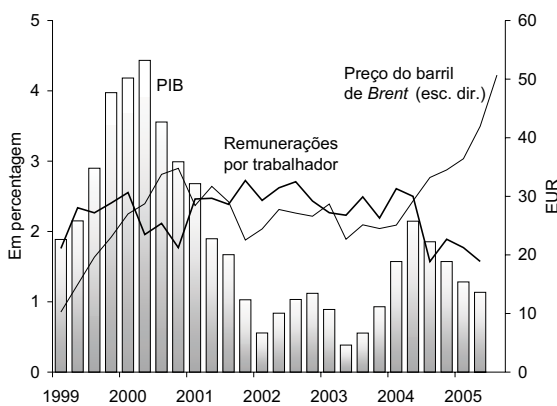
Fonte: Eurostat.

**Gráfico 4**  
**ÍNDICE DE PREÇO UNITÁRIO DAS IMPORTAÇÕES EXTRA-ÁREA DO EURO**  
Taxa de variação homóloga



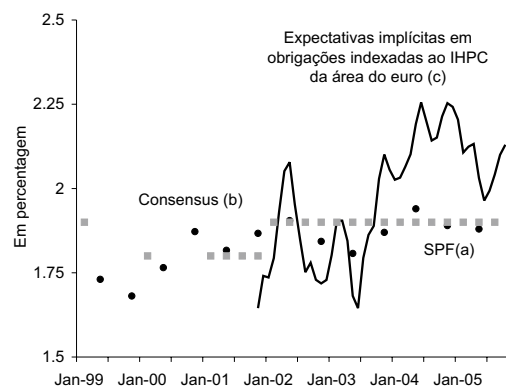
Fontes: Comext e Eurostat.

**Gráfico 5**  
**ÁREA DO EURO - ACTIVIDADE E SALÁRIOS**  
Taxa de variação homóloga



Fontes: BCE, Eurostat e Thomson Financial Datastream.

**Gráfico 6**  
**EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO PARA A ÁREA DO EURO**



Fontes: BCE, Bloomberg e Consensus Economics.

Notas:

(a) Survey of Professional Forecasters; expectativas para a inflação daqui a 5 anos.

(b) Inflação média esperada no horizonte de 10 anos.

(c) Inflação média esperada durante a vida da obrigação (até 2012).

## Caixa 2: A POLÍTICA ORÇAMENTAL PORTUGUESA NO QUADRO DO PACTO DE ESTABILIDADE E CRESCIMENTO

Na sequência da reavaliação das perspectivas orçamentais realizada na Primavera de 2005, Portugal enviou à Comissão Europeia, em Junho passado, uma actualização do Programa de Estabilidade e Crescimento (PEC) para o período de 2005 a 2009. Este documento assumia como objectivo para o défice das administrações públicas, em 2005, um valor correspondente a 6.2 por cento do PIB<sup>(1)</sup>, o qual se deveria reduzir de forma progressiva até atingir 1.6 por cento do PIB em 2009. Dada a trajectória do défice e o crescimento esperado para a actividade económica, o rácio da dívida pública em relação ao PIB deveria aumentar até 2007, reduzindo-se depois para um valor previsto de 64.5 por cento no final de 2009 (Quadro 1). O Gráfico 1 apresenta os efeitos directos das medidas de consolidação orçamental incluídas no PEC, necessárias para atingir os objectivos acima referidos.

Quadro 1

### OBJECTIVOS ORÇAMENTAIS DO PROGRAMA DE ESTABILIDADE E CRESCIMENTO

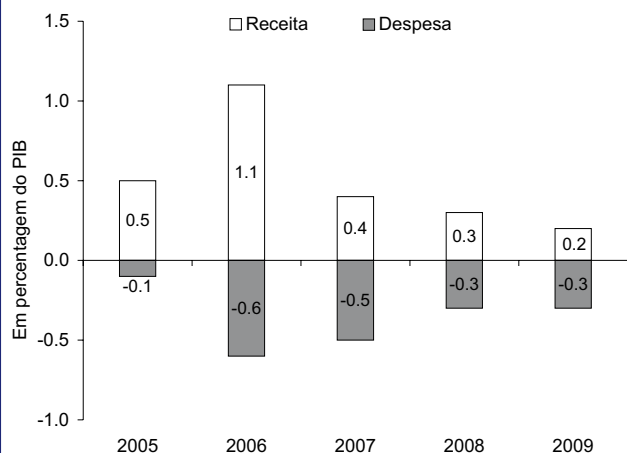
Em percentagem do PIB

	2005	2006	2007	2008	2009
Saldo global .....	-6.2	-4.8	-3.9	-2.8	-1.6
Dívida pública .....	66.5	67.5	67.8	66.8	64.5
Saldo ajustado do ciclo e de medidas temporárias .....	-5.5	-4.0	-3.3	-2.6	-1.8
<i>Por memória:</i>					
Crescimento real do PIB (t.v.) .....	0.8	1.4	2.2	2.6	3.0

Fonte: Ministério das Finanças.

Gráfico 1  
PROGRAMA DE ESTABILIDADE  
E CRESCIMENTO

Efeitos directos das medidas  
de consolidação orçamental<sup>(a)</sup>



Fonte: Ministério das Finanças.

Nota: (a) Efeitos directos, ano a ano, das medidas discretionárias previstas no PEC (Quadro 3.2).

A actualização do PEC, ao revelar a perspectiva de um défice muito acima de 3 por cento do PIB, conduziu ao lançamento do procedimento dos défices excessivos relativamente a Portugal. O processo foi concluído em Setembro com a aprovação pelo Conselho de uma decisão constatando a existência de um défice excessivo em Portugal e de um conjunto de recomendações sobre as acções a serem desenvolvidas com vista à sua correcção.

As recomendações do Conselho estabeleceram um prazo de 6 meses para Portugal definir as medidas necessárias para assegurar o cumprimento dos objectivos estabelecidos no PEC, de forma a garantir até 2008, o mais tardar, a eliminação da situação de défice excessivo. A extensão em dois anos do prazo para a correcção dos desequilíbrios orçamentais radicou em três tipos de considerações. Em primeiro lugar, a posição cíclica e o fraco crescimento da economia. Em segundo lugar, a magnitude do ajustamento requerido. Por último, o facto das autoridades portuguesas apontarem para um processo de consolidação orçamental que não recorrerá a medidas temporárias significativas. Neste contexto, o Conselho recomendou uma re-

(1) Nesta caixa, os valores do PIB nominal utilizados nos rácios correspondem às estimativas do Ministério das Finanças incluídas no PEC, elaboradas na base 1995 das Contas Nacionais.

*dução de pelo menos 1.5 p.p. do PIB no saldo ajustado do ciclo e de medidas temporárias em 2006, seguida de diminuições de, pelo menos, 0.75 p.p. do PIB em cada um dos dois anos seguintes. Adicionalmente, preconizou uma rápida implementação das reformas que visam conter e reduzir a despesa pública nos próximos anos e, no caso de vir a ser necessário, a adopção de medidas adicionais para a correcção do défice excessivo até 2008. Relativamente ao rácio da dívida, foi solicitado às autoridades portuguesas que garantissem uma tendência descendente, aproximando-se rapidamente do valor de referência de 60 por cento do PIB. Finalmente, tendo em vista atingir o objectivo orçamental de médio prazo, o Conselho sugeriu ainda que a redução do défice ajustado do ciclo e de medidas temporárias seja de pelo menos 0.5 p.p. do PIB por ano, após a correcção do défice excessivo. Este conjunto de recomendações é, no essencial, compatível com o ajustamento previsto no PEC.*

*As medidas estruturais visando a redução sustentada do défice orçamental já implementadas em 2005 ou incluídas na Proposta de Lei do Orçamento do Estado para 2006 envolvem quer o lado da receita, quer o lado da despesa. Quanto às primeiras, são de destacar a subida da taxa normal do IVA de 19 para 21 por cento, os aumentos do Imposto sobre os Produtos Petrolíferos e do Imposto sobre o Tabaco, o alinhamento gradual da tributação sobre rendimentos de pensões com a dos rendimentos provenientes do trabalho por conta de outrem e o aumento do salário de referência utilizado na determinação do valor mínimo das contribuições dos trabalhadores independentes. Adicionalmente, é de salientar que a evolução recente no sentido da melhoria dos procedimentos da administração fiscal deverá prolongar-se no horizonte do PEC. Do lado da despesa, refira-se a reforma do Estatuto de Aposentação dos funcionários públicos, que acelera a convergência com as regras do regime geral da segurança social, a alteração das regras dos subsistemas de saúde de várias carreiras da administração pública e a diminuição das participações de medicamentos. Para além destas medidas, o PEC prevê várias outras que, de acordo com a Proposta de Relatório do Orçamento do Estado para 2006, serão preparadas durante o próximo ano.*

#### NOTA INFORMATIVA

*O habitual artigo sobre a evolução do sistema bancário no primeiro semestre não será, este ano, publicado no “Boletim Económico de Outono” do Banco de Portugal.*

*Com efeito, com a introdução das IAS/IFRS coexistem, durante 2005, diferentes regimes contabilísticos, em base consolidada – o (anterior) Plano de Contas de Contas para o Sistema Bancário (Instruções n.ºs 4/96 e 71/96), as designadas Normas de Contabilidade Ajustadas (NCA – Aviso n.º 1/2005) e as Normas Internacionais de Contabilidade (NIC).*

*As dificuldades associadas ao estabelecimento de análises comparadas consistentes e suficientemente robustas entre sistemas contabilísticos heterogéneos (designadamente no plano da tipologia das operações e dos respectivos critérios valorimétricos) inviabilizam, neste momento, o estudo e avaliação da evolução dos agregados de balanço e dos fluxos da conta de resultados, sobretudo por comparação com o período homólogo anterior.*

*Assim sendo, considerou-se preferível, do ponto de vista técnico, não publicar em 2005, e excepcionalmente, o referido artigo sobre a evolução do sistema bancário no primeiro semestre.*

*Deve, contudo, salientar-se que não está em causa a elaboração – e publicação – do próximo Relatório de Estabilidade Financeira, dado que todos os grupos/instituições financeiros deverão recalcular, relativamente a 31 de Dezembro de 2005 (e com comparativos para o período homólogo anterior), as respectivas demonstrações financeiras (balanço e conta de resultados) em base NIC ou NCA, o que possibilitará (com ajustamentos tecnicamente controláveis) análises comparadas suficientemente fundamentadas.*

## PRINCIPAIS DESENVOLVIMENTOS NO MERCADO DE CÂMBIOS E DE PRODUTOS DERIVADOS PORTUGUÊS EM 2005

### 1. INTRODUÇÃO

Em 2005, o Banco de Portugal prosseguiu com a realização do inquérito anual à actividade nos mercados cambial e de produtos derivados recolhendo, como habitualmente, informação sobre os volumes transaccionados e os montantes nocionais das posições em aberto<sup>(1)</sup>. Relativamente às transacções, os dados recolhidos abrangeram os instrumentos do mercado cambial e os derivados sobre taxas de juro de uma só moeda<sup>(2)</sup>. A informação sobre as posições em aberto incidiu sobre um maior número de categorias de risco de mercado, incluindo para além dos instrumentos cambiais e de taxas de juro, também os derivados sobre acções, mercadorias, de crédito e “outros”.

À semelhança da metodologia utilizada nos inquéritos anteriores, o universo de entidades inquiridas é constituído pela totalidade das instituições bancárias residentes em território nacional. No entanto, algumas destas instituições não procederam a qualquer reporte por não deterem, à data do inquérito, actividade em qualquer das categorias de risco de mercado cobertas. Assim, participaram no inquérito de 2005 um total de 44 bancos<sup>(3)</sup>, igualando o número de participantes dos 2 inquéritos anteriores.

No presente texto procurou-se salientar as principais alterações verificadas, em termos da dimensão e da estrutura, nos mercados cambial e de derivados em Portugal, através da análise do *turnover* e das posições em aberto no mercado de balcão (*OTC*) (ponto 2) e no mercado de bolsa (ponto 3). No último ponto (ponto 4), descreve-se a evolução do grau de concentração nas várias categorias de risco de mercado cobertas pelo inquérito.

Dos desenvolvimentos registados, entre 2004 e 2005, destacam-se como mais significativos os seguintes:

- a continuação da expansão da actividade no mercado cambial e, de forma ainda mais expressiva, no mercado de derivados, quer ao nível das transacções, quer em termos das posições;
- a aproximação entre os ritmos de crescimento do *turnover* do mercado cambial tradicional e do mercado de derivados sobre taxas de juro;
- o reforço do peso dos derivados sobre taxas de juro nas carteiras das instituições;
- o significativo desenvolvimento dos derivados de crédito;
- a continuação da tendência de expansão do segmento dos *interest rate swaps*, assumindo a posição de instrumento mais utilizado no mercado de balcão;
- o incremento da actividade com clientes não financeiros residentes, no mercado cambial, mantendo-se, no entanto, uma clara predominância das empresas financeiras não residentes em todos os segmentos;
- a manutenção da predominância do euro, embora com alguma perda de quota, na maioria

(1) A informação relativa aos volumes transaccionados abrange todas as transacções contratadas durante o mês de Abril de 2005, enquanto a informação relativa às posições em aberto se refere aos montantes nominais ou nocionais de todas as operações contratadas e ainda não liquidadas no final do mês de Março de 2005.

(2) Os derivados envolvendo exposição ao risco de taxa de juro em mais do que uma moeda são classificados na categoria dos derivados cambiais.

(3) Considera-se aqui os bancos individualmente, não levando em consideração se pertencem ou não a grupos financeiros.



dos segmentos; esta foi mais notória no segmento cambial tradicional, a par com um aumento dos pesos do dólar e de um conjunto de outras moedas europeias (das quais se destaca a lira turca);

- a continuação da preponderância dos sistemas electrónicos de negociação nas transacções do mercado cambial, assinalando-se um aumento expressivo das transacções realizadas através de plataformas singulares para clientes;
- no mercado de bolsa, a manutenção da clara predominância dos derivados sobre taxas de juro, apesar de alguma redução das transacções destes tipos de instrumentos e da continuação da tendência de forte crescimento dos derivados sobre acções e índices de acções;
- a manutenção de um elevado grau de concentração nos diferentes segmentos de mercado, quer em termos de volumes transaccionados, quer em termos de posições em aberto.

## 2. MERCADO DE BALCÃO (OTC)

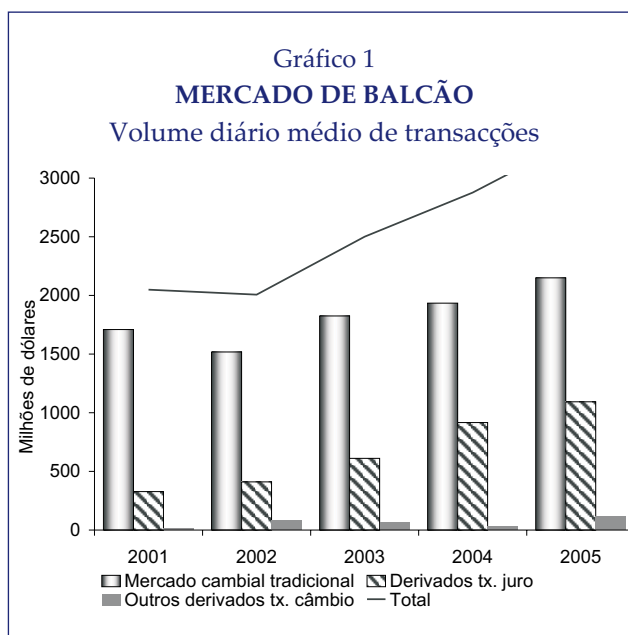
### 2.1. Volumes transaccionados<sup>(4)</sup>

Entre Abril de 2004 e Abril de 2005, a actividade no mercado de balcão continuou a expandir-se a um ritmo moderado. O volume diário médio agregado de transacções no mercado cambial tradicional e em derivados sobre taxas de câmbio e taxas de juro aumentou cerca de 17%, para 3356 milhões de dólares, registando um crescimento próximo do verificado no ano anterior. Quando corrigido dos efeitos das variações cambiais, o crescimento do *turnover* foi menor, situando-se em 10% (Quadro 1, em anexo).

Contrariamente ao verificado em anos anteriores, os ritmos de crescimento do *turnover* dos mercados cambial e sobre taxas de juro tornaram-se mais semelhantes, perante uma aceleração no mercado cambial e uma desaceleração no mercado sobre taxas de juro.

Todas as categorias de risco de mercado cobertas pela parte do inquérito relativo às transacções registaram expansão (Gráfico 1), mas esta não foi

(4) Os dados sobre as transacções serão sempre referidos em dólares, em termos de volumes diários médios, corrigidos da duplicação resultante das transacções efectuadas no mercado interbancário doméstico.



transversal a todos os instrumentos. No mercado cambial tradicional, o incremento de *turnover* foi registado por todos os instrumentos<sup>(5)</sup>, enquanto nos outros produtos derivados cambiais<sup>(6)</sup> apenas se verificou numa categoria residual de contratos não standardizados, e nos derivados sobre taxas de juro, somente ocorreu nos *swaps*.

### Mercado cambial tradicional

O volume diário médio das transacções contratadas durante o mês de Abril de 2005 foi de 2150 milhões de dólares, aumentando 11% face a Abril de 2004. A taxas de câmbio constantes, o crescimento do *turnover* situou-se em 6%. A actividade no mercado cambial tradicional recuperou, assim, um ritmo de crescimento moderado após a desaceleração verificada no ano anterior (Quadro 1, em anexo).

O *turnover* aumentou em todos os tipos de transacções, mas de forma mais expressiva nas operações de *outright forwards* (83%). Após a perda de importância que têm vindo a registar nos últimos anos, os *outright forwards* registaram um aumento de peso no total transaccionado, de 2 pp, para 6%, recuperando a quota que detinham em 2001 (Quadro 2, em anexo). No entanto, dado que continua-

(5) O mercado cambial tradicional compreende as operações *spot*, os *outright forwards* e os *foreign exchange swaps*.

(6) Os derivados cambiais não tradicionais abrangem os *currency swaps* e as opções cambiais.

ram a ter uma fraca expressividade, a sua contribuição para o crescimento do *turnover* global do mercado cambial foi diminuta. A posição dominante do *turnover* das operações *spot* consolidou-se, entretanto, em torno dos 54% do total, enquanto o peso dos *foreign exchange swaps* diminuiu para 40% (Gráfico 2).

A desagregação do *turnover* total do mercado cambial *por tipo de contrapartes* revelou um aumento do peso relativo das contrapartes não financeiras, de 10% para 14%, reflectindo um incremento assinalável das transacções efectuadas com clientes não financeiros residentes (Quadro 2, em anexo). Por outro lado, a perda de importância das contrapartes financeiras apenas foi extensiva às empresas de países pertencentes à área do euro. Com efeito, as empresas financeiras de países não pertencentes à área do euro continuaram a ser a principal contraparte das transacções no mercado cambial, representando 53% do *turnover* total, um peso similar ao detido no inquérito anterior. O padrão de evolução descrito atrás não se verificou, contudo, em todos os instrumentos. Assim, o aumento da preferência por contrapartes não financeiras registou-se nas operações *spot* e mais acentuadamente nos *outright forwards*, onde o negócio com clientes não financeiros residentes aumentou de 42% para 55%. Em contraste, nos *foreign exchange swaps* o movimento foi inverso, tendo as transacções com empresas financeiras passado a representar 99% do *turnover* total realizado neste segmento (96% em Abril de 2004).

Na *distribuição por moedas*<sup>(7)</sup> do *turnover* do mercado cambial tradicional detectaram-se as seguintes alterações mais relevantes: o aumento dos pesos do dólar (76%) e de “outras moedas europeias” (5%), a par da diminuição das quotas de mercado do euro (85%), da libra esterlina (13%) e do iene (11%) (Quadro 2, em anexo).

A redução da quota do euro, que manteve no entanto a posição de moeda mais transaccionada, reflectiu decréscimos nos pesos das transacções que envolveram os pares euro/libra e euro/iene, num movimento sobretudo ocorrido no segmento dos *foreign exchange swaps*. O aumento do envolvimento do dólar ficou a dever-se sobretudo ao in-

Gráfico 2  
MERCADO CAMBIAL TRADICIONAL  
Distribuição por instrumentos

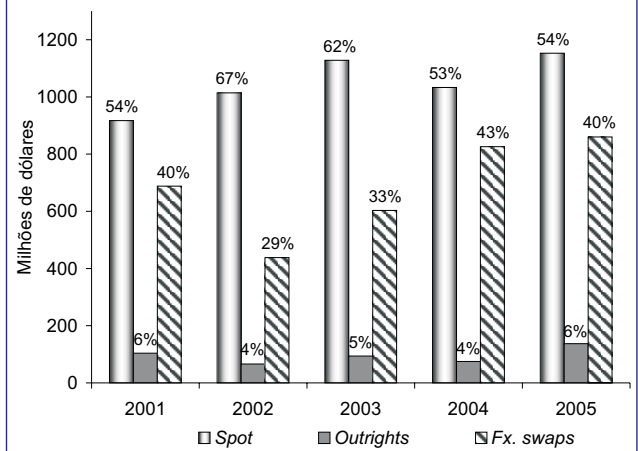
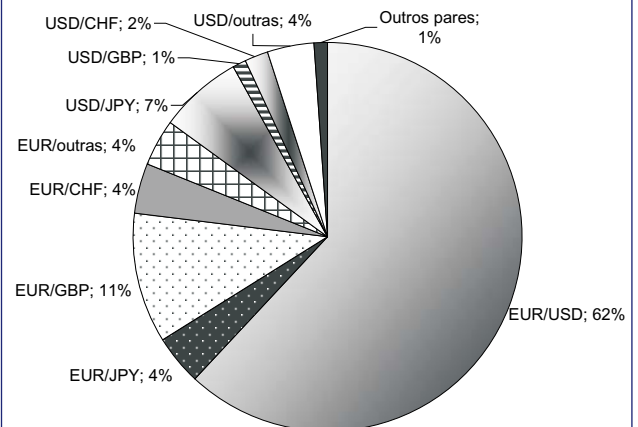


Gráfico 3  
MERCADO CAMBIAL TRADICIONAL  
Distribuição por pares de moedas



cremento do *turnover* nos pares dólar/iene, dólar/franco suíço e entre o dólar e um conjunto de outras moedas, com particular destaque para a lira turca, mas que também envolveu o real brasileiro, o dólar canadiano e o rand da África do Sul, no segmento dos *foreign exchange swaps*. O ganho de importância deste tipo de operações deverá estar relacionado com o desenvolvimento de operações de *carry* em moedas de baixo custo de financiamento, como é o caso do iene e do franco suíço, para aplicação em activos denominados em moedas *high yielding*. A utilização do dólar como moeda veículo nestas transacções terá contribuído para ampliar o aumento do peso relativo do dólar. A diminuição da quota da libra esterlina no *turno-*

(7) No mercado cambial, a desagregação por moedas totaliza 200% do *turnover* total, porque são contabilizados os dois lados de cada transacção.

ver total abrangeu as transacções quer no par euro/libra, quer no par dólar/libra. De salientar, ainda, que o ganho de expressividade alcançado pelo grupo designado por “Outras Europa” foi quase exclusivamente devido ao aumento do *turnover* envolvendo a lira turca.

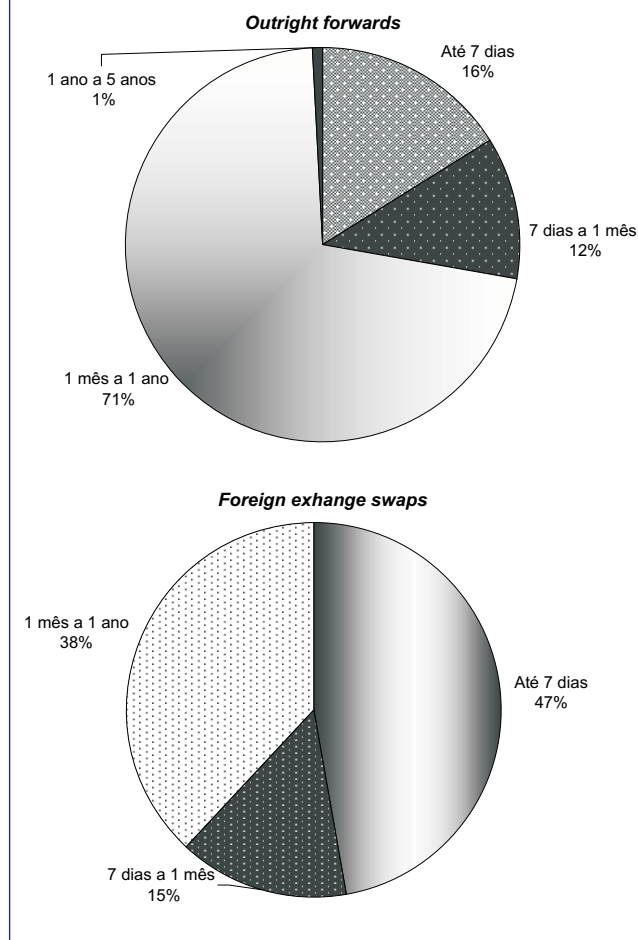
A *estrutura por prazos* manteve-se sem alterações significativas, com quase 100% das transacções a serem contratadas em prazos até 1 ano (Quadro 2, em anexo). De referir, apenas, que nos *outright forwards* se registou um aumento do peso dos contratos com maturidades entre 1 mês e 1 ano (de 43% para 71%), enquanto que nos *foreign exchange swaps* se evidenciou uma maior preferência pelos prazos contratados até 7 dias (cujo peso aumentou de 38% para 47%), facto que poderá estar relacionado com a maior incidência dos referidos *carry trades* em prazos muito curtos (Gráfico 4).

Em termos da *forma de condução das operações* manteve-se a preponderância do recurso a sistemas electrónicos de negociação. Devido ao maior peso das transacções com contrapartes financeiras, os sistemas mais utilizados são os vocacionados para *dealers*, e entre estes os sistemas de *dealing* directo. Embora mantendo um peso significativo no negócio do mercado cambial, os sistemas de *broker* electrónico continuaram pouco disseminados, sendo utilizados por um número reduzido de bancos e restringindo-se às operações realizadas com empresas financeiras não residentes. De assinalar, entretanto, o aumento expressivo de transacções realizadas através de plataformas singulares para clientes, o que poderá reflectir um maior aproveitamento de serviços difundidos via *internet*.

### Outros produtos derivados cambiais

Após a forte contracção registada entre 2003 e 2004, o *turnover* agregado de *currency swaps* e opções cambiais mais do que quadruplicou, situando-se em 113 milhões de dólares (Quadro 1, em anexo). As transacções nestes instrumentos continuaram, no entanto, a restringir-se a um número muito restrito de instituições, correspondendo à exploração temporária de nichos de mercado. Neste contexto, este segmento tem mantido ao longo do tempo um carácter muito volátil. Reflexo deste facto, registou-se em Abril de 2005, um incremen-

Gráfico 4  
MERCADO CAMBIAL TRADICIONAL  
Distribuição por prazos



to extraordinário do *turnover* das opções cambiais, após terem verificado uma redução abrupta entre Abril de 2003 e Abril de 2004. O incremento deste tipo de contratos contemplou uma maior diversificação por pares de moedas, deixando de incidir apenas no euro/dólar como sucedeu em 2004. De destacar o aumento das opções cambiais envolvendo os pares euro/lira turca e o dólar/real brasileiro.

### Derivados sobre taxas de juro de uma só moeda

O volume diário médio das transacções de derivados sobre taxas de juro aumentou 19%, para 1093 milhões de dólares, em Abril de 2005, o que representou uma forte desaceleração face ao crescimento de cerca de 50% registado no ano anterior (Quadro 1, em anexo). A taxas de câmbio constantes, o *turnover* aumentou apenas 11%. Assim, após

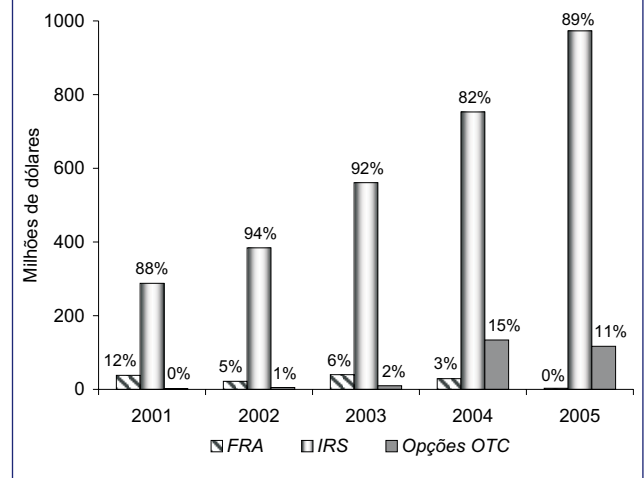
as elevadas taxas de crescimento que registou entre 2001 e 2004, o ritmo de expansão da actividade no mercado de derivados sobre taxas de juro moderou-se para níveis mais próximos dos que têm caracterizado a evolução do mercado cambial tradicional nos últimos anos.

A evolução do *turnover* registou-se de forma distinta nos vários tipos de instrumentos derivados sobre taxas de juro. Os *FRA* (*forward rate agreements*) praticamente deixaram de ser transaccionados, passando a não ter qualquer expressão (Quadro 3, em anexo). Nos *IRS* (*interest rate swaps*) o *turnover* aumentou 29%, desacelerando face aos 34% registados em Abril de 2004, enquanto o das opções se contraiu 13%. Em resultado, o peso dos *IRS* aumentou para 89%, reforçando a posição de instrumento mais utilizado, e a quota das opções diminuiu para 11% (Gráfico 5).

No mercado dos derivados sobre taxas de juro, e inversamente ao que se verificou no mercado cambial tradicional, a importância das *contrapartes* financeiras aumentou, atingindo 98% (Quadro 3, em anexo). No entanto, tal como no mercado cambial, também aqui se registou um incremento da percentagem do negócio envolvendo empresas financeiras de países não pertencentes à área do euro (+ 13 pp, para 38%). A importância do negócio envolvendo empresas financeiras da área do euro manteve-se, entretanto, estável, continuando a representar 50% do *turnover* total. De referir, que o ganho de quota do negócio com contrapartes financeiras fora da área do euro ocorreu quer nos *IRS*, quer nas opções, contabilizando um peso de 40% e 18% no total de transacções, respectivamente.

A *estrutura por moedas* continuou a registar uma relativa estabilidade, com os derivados sobre taxas de juro do euro a manterem uma posição largamente predominante, representando 91% do *turnover* total (Quadro 3, em anexo). Tal como no ano anterior, os outros contratos sobre taxas de juro cingiram-se às taxas de juro do dólar e da libra esterlina, representando 4% e 5% do total transaccionado, respectivamente. O aumento das transacções em libras esterlinas permitiu, entretanto, a esta moeda passar a substituir o dólar na segunda posição. Importa salientar, que enquanto nos contratos de *swaps* se reforçou a concentração nas taxas de juro do euro (para 99% do total), nas opções estes contratos perderam peso (para 26%) a favor

Gráfico 5  
DERIVADOS OTC SOBRE TAXAS DE JURO  
Volume diário médio de transacções



dos que se realizaram sobre taxas de juro da libra esterlina (49%). O nível mais elevado das taxas de juro da libra esterlina terá incentivado a realização de contratos de opções sobre esta moeda.

A *desagregação por maturidades* não revelou também alterações relevantes, continuando os contratos de derivados sobre taxas de juro a ser mais transaccionados em prazos entre 7 dias e 1 ano.

No que respeita à *forma de condução das transacções*, a tradicional preferência pela negociação das transacções via sistemas não electrónicos reforçou-se no caso dos *IRS*, sobretudo devido a um maior recurso aos *brokers* convencionais. De referir que a utilização das plataformas electrónicas multibancárias na negociação com clientes foi praticamente abandonada, o que poderá encontrar justificação na redução do peso deste tipo de contraparte no *turnover* total de *IRS*. As opções registaram, no entanto, um padrão distinto, tendo passado a ser transaccionadas sobretudo via sistemas de *dealing* electrónico, quando anteriormente só utilizavam sistemas não electrónicos. Esta alteração estará relacionada com o facto de a contraparte nestas operações ter passado a ser preferencialmente empresas financeiras em detrimento de clientes não financeiros.

## 2.2. Montantes em carteira

Os resultados do inquérito de 2005 revelam a continuação da tendência de expansão dos mon-

tantes nocionais, que se regista desde 2002. Quando denominados em dólares os montantes nocionais das posições em aberto de derivados *OTC*<sup>(8)</sup> aumentaram 20%<sup>(9)</sup>, face a 2004. Corrigindo dos efeitos das variações cambiais, o crescimento é de apenas 14%, reflectindo a depreciação do dólar entre Março de 2004 e Março de 2005 (Quadro 4, em anexo).

A expansão das posições em aberto resulta da continuação da tendência de crescimento, quer dos derivados sobre taxas de juro, quer dos outros derivados (com particular destaque para os derivados de crédito). Por contrapartida, os montantes nocionais de derivados cambiais registaram uma contracção, pela primeira vez desde 2001.

Assistiu-se, assim, a uma redução do peso relativo dos derivados cambiais, por contrapartida do reforço da posição dominante dos derivados sobre taxas de juro. Os derivados sobre acções e índices de acções e os derivados de crédito, apesar da expansão que têm vindo a registar, continuaram a ter um peso relativo pouco significativo (gráfico 6).

#### Derivados cambiais *OTC*

A redução das posições em aberto de derivados cambiais (-10.2%) resultou de uma significativa queda dos *currency swaps*, em conjunto com uma ligeira contracção dos *forwards* (que incluem os *outright forwards* e os *foreign exchange swaps*). A forte subida das opções cambiais, cujas posições em aberto praticamente duplicaram face a 2004, não foi suficiente para compensar a redução registada pelos outros instrumentos. De realçar que os *forwards*, apesar de terem registado uma redução em termos dos montantes das posições em aberto, reforçaram até a sua clara predominância nos derivados cambiais, enquanto o peso relativo das opções está agora significativamente mais próximo do peso dos *currency swaps*. Importa referir que uma parcela muito significativa do segmento dos *currency swaps* é detida por um número restrito de

(8) Os montantes das posições em aberto estão corrigidos da duplicação resultante das operações efectuadas no mercado interbancário doméstico.

(9) Relativamente às posições, sempre que não se efectuam referências em contrário, os montantes e as percentagens referem-se a 31 de Março de 2005 e as comparações inter-temporais ao período entre o final de Março de 2004 e de Março de 2005.

Gráfico 6  
POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS *OTC*

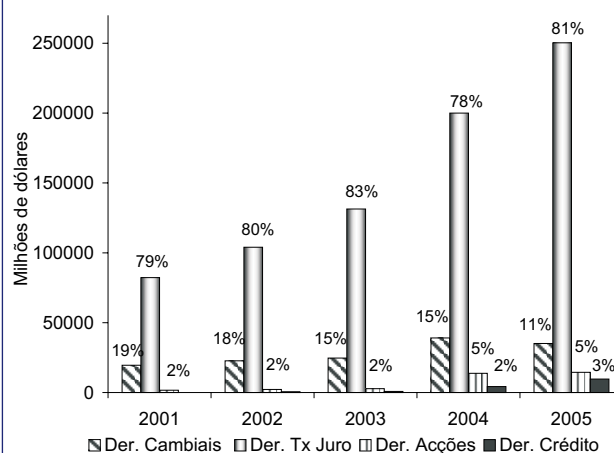
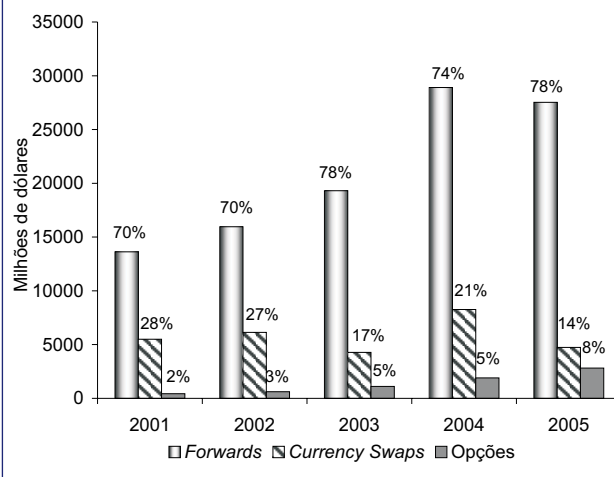


Gráfico 7  
POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS  
CAMBIAIS *OTC*

Desagregação por instrumentos



instituições, e que à semelhança do que se verifica nas transacções, se tem verificado uma volatilidade significativa nas posições neste instrumento (Gráfico 7).

Analisando a *estrutura por contrapartes* há a salientar duas alterações fundamentais face a 2004: uma redução dos montantes em carteira de posições contratadas com contrapartes não residentes e uma contracção dos montantes nocionais com empresas financeiras, a par de uma redução do peso relativo destes dois tipos de contraparte. Estes desenvolvimentos constituem uma interrupção da tendência de aumento que ambos os tipos de contraparte registavam desde 1999 (altura em que se verificaram assinaláveis alterações estrutu-

rais resultantes da introdução do euro). A evolução descrita resulta sobretudo da forte queda registada pelas empresas financeiras não residentes, tendo sido reforçada pelo aumento dos clientes não financeiros residentes (Quadro 5, em anexo). De realçar que a contracção dos montantes em carteira detidos por instituições financeiras não residentes se registou, quer nos *foreign exchange swaps*, quer nos *currency swaps*. Em termos da importância relativa das contrapartes não residentes domiciliadas na zona euro, assistiu-se a uma ligeira redução, que foi no entanto proporcional à contracção registada pelas contrapartes não residentes em geral.

Em termos da *desagregação por moedas* verificou-se a manutenção do euro e do dólar como as principais moedas nas carteiras de derivados cambiais (mantendo-se ainda uma clara supremacia da moeda europeia, representando 91%<sup>(10)</sup> das posições). De realçar a significativa perda de peso do iene, passando a libra a ocupar a posição de 3ª moeda. Importa também referir que, enquanto nestas 4 divisas se verificou uma redução dos montantes em carteira, em moedas como o real brasileiro, o franco suíço, a coroa sueca, a lira turca e a coroa dinamarquesa<sup>(11)</sup> se verificaram significativos crescimentos (quer em valores absolutos, quer em termos do seu peso relativo). Analisando por pares de moedas, registou-se a manutenção de uma acentuada concentração no par EUR/USD (com 62%<sup>(12)</sup> das posições), a par de uma ligeira redução dos outros 2 pares dominantes: EUR/GBP (12%) e EUR/JPY (8%) (Quadro 5, em anexo).

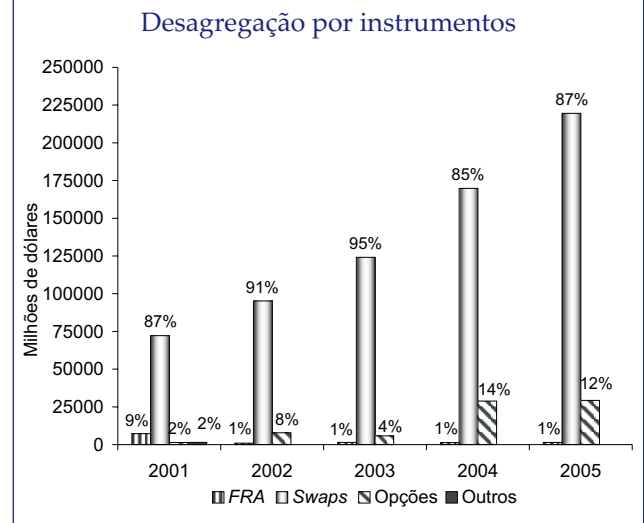
A *estrutura por prazos* dos derivados cambiais é relativamente heterogénea em termos dos instrumentos. A preponderância do prazo de 1 mês a 1 ano regista-se ao nível das posições em aberto de *forwards* e de opções (e é uma característica relativamente constante destes instrumentos), enquanto nos *currency swaps* os prazos entre 1 e 5 anos são os mais frequentes (reflectindo o carácter de cobertura com que estes instrumentos são usualmente utilizados).

(10) A desagregação por moedas totaliza 200%.

(11) O aumento das posições em coroas suecas e dinamarquesas e em liras turcas justifica o incremento do peso das outras moedas da Europa.

(12) A desagregação por pares de moedas totaliza 100%.

Gráfico 8  
POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS OTC  
SOBRE TAXAS DE JURO



#### Derivados OTC sobre taxas de juro

Em 2005 assistiu-se à manutenção da tendência de crescimento dos montantes nominais das posições em aberto de derivados sobre taxas de juro. O crescimento de 25% resultou de um aumento de todos os tipos de derivados sobre taxas de juro, mas de forma mais significativa dos *IRS* (Quadro 6, em anexo). Assim, assistiu-se a um reforço da posição dominante dos *swaps*, por contrapartida de uma redução do peso das opções. Os *FRA* e os outros derivados sobre taxas de juro mantiveram um peso residual (Gráfico 8).

A *desagregação por contrapartes* entre instituições financeiras e clientes não financeiros manteve uma assinalável estabilidade, continuando a verificar-se uma clara predominância das primeiras. Na desagregação entre contrapartes residentes e não residentes verificou-se, à semelhança do registado no segmento cambial, um reforço do peso relativo das contrapartes residentes. Porém, em termos absolutos, a única contraparte a registar uma contracção dos montantes nominais foram os clientes não financeiros não residentes (que detinham já um peso residual). De salientar que a redução da importância relativa das contrapartes não residentes resultou exclusivamente da evolução verificada nas operações de *IRS*.

Relativamente à *estrutura por moedas*, não se verificaram alterações de relevo face a 2004. A taxa de juro do euro é a utilizada na grande maioria

das operações, representando 94% das posições em aberto. Contrariamente ao sucedido nos derivados cambiais, no segmento de taxa de juro assistiu-se a uma redução dos montantes em libras.

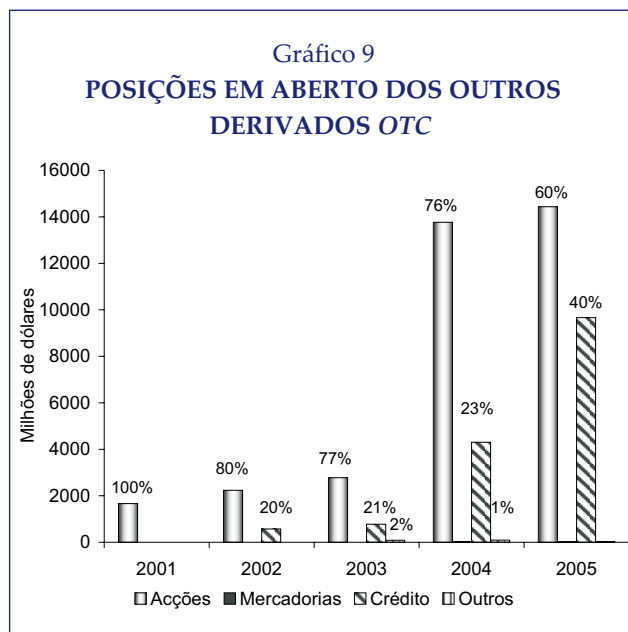
Numa *análise por prazos* não há a registar alterações significativas, mantendo-se uma relativa homogeneidade entre os diferentes instrumentos e continuando a verificar-se uma forte concentração nos prazos superiores a 1 mês, em particular entre 1 e 5 anos.

### Outros derivados OTC

Os derivados sobre acções e índices de acções, continuaram a registar em 2005 uma expansão, embora a um ritmo significativamente inferior ao verificado em 2004. Simultaneamente, os derivados de crédito continuaram a apresentar um forte crescimento tendo mais do que duplicado face ao ano anterior (Quadro 7, em anexo). Neste contexto, o peso relativo dos dois tipos de instrumentos aproximou-se significativamente. A actividade no segmento dos derivados de mercadorias continuou a ser praticamente inexistente (Gráfico 9).

Relativamente aos **derivados sobre acções**, o desenvolvimento deste segmento tem-se vindo a traduzir num aumento, já assinalável, do número de instituições activas. As posições em aberto neste segmento continuaram a dividir-se entre as opções e os *swaps*, tendo o primeiro tipo de instrumentos passado a ser dominante. Em termos das contrapartes mantém-se uma clara preponderância das instituições financeiras, tendo as contrapartes financeiras residentes fora da zona euro passado a assumir a posição dominante. Quanto à nacionalidade do emitente do activo subjacente, verificou-se um novo reforço da concentração em acções e índices de acções da zona euro que passaram a representar 99% das posições.

O segmento dos **derivados de crédito**, à semelhança do que se verificou a nível internacional, registou um significativo desenvolvimento, que se traduziu, quer num assinalável aumento dos montantes em carteira, quer num incremento do número de instituições que detêm derivados de crédito nas suas carteiras. No entanto, em termos de instrumentos, a totalidade das operações continua a ser em *credit swaps*. Relativamente à desagregação por contrapartes, reforçou-se a supremacia das entida-



des não residentes, com as instituições financeiras não residentes a deterem cerca de 95% das posições em carteira de derivados de crédito (estas, por seu turno, dividem-se quase equitativamente entre contrapartes da zona euro e fora da zona euro). De salientar que esta estrutura é típica de um segmento ainda numa fase inicial de desenvolvimento, com as contrapartes não residentes a possuírem uma clara vantagem dada a experiência já adquirida neste tipo de operações. É assim de prever que a evolução futura seja no sentido de uma distribuição mais equitativa entre residentes e não residentes.

### 3. MERCADO ORGANIZADO

Tal como sucede para o mercado de balcão, também relativamente ao mercado de bolsa, o inquérito anual do Banco de Portugal recolhe informação mais ampla sobre as posições em aberto do que sobre as transacções. Os montantes nominais das posições em aberto são requeridos para quatro categorias de risco de mercado - taxas de câmbio, taxas de juro, acções e mercadorias - enquanto que os volumes transaccionados apenas são recolhidos para as duas primeiras. Em cada categoria de risco de mercado, o inquérito cobre informação sobre os dois tipos de instrumentos do mercado de bolsa - opções e futuros.

Os resultados do inquérito de 2005 relativos quer aos volumes transaccionados, quer às posições em aberto, revelam que os derivados sobre ta-

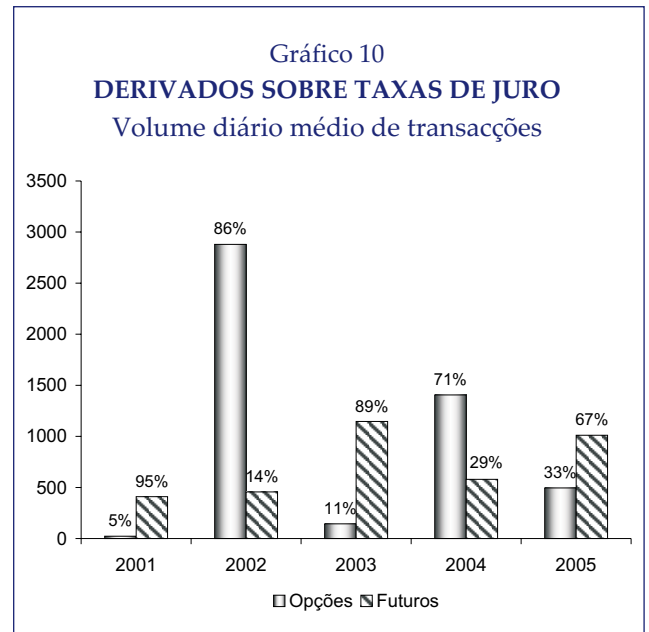
xas de juro continuam a ser de longe os instrumentos mais transaccionados (representando 96% das transacções e 95% das posições em aberto). Relativamente às transacções esta supremacia manteve-se, apesar do *turnover* diário médio dos instrumentos sobre taxas de juro ter registado uma contracção de 24% face a Abril de 2004, situando-se em 1506 milhões de dólares. Em termos das posições em aberto, o total dos montantes nocionais neste tipo de instrumentos verificou um aumento de 14%, para 37117 milhões de dólares (Quadro 8, em anexo).

As transacções de *derivados sobre taxas de juro* no mercado de bolsa continuaram a revelar uma estrutura instável devido ao reduzido número de bancos que explora este segmento. Com efeito, em Abril de 2005, o *turnover* dos futuros aumentou 74%, quando no ano anterior tinha registado uma contracção de quase 50%. Por outro lado, o *turnover* das opções, que tinha verificado um incremento extraordinário, em Abril de 2004, contraíu-se agora 65%. Em resultado, o peso relativo dos futuros e das opções tem registado variações muito amplas, alternando frequentemente a predominância entre si no mercado dos derivados sobre taxas de juro (Gráfico 10).

Em termos das posições, verifica-se uma maior estabilidade da desagregação por instrumentos, com os futuros a manterem uma ligeira supremacia (com cerca de 55% dos montantes em carteira) em relação às opções.

No que concerne aos futuros e relativamente ao prazo dos contratos também não se tem verificado uma grande estabilidade, oscilando bastante a preferência entre os contratos sobre taxas de juro de curto e longo prazos. Em Abril de 2005, os contratos sobre taxas de juro até 1 ano representavam 51% do total transaccionado de futuros, o que compara com 23% em Abril de 2004. Em termos das posições verificou-se igualmente um forte aumento do peso dos instrumentos sobre taxas de juro com prazos inferiores a 1 ano, que passaram a representar 57% (face a 15% no ano transacto).

Apesar destas flutuações, a estrutura por contrapartes e moedas das transacções e posições nos dois tipos de contratos de futuros não se alterou em termos gerais face ao padrão que se verificou em 2004. Por um lado manteve-se a preferência pelas bolsas de países da área do euro, com excepção das posições de futuros sobre taxas de juro com



prazos menores que 1 ano em que os contratos, quer sobre taxas de juro do dólar, quer mesmo sobre taxas de juro do euro, se realizaram maioritariamente em bolsas fora da zona euro. Por outro lado, continuaram a predominar os contratos envolvendo taxas de juro do euro.

Relativamente às opções é de salientar a manutenção das bolsas de países fora da zona euro como principais contrapartes, quer em termos do *turnover*, quer no que se refere às posições. Em termos da desagregação por moedas, no entanto, registou-se uma evolução divergente no que se refere às transacções e às posições. Nas transacções, apesar de uma redução do *turnover* global, as opções sobre taxas de juro do dólar aumentaram, passando a ser este o activo subjacente com maior peso. Pelo contrário, em termos das posições em aberto, assistiu-se a um reforço do peso das opções sobre taxas de juro do euro. De realçar que, apesar desta predominância do euro, a grande maioria dos contratos em aberto nas carteiras dos bancos foi realizado em bolsas de países fora da zona euro.

No que respeita aos *derivados cambiais*, a actividade expandiu-se nas opções e nos futuros cambiais, mas o *turnover* é ainda muito reduzido, detendo uma expressão diminuta no total transaccionado no mercado de bolsa. Também relativamente às posições, apesar da significativa expansão destes derivados, o seu peso mantém-se residual, sendo de referir que o incremento dos montantes em carteira se verificou, quase exclusivamente, em



opções (que resulta de operações de um número muito restrito de instituições).

As posições em aberto de *derivados sobre acções e índices de acções* voltaram a apresentar um forte ritmo de crescimento, reflectindo sobretudo o incremento dos montantes nocionais em futuros, mas também em opções. A quase totalidade das operações realizou-se em bolsas da zona euro tendo como emitente do activo subjacente entidades da zona euro.

#### 4. GRAU DE CONCENTRAÇÃO DO VOLUME DE TRANSACÇÕES E POSIÇÕES EM ABERTO NOS MERCADOS DE CÂMBIOS E DE PRODUTOS DERIVADOS

O grau de concentração nos diferentes segmentos de mercado<sup>(13)</sup> continua a ser muito significativo, com as quotas de mercado conjuntas das três e das seis instituições financeiras<sup>(14)</sup> mais activas em cada segmento de mercado, quer em termos de volumes transaccionados, quer em termos de posições em aberto, a ultrapassar os 50% e 80%, respectivamente. O número de instituições participantes nos diferentes mercados analisados também permaneceu relativamente estável, situação que tem vindo a ocorrer nos últimos anos.

No que concerne às transacções, ocorreu, em termos agregados, uma atenuação ligeira do grau de concentração no mercado português, situação que pode ser observada através da curva de Lorenz, que representa a percentagem do *turnover* total realizado por uma determinada percentagem de instituições financeiras. Com efeito, a curva de Lorenz relativa a 2005 apresenta uma menor convexidade do que a curva relativa a 2004, indicando que, no ano corrente, as transacções se encontram menos concentradas numa menor percentagem de bancos comparativamente ao ano anterior (Gráfico 11).

(13) O cálculo das quotas de mercado foi baseado em todas as operações reportadas, quer sejam relativas ao mercado de balcão, quer ao mercado de bolsa.

(14) Em termos das instituições financeiras intervenientes no mercado português há a considerar duas realidades distintas: i) a dos bancos pertencentes a grupos financeiros portugueses; e ii) a dos bancos que intervêm individualmente no mercado português. Dada a estratégia conjunta que geralmente é adoptada por cada grupo financeiro, na análise das quotas foi considerado o peso conjunto das instituições que compõe um mesmo grupo e não o seu peso individual.

Gráfico 11  
TRANSACÇÕES  
Curva de Lorenz

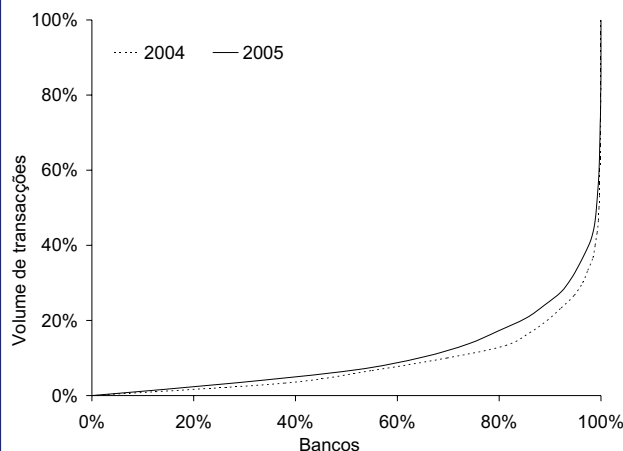
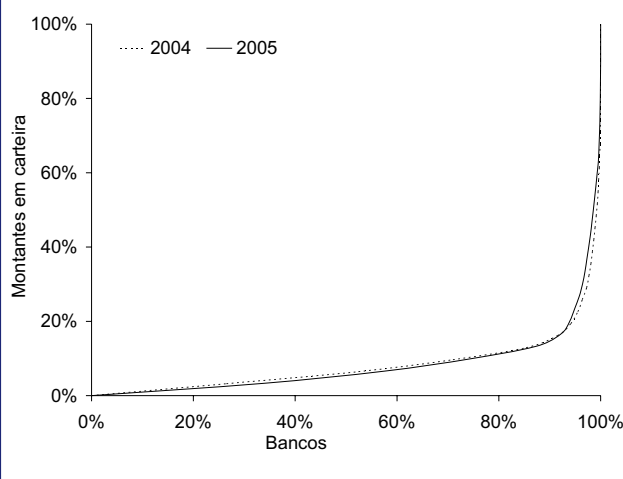


Gráfico 12  
POSIÇÕES  
Curva de Lorenz



Quando se analisa a evolução da concentração das transacções por tipo de operação é possível destacar:

- no segmento das operações spot, um aumento da concentração, particularmente evidente face ao reforço da quota individual das três principais instituições a operarem neste segmento, que atingiu no seu conjunto os 72.3%, quando no ano anterior era de 64%;
- no segmento de derivados cambiais, uma redução do grau de concentração (que já era o mais baixo ao nível dos segmentos analisados) para o que contribuiu uma atenuação do peso das duas principais instituições a operarem neste segmento;

- no segmento de derivados de taxa de juro, uma redução do grau de concentração com uma marcada redução do peso da principal instituição financeira a operar neste mercado. Registe-se, no entanto, a redução ocorrida no número de instituições a operar no segmento de derivados de taxa de juro, de catorze para doze.

No que concerne às posições em aberto, o grau de concentração global não registou uma alteração significativa, com as curvas de Lorenz relativas a 2004 e 2005 a sobreporem-se (Gráfico 12). Refira-se que, comparativamente com as transacções, as posições em aberto continuam a evidenciar um maior grau de concentração, com as três principais instituições financeiras a deterem uma quota de cerca de 75%, enquanto nas transacções a quota das três principais instituições se situa próximo de 65%.

Relativamente à análise da concentração das posições em aberto por tipo de operação é de salientar:

- nos derivados cambiais, uma marcada atenuação do grau de concentração, face à redução do

peso da principal instituição a operar neste segmento, tendo a quota conjunta das três principais instituições financeiras a operar neste segmento diminuído de 66.3% para 56.4%;

- nos derivados sobre taxas de juro, um aumento do grau de concentração, pelo reforço da quota de mercado da principal instituição financeira a operar neste segmento;
- nos derivados sobre acções, um aumento do grau de concentração (já de si muito elevado), com a quota das três principais instituições financeiras a operar neste segmento a aumentar de 92.1% para 95.4%. Esta situação ocorreu apesar do reforço no número de instituições participantes, que aumentaram de 11 para 13;
- nos derivados de crédito, uma redução do grau de concentração, num contexto de forte expansão da importância deste segmento. Com efeito, anteriormente as três principais instituições a operar no mercado detinham uma quota de 99.8%, que agora diminuiu para 94.6%. Paralelamente, o número de instituições participantes no segmento passou de 5 para 8.

## DEFINIÇÕES DO INQUÉRITO

### Tipos de instrumentos

#### Mercado cambial tradicional

**Operação cambial spot:** transacção envolvendo a troca outright de duas divisas a uma taxa acordada na data de contratação e que tem data valor nos dois dias úteis seguintes. Não incluem as operações com data valor até dois dias úteis associadas a um swap.

**Outright forward:** transacção envolvendo a troca de duas divisas a uma taxa acordada na data de contratação, cuja data valor é posterior à data spot, ou seja, mais do que dois dias úteis após a respectiva data de contratação. Incluem os contratos forward for differences. Não incluem as transacções a prazo em divisas associadas a um swap.

**Foreign exchange swap:** transacção envolvendo simultaneamente a troca real de duas divisas (principal amount) numa determinada data específica, a uma taxa acordada na data de contratação (short leg) e a reversão da troca das mesmas duas moedas numa determinada data futura (no geral diferente da expressa na short leg) a uma taxa acordada na data de contratação (long leg). Incluem os spot/forward e forward/forward swaps, assim como os swaps de muito curto prazo em que as datas valor associadas às duas pernas do swap são inferiores à data spot.

#### Derivados cambiais

**Currency swap:** contrato pelo qual duas contrapartes se comprometem a trocar fluxos de pagamentos de juros em diferentes divisas, por um período de tempo pré-estabelecido, e a proceder à troca dos respectivos montantes de referência (principal amounts) no final do período, a uma dada taxa de câmbio pré-acordada. Incluem os cross-currency interest rate swaps - onde pelo menos um dos fluxos de juros é a taxa variável (incluindo os cross-currency basis swaps em que a troca é de taxa variável vs. taxa variável, sendo estas referidas a bases diferentes).

**Opção cambial:** contrato no qual se consagra o direito de comprar ou vender uma divisa, contra outra divisa, a uma cotação pré-estabelecida, numa ou até uma data futura. Incluem as warrant, as currency swaptions e as opções cambiais exóticas, como as average rate options e as barrier options. Os contratos de opções cambiais transaccionados em bolsa obedecem a uma standardização específica.

**Futuro cambial:** contrato transaccionado em bolsa, que estabelece a obrigação de comprar ou vender uma determinada divisa (contra outra divisa), numa data futura e a um preço previamente estabelecido.

#### Derivados sobre taxas de juro

**Forward rate agreement (FRA):** contrato a prazo de taxas de juro, no qual a taxa de juro a pagar ou a receber, sobre um determinado montante (principal), por um período de tempo pré-determinado, com início no futuro, é estabelecida na data de celebração do contrato.

**Interest rate swap (IRS):** contrato pelo qual se trocam pagamentos periódicos, referenciados às taxas de juro de uma mesma divisa. Incluem os swaps de taxa fixa contra taxa variável, os de taxa variável contra taxa variável baseados em índices diferentes, e também os swaps em que o notional principal é amortizado de acordo com um calendário fixo independente das taxas de juro.

**Opção sobre taxas de juro:** contrato que dá o direito de pagar ou receber uma determinada taxa de juro sobre um determinado montante (principal), por um período específico de tempo. Incluem as interest rate caps, floors, collars, corridors, swaptions e as warrants. Os contratos de opções sobre taxas de juro transaccionados em bolsa obedecem a uma standardização específica.

**Futuro sobre taxas de juro:** contrato transaccionado em bolsa que estabelece a obrigação de comprar ou vender um determinado instrumento financeiro (depósito ou um título de dívida pública), numa data futura e a um preço previamente definido.

### Derivados sobre acções e índices de acções

**Forward de acções:** contrato no qual se acorda comprar ou vender uma acção ou índice de acções a um dado preço e numa data futura, ambos estabelecidos na altura da celebração do contrato.

**Swap de acções:** contrato pelo qual se troca o rendimento de uma acção ou índice de acções pelo rendimento de outra acção ou índice de acções, ou por uma taxa de juro fixa ou variável.

**Opção sobre acções:** contrato que dá o direito de entregar ou receber uma determinada acção ou índice de acções, a um preço e numa data futura estabelecidos na altura da celebração do contrato. Incluem as equity warrants. Os contratos de opções sobre acções transaccionados em bolsa obedecem a uma standardização específica.

**Futuro sobre acções:** contrato transaccionado em bolsa que estabelece a obrigação de comprar ou vender uma acção ou índice de acções, numa determinada data futura e a um preço previamente definido.

### Derivados sobre mercadorias

**Forward de mercadorias:** contrato no qual se acorda comprar ou vender uma mercadoria ou índice de mercadorias a um determinado preço e numa data futura, ambos acordados na altura da celebração do contrato.

**Swap de mercadorias:** contrato com um ou ambos os pagamentos associados à performance de uma mercadoria ou de um índice de mercadorias. Envolve a troca do rendimento de uma mercadoria ou índice de mercadorias contra o rendimento de outra mercadoria ou índice de mercadorias, ou de uma taxa de juro fixa ou variável.

**Opção sobre mercadorias:** contrato que dá o direito de entregar ou receber uma determinada mercadoria ou índice de mercadorias, a um preço e numa data futura, estabelecidos na celebração do contrato.

**Futuro sobre mercadorias:** contrato transaccionado em bolsa que estabelece a obrigação de comprar ou vender uma mercadoria ou índice de mercadorias, numa data futura e a um preço previamente definido.

### Derivados de crédito

**Credit spread forward:** acordo para pagar ou receber, numa determinada data futura, um pagamento que depende da diferença entre um spread (i.e., a diferença entre o return de dois activos financeiros) acordado no início do contrato e o seu valor na data de liquidação.

**Credit swap:** contrato que compromete duas contrapartes a trocar uma comissão periódica por um pagamento, que terá lugar em caso de incumprimento ou de qualquer outra alteração na qualidade do crédito que serve como activo de referência, num determinado período de tempo (credit event/default swaps). Incluem os total return swaps (contratos que comprometem ambas as partes a trocarem a rentabilidade total de um activo financeiro por uma taxa de juro variável baseada num dado índice de referência).

**Opção sobre credit spread:** contrato de opção que dá o direito de receber um pagamento, se um spread (a diferença entre o return de dois activos financeiros) aumentar para além de um dado nível de referência pré-acordado e durante um determinado período de tempo.

### Tipos de forma de condução da operação

Na desagregação por tipo de forma de condução da operação pretendeu-se identificar o volume transaccionado através de sistemas de negociação electrónicos e não electrónicos. Os sistemas electrónicos compreendem sistemas específicos para a negociação das operações entre dealers e para a negociação com clientes não financeiros.

### Sistemas electrónicos para dealers

**Electronic broking systems:** sistemas que efectuam o matching automático das operações, tendo uma função idêntica ao broker convencional, mas sem requererem a intervenção humana (como os sistemas EBS e Reuters Dealing - Matching). Os pedidos entram de forma anónima no sistema, que automaticamente procura uma contraparte para a operação pretendida. Este tipo de sistemas são sobretudo utilizados, pelos maiores bancos e empresas financeiras, para a contratação de operações cambiais spot.

**Sistemas de dealing electrónico:** sistemas que, como o Reuters dealing direct e o Bloomberg possibilitam aplicações para o trading bilateral directo dos participantes no mercado interbancário.

### **Sistemas electrónicos para clientes**

**Plataforma multibancária para clientes:** sistemas partilhados por instituições ou consórcios que fornecem informação de mercado relevante para um portal e-trading vocacionado para a negociação de operações com clientes finais.

**Plataforma singular para clientes:** alguns bancos possuem sistemas individualizados que possibilitam a negociação directa de operações com os seus clientes via a utilização de plataformas na Internet.

### **Sistemas não electrónicos**

**Broker não electrónico:** o designado voice broker ou broker convencional

**Outro:** inclui qualquer outro meio, nomeadamente, o uso do telefone convencional.

## ANEXO

## Quadro 1

**MERCADO DE BALCÃO**  
Volume diário médio de transacções<sup>(a)</sup>

Em milhões de dólares e percentagens do total

	Total	Mercado cambial tradicional		Outros derivados cambiais		Derivados sobre taxas de juro	
		Montante	%	Montante	%	Montante	%
2001 .....	2049	1709	83.4	12	0.6	328	16.0
2002 .....	2007	1518	75.6	78	3.9	411	20.5
2003 .....	2501	1825	73.0	65	2.6	611	24.4
2004 .....	2877	1934	67.3	27	0.9	916	31.8
2005 .....	3356	2150	64.0	113	3.4	1093	32.6
Variação (%):							
2003/2004 .....	15.0	6.0		-58.5		49.9	
2004/2005 .....	16.6	11.2		318.5		19.3	
<i>Memorando:</i>							
Variações % a taxas de câmbio constantes							
2003/2004 .....	6.8	-0.3		-61.3		35.1	
2004/2005 .....	9.9	6.3		224.0		11.2	

Nota:

(a) Valores corrigidos da duplicação resultante das transacções efectuadas no mercado interbancário doméstico.

Quadro 2

VOLUME DE TRANSACÇÕES NO MERCADO CAMBIAL TRADICIONAL<sup>(a)</sup>

Desagregação por tipo de instrumento e de contraparte, por moeda e prazo

Turnover diário médio em milhões de dólares e % do total

	2001		2002		2003		2004		2005	
	Montante	%	Montante	%	Montante	%	Montante	%	Montante	%
<b>Por tipo de instrumento</b>										
<b>Total</b> .....	<b>1709</b>	<b>100.0</b>	<b>1518</b>	<b>100.0</b>	<b>1825</b>	<b>100.0</b>	<b>1934</b>	<b>100.0</b>	<b>2150</b>	<b>100.0</b>
Spot .....	917	53.6	1014	66.8	1128	61.8	1033	53.4	1153	53.6
Outright forwards .....	104	6.1	66	4.3	94	5.2	75	3.9	137	6.4
Foreign exchange swaps .....	688	40.3	438	28.9	603	33.0	826	42.7	860	40.0
<b>Por tipo de contraparte</b>										
<b>Total</b> .....	<b>1709</b>	<b>100.0</b>	<b>1518</b>	<b>100.0</b>	<b>1825</b>	<b>100.0</b>	<b>1934</b>	<b>100.0</b>	<b>2150</b>	<b>100.1</b>
Empresas financeiras .....	1310	76.7	1059	69.7	1572	86.1	1745	90.2	1857	86.4
Residentes .....	79	4.6	67	4.4	92	5.0	119	6.2	87	4.0
Não residentes .....	1231	72.1	992	65.3	1480	81.1	1626	84.0	1770	82.4
dos quais zona euro .....	365	21.3	322	21.2	564	30.9	637	32.9	620	28.8
Clientes não financeiros .....	399	23.3	459	30.3	253	13.9	189	9.8	293	13.6
Residentes .....	281	16.4	317	20.9	221	12.1	156	8.1	288	13.4
Não residentes .....	118	6.9	142	9.4	32	1.8	33	1.7	5	0.2
dos quais zona euro .....	46	2.7	59	3.9	16	0.9	31	1.6	3	0.2
<b>Total</b> .....	<b>1709</b>	<b>100.0</b>	<b>1518</b>	<b>100.0</b>	<b>1825</b>	<b>100.0</b>	<b>1934</b>	<b>100.0</b>	<b>2150</b>	<b>100.0</b>
Residentes .....	360	21.0	384	25.3	313	17.1	275	14.3	375	17.4
Não residentes .....	1349	79.0	1134	74.7	1512	82.9	1659	85.7	1775	82.6
dos quais zona euro .....	411	24.0	381	25.1	580	31.8	668	34.5	623	29.0
<b>Por moeda<sup>(b)</sup></b>										
<b>Total</b> .....	<b>3418</b>	<b>200.0</b>	<b>3036</b>	<b>200.0</b>	<b>3650</b>	<b>200.0</b>	<b>3868</b>	<b>200.0</b>	<b>4300</b>	<b>200.0</b>
EUR .....	1461	85.6	1287	84.4	1421	77.9	1737	89.7	1827	85.0
USD .....	1262	73.9	1139	74.8	1442	79.0	1378	71.3	1642	76.4
JPY .....	215	12.6	203	13.5	285	15.6	264	13.7	239	11.1
GBP .....	220	12.9	162	10.4	220	12.1	329	17.0	274	12.7
CHF .....	124	7.3	99	6.5	168	9.2	82	4.2	134	6.2
Outras Europa .....	113	6.4	106	8.0	48	2.6	15	0.8	100	4.7
Outras moedas .....	23	1.3	40	2.4	66	3.6	63	3.3	84	3.9
<b>Por prazos</b>										
<b>Total</b> .....	<b>1709</b>	<b>100.0</b>	<b>1518</b>	<b>100.0</b>	<b>1825</b>	<b>100.0</b>	<b>1934</b>	<b>100.0</b>	<b>2150</b>	<b>100.0</b>
[Até 7 dias] .....	1569	91.8	1339	88.2	1155	63.3	1381	71.5	1586	73.7
]7 dias - 1 mês] .....	71	4.2	75	4.9	497	27.2	200	10.3	142	6.6
]1 mês - 1 ano] .....	69	4.0	104	6.9	87	4.8	349	18.0	421	19.6
]1 ano - 5 anos] .....	0	0.0	0	0.0	86	4.7	4	0.2	1	0.1
> 5 anos .....	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0

Notas:

(a) Valores corrigidos da duplicação resultante das transacções efectuadas no mercado interbancário doméstico.

(b) No mercado cambial, a desagregação por moedas totaliza 200% do turnover total porque são contabilizados os dois lados de cada operação.

Quadro 3

**VOLUME DE TRANSACÇÕES DE DERIVADOS OTC SOBRE TAXAS DE JURO<sup>(a)</sup>**

Desagregação por tipo de instrumento e de contraparte, por moeda e prazo

Turnover diário médio em milhões de dólares e % do total

	2001		2002		2003		2004		2005	
	Montante	%	Montante	%	Montante	%	Montante	%	Montante	%
<b>Por tipo de instrumento</b>										
<b>Total</b> .....	<b>328</b>	<b>100.0</b>	<b>411</b>	<b>100.0</b>	<b>611</b>	<b>100.0</b>	<b>916</b>	<b>100.0</b>	<b>1093</b>	<b>100.0</b>
<i>Forward rate agreements</i> .....	38	11.6	22	5.4	40	6.5	29	3.2	3	0.3
<i>Swaps</i> .....	288	87.8	384	93.4	561	91.9	753	82.2	973	89.0
<i>Opções</i> .....	2	0.6	5	1.2	10	1.6	134	14.6	117	10.7
<b>Por tipo de contraparte</b>										
<b>Total</b> .....	<b>328</b>	<b>100.0</b>	<b>411</b>	<b>100.0</b>	<b>611</b>	<b>100.0</b>	<b>916</b>	<b>100.0</b>	<b>1093</b>	<b>100.0</b>
Empresas financeiras .....	317	96.6	376	91.5	501	82.0	793	86.6	1071	98.0
Residentes .....	27	8.2	11	2.7	24	3.9	103	11.2	113	10.3
Não residentes .....	290	88.4	365	88.8	477	78.1	690	75.4	958	87.7
dos quais zona euro .....	99	30.2	205	49.9	235	38.4	455	49.7	546	50.0
Clientes não financeiros .....	11	3.4	35	8.5	110	18.0	123	13.4	22	2.0
Residentes .....	11	3.4	11	2.7	87	14.2	123	13.4	22	2.0
Não residentes .....	0	0.0	24	5.8	23	3.8	0	0.0	0	0.0
dos quais zona euro .....	0	0.0	23	5.6	0	0.0	0	0.0	0	0.0
<b>Total</b> .....	<b>328</b>	<b>100.0</b>	<b>411</b>	<b>100.0</b>	<b>611</b>	<b>100.0</b>	<b>916</b>	<b>100.0</b>	<b>1093</b>	<b>100.0</b>
Residentes .....	38	11.6	22	5.4	111	18.1	226	24.6	135	12.3
Não residentes .....	290	88.4	389	94.6	500	81.9	690	75.4	958	87.7
dos quais zona euro .....	99	30.2	228	55.5	235	38.4	455	49.7	546	50.0
<b>Por moeda</b>										
<b>Total</b> .....	<b>328</b>	<b>100.0</b>	<b>411</b>	<b>100.0</b>	<b>611</b>	<b>100.0</b>	<b>916</b>	<b>100.0</b>	<b>1093</b>	<b>100.0</b>
EUR .....	300	91.5	367	89.3	577	94.5	855	93.3	993	90.9
USD .....	28	8.5	19	4.6	32	5.2	43	4.7	43	3.9
JPY .....	0	0.0	0	0.0	2	0.3	0	0.0	0	0.0
GBP .....	0	0.0	4	1.0	0	0.0	17	1.9	57	5.2
Outras moedas .....	0	0.0	21	5.1	0	0.0	1	0.1	0	0.0
<b>Por prazos</b>										
<b>Total</b> .....	<b>328</b>	<b>100.0</b>	<b>411</b>	<b>100.0</b>	<b>611</b>	<b>100.0</b>	<b>916</b>	<b>100.0</b>	<b>1093</b>	<b>100.0</b>
[Até 7 dias] .....	133	40.5	95	23.1	256	42.0	0	0.0	65	5.9
]7 dias - 1 mês] .....	45	13.7	20	4.9	65	10.6	185	20.2	240	22.0
]1 mês - 1 ano] .....	77	23.5	119	28.9	97	15.9	408	44.6	582	53.2
]1 ano - 5 anos] .....	17	5.2	67	16.3	142	23.2	244	26.6	143	13.1
> 5 anos .....	56	17.1	110	26.8	51	8.3	79	8.6	63	5.8

Nota:

(a) Valores corrigidos da duplicação resultante das transacções efectuadas no mercado interbancário doméstico.



Quadro 4

POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS OTC<sup>(a)</sup>

Montantes nocionais

Em milhões de dólares e % do total

	Total	Derivados cambiais		Derivados sobre taxas de juro		Outros Derivados	
		Montante	%	Montante	%	Montante	%
2001.....	103507	19561	18.9	82283	79.5	1662	1.6
2002.....	129544	22710	17.5	104027	80.3	2808	2.2
2003.....	159697	24687	15.5	131376	82.2	3634	2.3
2004.....	257291	39073	15.2	200027	77.7	18190	7.1
2005.....	309517	35088	11.3	250296	80.9	24132	7.8
Variação (%):							
2003/2004.....	61.1	58.3		52.3		400.6	
2004/2005.....	20.3	-10.2		25.1		32.7	
<i>Memorando:</i>							
Variações % a taxas de câmbio constantes							
2003/2004.....	45.1	46.7		36.6		328.1	
2004/2005.....	14.1	-12.7		18.4		25.4	

Nota:

(a) Valores corrigidos da duplicação resultante das operações efectuadas no mercado interbancário doméstico.

Quadro 5

**POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS CAMBIAIS OTC<sup>(a)</sup>**  
Desagregação por tipo de instrumento e de contraparte, por moeda e prazo

Montantes nocionais em milhões de dólares e % do total

	2001		2002		2003		2004		2005	
	Montante	%	Montante	%	Montante	%	Montante	%	Montante	%
<b>Por tipo de instrumento</b>										
<b>Total</b> .....	<b>19561</b>	<b>100.0</b>	<b>22710</b>	<b>100.0</b>	<b>24687</b>	<b>100.0</b>	<b>39073</b>	<b>100.0</b>	<b>35088</b>	<b>100.0</b>
<i>Forwards</i> .....	13629	69.7	15961	70.3	19308	78.2	28903	73.9	27529	78.5
<i>Currency Swaps</i> .....	5496	28.1	6136	27.0	4272	17.3	8266	21.2	4741	13.5
Opções .....	436	2.2	613	2.7	1107	4.5	1904	4.9	2791	8.0
Outros .....	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	27	0.0
<b>Por tipo de contraparte</b>										
<b>Total</b> .....	<b>19561</b>	<b>100.0</b>	<b>22710</b>	<b>100.0</b>	<b>24687</b>	<b>100.0</b>	<b>39073</b>	<b>100.0</b>	<b>35088</b>	<b>100.0</b>
Empresas financeiras .....	13248	67.7	16856	74.3	20569	83.3	33531	85.8	28459	81.1
Residentes .....	811	4.1	651	2.9	390	1.6	887	2.3	1232	3.5
Não residentes .....	12437	63.6	16205	71.4	20179	81.7	32644	83.5	27227	77.6
dos quais zona euro .....	3255	16.6	4117	18.1	5696	23.1	11813	30.2	9466	27.0
Clientes não financeiros .....	6313	32.3	5854	25.7	4118	16.7	5542	14.2	6629	18.9
Residentes .....	4251	21.8	3348	14.7	3867	15.7	5428	13.9	6589	18.8
Não residentes .....	2062	10.5	2506	11.0	251	1.0	114	0.3	40	0.1
dos quais zona euro .....	532	2.7	615	2.7	9	0.0	12	0.0	4	0.0
<b>Total</b> .....	<b>19561</b>	<b>100.0</b>	<b>22710</b>	<b>100.0</b>	<b>24687</b>	<b>100.0</b>	<b>39073</b>	<b>100.0</b>	<b>35088</b>	<b>100.0</b>
Residentes .....	5062	25.9	3999	17.6	4257	17.3	6315	16.2	7821	22.3
Não residentes .....	14499	74.1	18711	82.4	20430	82.7	32758	83.8	27267	77.7
dos quais zona euro .....	3787	19.3	4732	20.8	5705	23.1	11825	30.2	9470	27.0
<b>Por moeda<sup>(b)</sup></b>										
<b>Total</b> .....	<b>39122</b>	<b>200.0</b>	<b>45420</b>	<b>200.0</b>	<b>49374</b>	<b>200.0</b>	<b>78146</b>	<b>200.0</b>	<b>70176</b>	<b>200.0</b>
EUR .....	18191	92.9	19206	84.6	21628	87.7	36369	93.1	32036	91.2
USD .....	13650	69.8	16599	73.2	16503	66.8	26397	67.6	24669	70.3
JPY .....	3346	17.1	3758	16.5	4157	16.8	6306	16.1	3834	10.9
GBP .....	3316	17.0	2868	12.6	3837	15.5	5774	14.8	4697	13.4
CHF .....	191	1.0	305	1.3	590	2.4	567	1.5	865	2.5
BRL .....	0	0.0	1867	8.2	1227	5.0	486	1.2	1148	3.3
Outras Europa .....	89	0.5	287	1.3	586	2.4	979	2.5	1997	5.7
Outras moedas .....	339	1.7	530	2.3	846	3.4	1268	3.2	930	2.7
<b>Por prazos</b>										
<b>Total</b> .....	<b>19561</b>	<b>100.0</b>	<b>22710</b>	<b>100.0</b>	<b>24687</b>	<b>100.0</b>	<b>39073</b>	<b>100.0</b>	<b>35088</b>	<b>100.0</b>
[Até 7 dias] .....	1836	9.4	1480	6.5	877	3.6	2834	7.3	3507	10.0
]7 dias - 1 mês] .....	2086	10.7	3165	13.9	4164	16.9	6408	16.4	9472	27.0
]1 mês - 1 ano] .....	9118	46.6	10718	47.3	13622	55.1	21768	55.6	14963	42.6
]1 ano - 5 anos] .....	4878	24.9	4999	22.0	3224	13.1	4360	11.2	3892	11.1
> 5 anos .....	1643	8.4	2348	10.3	2800	11.3	3703	9.5	3254	9.3

Notas:

(a) Valores corrigidos da duplicação resultante das operações efectuadas no mercado interbancário doméstico.

(b) No mercado cambial, a desagregação por moedas totaliza 200% do turnover total porque são contabilizados os dois lados de cada operação.

Quadro 6

POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS OTC SOBRE TAXAS DE JURO<sup>(a)</sup>

## Desagregação por tipo de contraparte

Montantes nominais em milhões de dólares e % do total

	2001		2002		2003		2004		2005	
	Montante	%	Montante	%	Montante	%	Montante	%	Montante	%
<b>Por tipo de instrumento</b>										
<b>Total</b> .....	<b>82283</b>	<b>100.0</b>	<b>104027</b>	<b>100.0</b>	<b>131376</b>	<b>100.0</b>	<b>200027</b>	<b>100.0</b>	<b>250296</b>	<b>100.0</b>
<i>Forward rate agreements</i> .....	7254	8.8	933	0.9	1438	1.1	1296	0.6	1460	0.6
<i>Swaps</i> .....	72173	87.7	95230	91.5	124156	94.5	169851	85.0	219530	87.7
Opções .....	1367	1.7	7864	7.6	5780	4.4	28880	14.4	29278	11.7
Outros .....	1489	1.8	0	0.0	2	0.0	0	0.0	28	0.0
<b>Por tipo de contraparte</b>										
<b>Total</b> .....	<b>82283</b>	<b>100.0</b>	<b>104027</b>	<b>100.0</b>	<b>131376</b>	<b>100.0</b>	<b>200027</b>	<b>100.0</b>	<b>250296</b>	<b>100.0</b>
Empresas financeiras .....	76202	92.6	96179	92.5	117999	89.8	178714	89.3	225723	90.2
Residentes .....	7280	8.8	7876	7.6	13901	10.6	30067	15.0	49905	19.9
Não residentes .....	68922	83.8	88303	84.9	104098	79.2	148647	74.3	175818	70.3
dos quais zona euro .....	17849	21.7	32901	31.6	34599	26.3	77353	38.7	83399	33.3
Clientes não financeiros .....	6081	7.4	7848	7.5	13377	10.2	21313	10.7	24573	9.8
Residentes .....	3515	4.3	5832	5.6	10397	7.9	18454	9.3	23289	9.3
Não residentes .....	2566	3.1	2016	1.9	2980	2.3	2859	1.4	1284	0.5
dos quais zona euro .....	10	0.0	770	0.7	38	0.0	528	0.3	377	0.2
<b>Total</b> .....	<b>82283</b>	<b>100.0</b>	<b>104027</b>	<b>100.0</b>	<b>131376</b>	<b>100.0</b>	<b>200027</b>	<b>100.0</b>	<b>250296</b>	<b>100.0</b>
Residentes .....	10795	13.1	13708	13.2	24298	18.5	48521	24.3	73194	29.2
Não residentes .....	71488	86.9	90319	86.8	107078	81.5	151506	75.7	177102	70.8
dos quais zona euro .....	17859	21.7	33671	32.3	34637	26.3	77881	38.9	83776	33.5
<b>Por moeda</b>										
<b>Total</b> .....	<b>82283</b>	<b>100.0</b>	<b>104027</b>	<b>100.0</b>	<b>131376</b>	<b>100.0</b>	<b>200027</b>	<b>100.0</b>	<b>250296</b>	<b>100.0</b>
EUR .....	64794	78.7	85593	82.3	115484	87.9	183656	91.8	234727	93.8
USD .....	10195	12.4	11880	11.4	12467	9.5	11322	5.7	10773	4.3
JPY .....	328	0.4	295	0.3	69	0.1	865	0.4	1210	0.5
GBP .....	4135	5.0	3114	3.0	1459	1.1	3081	1.5	2363	0.9
Outras Europa .....	2047	2.5	1810	1.7	925	0.7	1034	0.5	959	0.4
Outras moedas .....	784	1.0	1335	1.3	972	0.7	69	0.0	264	0.1
<b>Por prazos</b>										
<b>Total</b> .....	<b>82283</b>	<b>100.0</b>	<b>104027</b>	<b>100.0</b>	<b>131376</b>	<b>100.0</b>	<b>200027</b>	<b>100.0</b>	<b>250296</b>	<b>100.0</b>
[Até 7 dias] .....	630	0.8	448	0.4	1705	1.3	2954	1.5	5633	2.3
]7 dias - 1 mês] .....	1063	1.3	3222	3.1	3556	2.7	8152	4.1	10689	4.3
]1 mês - 1 ano] .....	22723	27.6	29387	28.2	42602	32.4	52344	26.2	62047	24.8
]1 ano - 5 anos] .....	36659	44.5	48814	47.0	49353	37.6	86578	43.2	112429	44.8
> 5 anos .....	21208	25.8	22156	21.3	34160	26.0	49999	25.0	59498	23.8

Nota:

(a) Valores corrigidos da duplicação resultante das operações efectuadas no mercado interbancário doméstico.

Quadro 7

**POSIÇÕES EM ABERTO DE OUTROS DERIVADOS OTC<sup>(a)</sup>**  
Desagregação por tipo de contraparte

Montantes nominais em milhões de dólares e % do total

	2001		2002		2003		2004		2005	
	Montante	%	Montante	%	Montante	%	Montante	%	Montante	%
<b>Total</b> .....	<b>1662</b>	<b>100.0</b>	<b>2808</b>	<b>100.0</b>	<b>3634</b>	<b>100.0</b>	<b>18190</b>	<b>100.0</b>	<b>24132</b>	<b>100.0</b>
Derivados sobre acções .....	1662	100.0	2236	79.6	2776	76.5	13768	75.9	14436	59.8
Derivados sobre mercadorias .....	0	0.0	0	0.0	1	0.0	29	0.2	19	0.1
Derivados de crédito .....	0	0.0	572	20.4	773	21.2	4301	23.4	9664	40.0
Outros .....	0	0.0	0	0.0	84	2.3	92	0.5	13	0.1
<b>Derivados sobre acções</b>										
<b>Total</b> .....	<b>1662</b>	<b>100.0</b>	<b>2236</b>	<b>100.0</b>	<b>2776</b>	<b>100.0</b>	<b>13768</b>	<b>100.0</b>	<b>14436</b>	<b>100.0</b>
Empresas financeiras .....	1078	64.9	2080	93.0	2586	93.2	11085	80.5	12001	83.1
Residentes .....	55	3.3	92	4.1	170	6.1	3174	23.1	4304	29.8
Não residentes .....	1023	61.6	1988	88.9	2416	87.1	7911	57.4	7697	53.3
dos quais zona euro .....	272	16.4	993	44.4	1618	58.3	4308	31.3	3723	25.8
Clientes não financeiros .....	584	35.1	156	7.0	190	6.8	2683	19.5	2435	16.9
Residentes .....	54	3.2	41	1.8	187	6.7	2028	14.7	1419	9.9
Não residentes .....	530	31.9	115	5.2	3	0.1	655	4.8	1016	7.0
dos quais zona euro .....	0	0.0	0	0.0	3	0.1	329	2.4	215	1.5
<b>Total</b> .....	<b>1662</b>	<b>100.0</b>	<b>2236</b>	<b>100.0</b>	<b>2776</b>	<b>100.0</b>	<b>13768</b>	<b>100.0</b>	<b>14436</b>	<b>100.0</b>
Residentes .....	109	6.5	133	5.9	357	12.8	5202	37.8	5723	39.7
Não residentes .....	1553	93.5	2103	94.1	2419	87.2	8566	62.2	8713	60.3
dos quais zona euro .....	272	16.4	993	44.4	1621	58.4	4637	33.7	3938	27.3
<b>Derivados de crédito</b>										
<b>Total</b> .....	<b>0</b>	<b>0.0</b>	<b>572</b>	<b>100.0</b>	<b>773</b>	<b>100.0</b>	<b>4301</b>	<b>100.0</b>	<b>9664</b>	<b>100.0</b>
Empresas financeiras .....	0	0.0	572	100.0	773	100.0	4300	100.0	9422	97.5
Residentes .....	0	0.0	263	45.9	382	49.4	520	12.1	255	2.6
Não residentes .....	0	0.0	309	54.1	391	50.6	3780	87.9	9167	94.9
dos quais zona euro .....	0	0.0	292	51.1	380	49.2	1986	46.2	4699	48.6
Clientes não financeiros .....	0	0.0	0	0.0	0	0.0	1	0.0	242	2.5
Residentes .....	0	0.0	0	0.0	0	0.0	1	0.0	0	0.0
Não residentes .....	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	242	2.5
dos quais zona euro .....	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	19	0.2
<b>Total</b> .....	<b>0</b>	<b>0.0</b>	<b>572</b>	<b>100.0</b>	<b>773</b>	<b>100.0</b>	<b>4301</b>	<b>100.0</b>	<b>9664</b>	<b>100.0</b>
Residentes .....	0	0.0	263	45.9	382	49.4	521	12.1	255	2.6
Não residentes .....	0	0.0	309	54.1	391	50.6	3780	87.9	9409	97.4
dos quais zona euro .....	0	0.0	292	51.1	380	49.2	1986	46.2	4718	48.8

Nota:

(a) Valores corrigidos da duplicação resultante das operações efectuadas no mercado interbancário doméstico.

Quadro 8

DERIVADOS TRANSACCIONADOS EM BOLSA

Milhões de dólares

	Total	Derivados cambiais		Derivados sobre taxas de juro		Derivados sobre acções e índices de acções	
		Montante	%	Montante	%	Montante	%
<b>Turnover diário médio</b>							
2001.....	435	2	0.5	433	99.5		
2002.....	3338	3	0.1	3335	99.9		
2003.....	1291	1	0.1	1290	99.9		
2004.....	1989	3	0.2	1986	99.8		
2005.....	1563	57	3.6	1506	96.4		
Variação (%):							
2003/2004.....	54.1	200.0		54.0			
2004/2005.....	-21.4	1800.0		-24.2			
<b>Montantes nominais das posições em aberto<sup>(a)</sup></b>							
2001.....	23171	19	0.1	21938	94.7	1214	5.2
2002.....	43387	7	0.0	43181	99.5	199	0.5
2003.....	48122	52	0.1	47938	99.6	132	0.3
2004.....	33223	13	0.0	32673	98.4	537	1.6
2005.....	38957	509	1.3	37117	95.3	1331	3.4
Variação (%):							
2003/2004.....	-31.0	-75.0		-31.8		306.4	
2004/2005.....	17.3	3815.4		13.6		148.1	

Nota:

(a) Valores corrigidos (por aproximação) da duplicação resultante das operações realizadas na bolsa nacional, assumindo que, na maioria das operações, os clientes finais são bancos residentes.

## Artigos

## UM NOVO INDICADOR COINCIDENTE PARA O CONSUMO PRIVADO EM PORTUGAL\*

António Rua\*\*

## 1. INTRODUÇÃO

Como é conhecido, o consumo privado desempenha um papel muito importante na actividade económica<sup>(1)</sup>. Assim sendo, é fundamental acompanhar a evolução do consumo privado de forma regular. Entre os diferentes indicadores disponíveis, as estatísticas que são alvo, em geral, de maior atenção são as Contas Nacionais trimestrais. Contudo, encontram-se sujeitas a vários problemas, nomeadamente, erros de medição, disponibilidade apenas numa frequência trimestral e a primeira estimativa, geralmente revista, é divulgada com um atraso de cerca de 70 dias no caso português. De forma a ultrapassar alguns destes inconvenientes, é necessário recorrer à restante informação disponível acerca do consumo privado. O objectivo deste artigo é obter um indicador compósito coincidente que sintetize a informação mais relevante acerca do consumo privado em Portugal e que possibilite uma análise atempada da sua tendência.

Tal como Rua (2004), a metodologia utilizada para desenvolver o indicador compósito coincidente assenta na proposta por Azevedo, Koopman e Rua (2003). O indicador resultante para o consumo privado é comparado com o desenvolvido por Gomes (1995). Adicionalmente, o indicador coincidente proposto é avaliado em tempo real.

Este artigo encontra-se organizado da seguinte forma. Na secção 2, é feita uma breve descrição do modelo subjacente à construção do indicador compósito. Os dados utilizados como *input* são discutidos na secção 3 e o indicador coincidente resultante para o consumo privado é apresentado na secção 4. Na secção 5, é feita uma avaliação do comportamento do indicador compósito proposto em tempo real. Finalmente, a secção 6 conclui.

2. MODELO<sup>(2)</sup>

A hipótese base do modelo subjacente ao indicador compósito é a de que cada série  $i$ , eventualmente depois de logaritmicada, resulta da soma de três componentes, tendência ( $\mu_{it}$ ), ciclo ( $\psi_{it}$ ) e irregular ( $\varepsilon_{it}$ ), isto é,

$$y_{it} = \mu_{it} + \psi_{it} + \varepsilon_{it}, \quad i = 1, \dots, N \text{ e } t = 1, \dots, T.$$

Em particular, a decomposição adoptada é a proposta por Harvey e Trimbur (2003), que permite obter um ciclo alisado à semelhança de um filtro *band-pass*. Adicionalmente, se considerarmos que o ciclo económico consiste em expansões e recessões que ocorrem em diferentes variáveis económicas então pode-se assumir que a componente cíclica é comum a todas as séries. Nesse caso, o modelo é o seguinte

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

O autor agradece os comentários e sugestões de Nuno Alves, Francisco Dias, Paulo Esteves, Ana Cristina Leal e José Ferreira Machado.

\*\* Departamento de Estudos Económicos.

(1) Em Portugal, representa mais de 60 por cento do PIB.

(2) Esta secção assenta na descrição feita por Rua (2004). Para mais detalhes acerca do modelo ver Azevedo, Koopman e Rua (2003).

$$y_{it} = \mu_{it} + \delta_i \psi_t + \varepsilon_{it}, \quad i = 1, \dots, N \text{ e } t = 1, \dots, T$$

em que o coeficiente  $\delta_i$  mede o impacto da componente cíclica comum  $\psi_t$  em cada uma das séries. Contudo, é possível generalizar o modelo de forma a ter em consideração que algumas das variáveis podem ser avançadas ou atrasadas. Tal pode ser feito desfasando a componente cíclica comum de acordo com o respectivo avanço/atraso. Assim, o modelo pode ser escrito da seguinte forma

$$y_{it} = \mu_{it} + \delta_i \psi_{t+\xi_i} + \varepsilon_{it}, \quad i = 1, \dots, N \text{ e } t = 1, \dots, T$$

onde  $\xi_i$  é o desfasamento da série  $i$ . Dado que só é possível desfasar o ciclo de cada série se existir um ciclo de referência, os parâmetros de uma das séries têm de ser sujeitos a restrições, nomeadamente,  $\delta_j = 1$  e  $\xi_j = 0$ . Assim, o ciclo é comum a todas as séries mas com escala diferente e desfasado  $\xi_i$  períodos de tempo sendo a série  $j$  a série de referência para a identificação do ciclo. O modelo pode ser representado em *state-space* e estimado por máxima verosimilhança.

### 3. DADOS

Em primeiro lugar, torna-se necessário escolher as variáveis a incluir no indicador composto. Na lógica de Rua (2004), parece natural a utilização do consumo privado real como série de referência para a identificação da componente cíclica. No modelo, tal corresponde a impor um coeficiente unitário na componente cíclica comum e um desfasamento nulo na série do consumo privado real.

As restantes séries consideradas para inclusão potencial no indicador coincidente foram apenas as disponíveis numa frequência elevada, divulgadas atempadamente e com um período amostral razoável. Após uma análise preliminar do conteúdo informativo de cada série relativamente ao ciclo do consumo privado<sup>(3)</sup>, foram seleccionadas 8 séries. Além do consumo privado real, as séries escolhidas foram as seguintes<sup>(4)</sup>: índice de volume de negócios no comércio a retalho, vendas de veículos ligeiros de passageiros, volume de vendas no

comércio a retalho (Inquérito Mensal de Conjuntura ao Comércio), dormidas em estabelecimentos hoteleiros de residentes em Portugal, índice de volume de negócios na indústria de bens de consumo no mercado interno, situação financeira das famílias e situação económica geral (Inquérito Mensal de Conjuntura aos Consumidores).

Tal escolha pode ser justificada da seguinte forma. Por um lado, o índice de volume de negócios no comércio a retalho e as vendas de veículos ligeiros de passageiros fornecem informação quantitativa acerca da evolução do consumo de bens. Tal informação pode ser complementada com dados de natureza qualitativa, nomeadamente, a avaliação dos empresários em relação ao volume de vendas no comércio a retalho. Por outro lado, o número de dormidas em estabelecimentos hoteleiros de residentes em Portugal procura captar, em parte, a evolução do consumo de serviços. Do lado da oferta, considera-se o índice de volume de negócios na indústria de bens de consumo no mercado interno. Além disso, dado que o rendimento e a riqueza são importantes determinantes do comportamento do consumo privado, inclui-se a avaliação que as famílias fazem da sua situação financeira corrente. Finalmente, de forma a ter em conta o enquadramento macroeconómico, considera-se a avaliação dos consumidores em relação à situação económica geral. As séries utilizadas são apresentadas no Gráfico 1.

### 4. INDICADOR COINCIDENTE

Após a selecção das variáveis, o modelo pode ser estimado por máxima verosimilhança para o período 1977-2004<sup>(5)</sup>. A componente cíclica comum é apresentada no Gráfico 2 e os desfasamentos estimados encontram-se no Quadro 1. Dado que o consumo privado real é utilizado como série de referência, não apresenta, por definição, qualquer desfasamento. Relativamente à restante informação quantitativa, apenas o índice de volume de negócios na indústria é avançado enquanto que o índice de volume de negócios no comércio a retalho evidencia um atraso ligeiramente superior a um

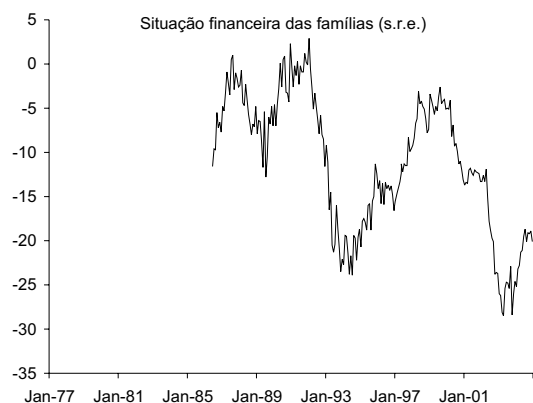
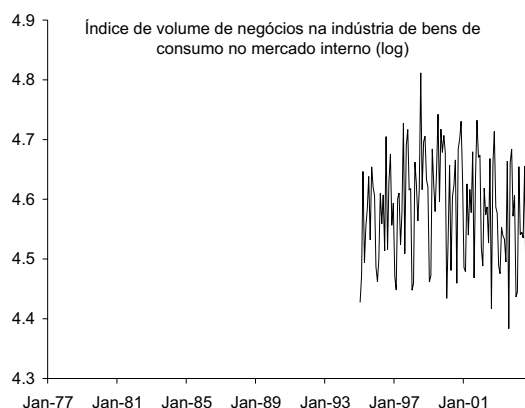
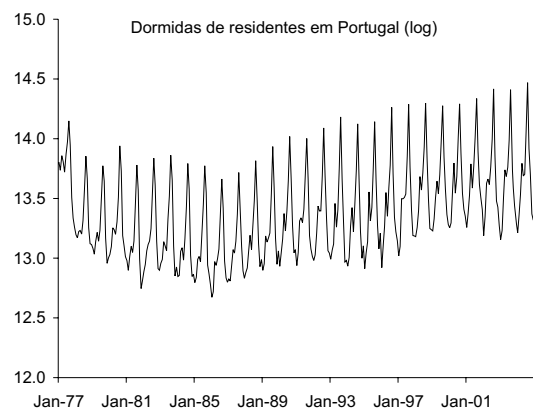
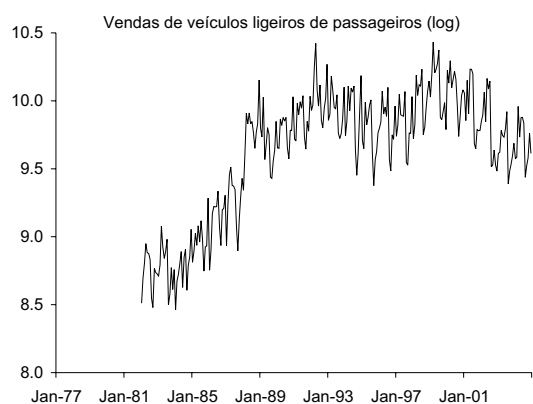
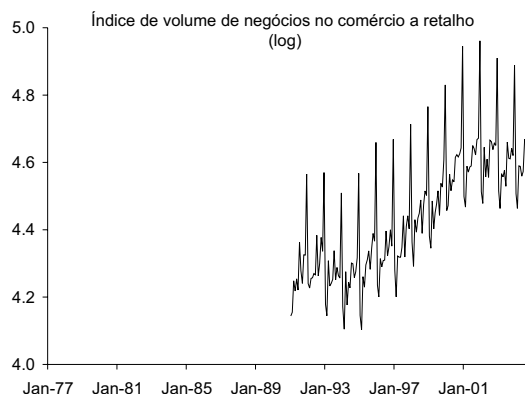
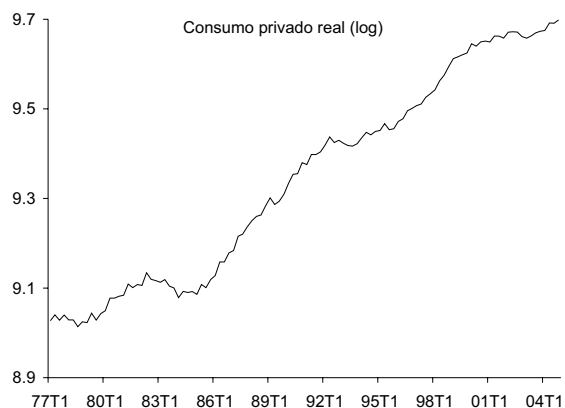
(3) Para mais de quatrocentas séries, a componente cíclica de cada uma foi comparada com o ciclo do consumo privado real em termos de co-movimento através do correlograma cruzado.

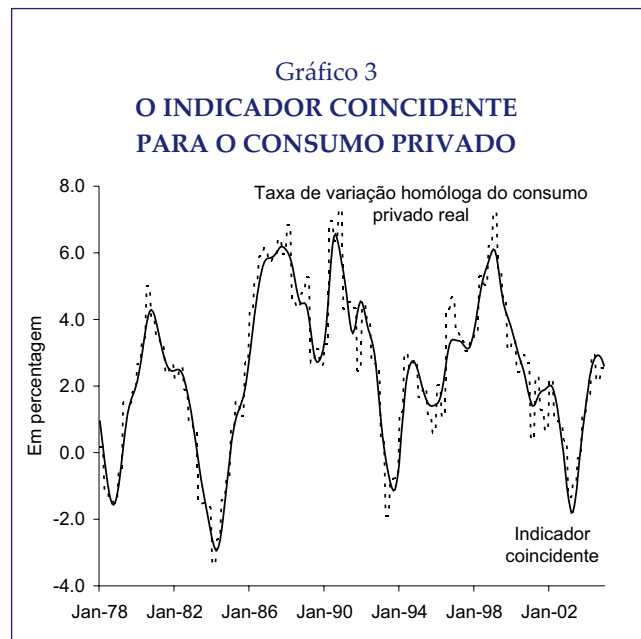
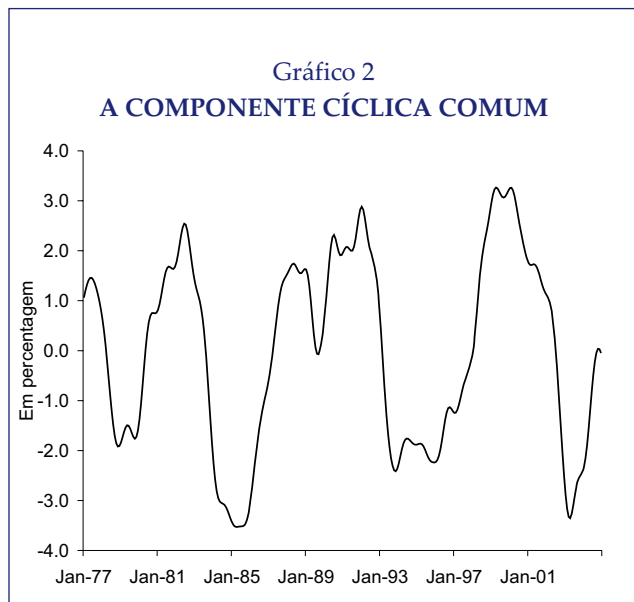
(4) Ver Anexo para uma descrição detalhada dos dados.

(5) Quer a diferente frequência quer o diferente período amostral podem ser tidos em conta em *state-space* (ver, por exemplo, Harvey (1989)).



Gráfico 1  
SÉRIES INCLUÍDAS NO INDICADOR COINCIDENTE





Quadro 1  
DESFASEAMENTOS

Em meses	Desfasamentos
Consumo privado real. ....	0.0
Índice de volume de negócios no comércio a retalho. ....	-3.8
Vendas de veículos ligeiros de passageiros. ....	-0.4
Volume de vendas no comércio a retalho. ....	4.2
Dormidas de residentes em Portugal. ....	-1.5
Índice de volume de negócios na indústria de bens de consumo no mercado interno. ....	6.0
Situação financeira das famílias. ....	7.8
Situação económica geral. ....	10.9

Nota: Um valor positivo corresponde a um avanço enquanto que um valor negativo representa um atraso face ao ciclo comum.

trimestre. No que se refere aos dados de natureza qualitativa, todas as séries apresentam um avanço.

O indicador para o crescimento do consumo privado pode ser obtido adicionando à componente cíclica a tendência e calculando posteriormente a respectiva taxa de variação. Em particular, recorrendo à tendência estimada do consumo privado real e calculando a taxa de variação homóloga resulta o indicador apresentado no Gráfico 3<sup>(6)</sup>. O indicador coincidente proposto parece captar bastante bem a tendência subjacente à evolução do consumo privado. Note-se que o indicador coinci-

(6) Neste gráfico, tal como em outros mais adiante, dada a natureza mensal do eixo das abcissas, foi atribuído o mesmo valor ao longo do trimestre para o crescimento homólogo do consumo privado real.

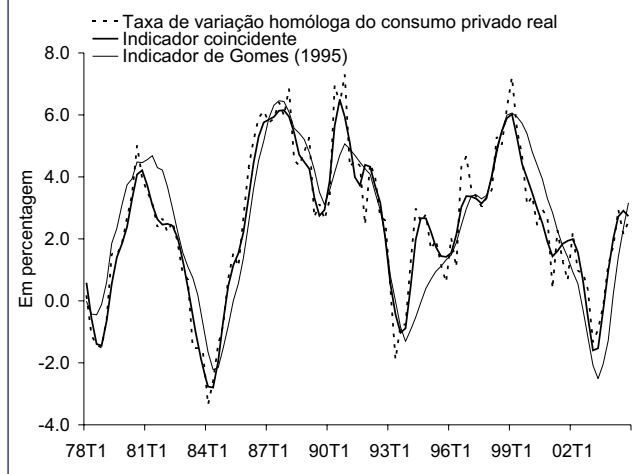
dente não se destina a fazer o *pin point* do crescimento do consumo privado. De facto, este tipo de indicadores não tem o propósito de acompanhar os movimentos erráticos, na medida em que não são relevantes para a análise macroeconómica (ver, por exemplo, Stock e Watson (1988)).

Em linha com Dias (1993), Gomes (1995) desenvolveu um indicador coincidente para o consumo privado. O indicador trimestral proposto por Gomes (1995), divulgado actualmente pelo Banco de Portugal<sup>(7)</sup>, assenta na metodologia de Stock e Watson (1988, 1993). Este indicador apenas inclui 3 séries: actividade no comércio a retalho (Inquérito Mensal de Conjuntura ao Comércio), volume de vendas no comércio a retalho (Inquérito Mensal de Conjuntura ao Comércio) e procura global da indústria transformadora de bens de consumo (Inquérito Mensal de Conjuntura à Indústria Transformadora). Note-se que todas as séries incluídas no indicador desenvolvido por Gomes (1995) são oriundas de inquéritos de opinião enquanto que no indicador aqui proposto apenas 3 das 8 séries são de natureza qualitativa. Assim, para além de ser mais abrangente, o indicador sugerido utiliza uma maior diversidade de dados como *input*.

Ambos os indicadores são apresentados no Gráfico 4 em conjunto com a taxa de variação homóloga do consumo privado real. Não obstante uma evolução semelhante ao longo do tempo, é possível aferir que o indicador coincidente aqui

(7) Ver Indicadores de Conjuntura.

Gráfico 4  
O INDICADOR COINCIDENTE  
E O PROPOSTO POR GOMES (1995)



sugerido parece reflectir melhor a tendência subjacente ao comportamento do consumo privado. De facto, o indicador de Gomes (1995) parece ser ligeiramente atrasado<sup>(8)</sup>. Contudo, convém ter presente que o indicador proposto inclui o consumo privado real enquanto que o de Gomes (1995) não. Adicionalmente, o indicador coincidente sugerido está disponível numa frequência mensal enquanto que o de Gomes (1995) é trimestral.

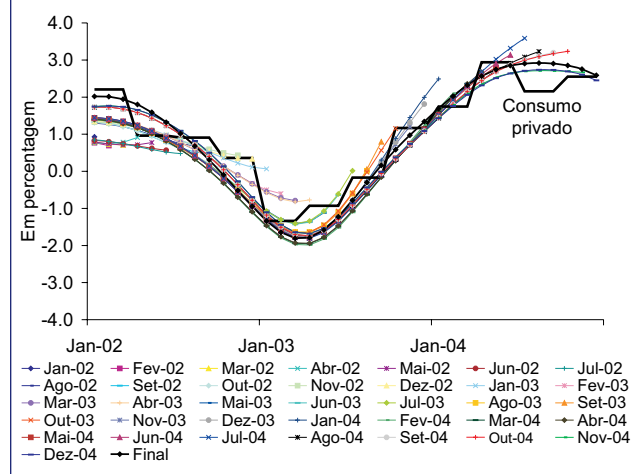
## 5. AVALIAÇÃO EM TEMPO REAL

Uma vez que os dados são, em geral, revistos e mais informação se torna disponível ao longo do tempo, o indicador coincidente está naturalmente sujeito a revisões. Assim sendo, também é importante avaliar a sua fiabilidade em tempo real. À semelhança de Rua (2004), foi realizado um exercício *out-of-sample*. Em primeiro lugar, o modelo foi estimado utilizando os dados disponíveis até Dezembro de 2001<sup>(9)</sup>. Em seguida, tendo em conta o calendário de divulgação da informação estatística e utilizando as estimativas disponíveis em cada momento do tempo<sup>(10)</sup>, o indicador coincidente foi calculado todos os meses até ao final de 2004<sup>(11)</sup>. Este exercício permite obter as estimativas em

(8) Através do correlograma cruzado, é possível constatar que a correlação cruzada máxima entre o indicador de Gomes (1995) e o crescimento homólogo do consumo privado real é atingida no desfazamento um, isto é, o indicador de Gomes (1995) apresenta um atraso de um trimestre.

(9) Os valores estimados para os parâmetros de interesse são semelhantes aos obtidos com todo o período amostral.

Gráfico 5  
ESTIMATIVAS MENSAS  
DO INDICADOR COINCIDENTE



tempo real do indicador coincidente mensal durante os últimos 3 anos (ver Gráfico 5<sup>(12)</sup>). É possível verificar que as últimas observações do indicador coincidente estão sujeitas a revisões, em particular, próximo de pontos de viragem. Contudo, estas revisões afectam essencialmente o seu nível e não o sinal relativo à tendência do consumo privado em termos de aceleração/desaceleração.

Dado que o indicador de Gomes (1995) apenas está disponível numa periodicidade trimestral, são também apresentadas as estimativas trimestrais em tempo real do indicador coincidente aqui proposto por forma a facilitar a comparação em termos de fiabilidade (ver Gráfico 6). É possível constatar que o indicador de Gomes (1995) também está sujeito a revisões e que estas são mais pronunciadas em torno de pontos de viragem.

Adicionalmente, dado que a estimativa mais recente é alvo de maior atenção, torna-se importante

(10) Uma vez que os resultados dos inquéritos de opinião e as vendas de veículos não são sujeitos a revisões, não foram consideradas estimativas em tempo real para estas variáveis. Além disso, devido a uma alteração metodológica, apenas foram consideradas estimativas em tempo real para as dormidas de residentes a partir do início de 2003.

(11) Em cada mês, o indicador coincidente é calculado utilizando os dados divulgados até meados do mês seguinte. Para além do consumo privado, que é divulgado com um atraso de 70 dias, esta estimativa também não utiliza o índice de volume de negócios no comércio a retalho, disponibilizado no final do mês seguinte, o índice de volume de negócios na indústria de bens de consumo no mercado interno e as dormidas de residentes, apenas divulgados no início do segundo mês seguinte.

(12) Neste gráfico, tal como em outros mais adiante, a estimativa final refere-se à estimativa obtida com todo o período amostral.

Gráfico 6A  
ESTIMATIVAS TRIMESTRAIS  
DO INDICADOR COINCIDENTE

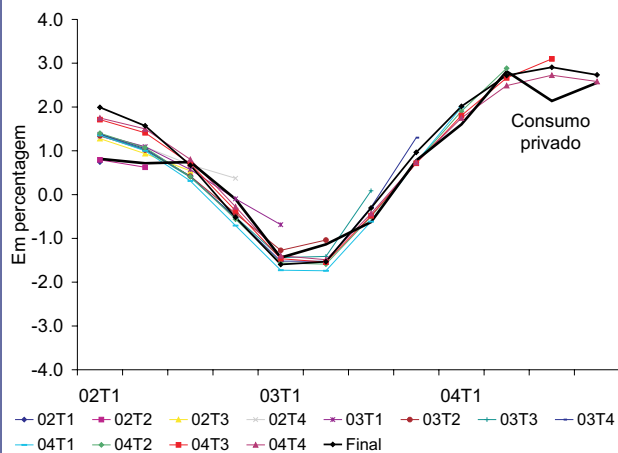
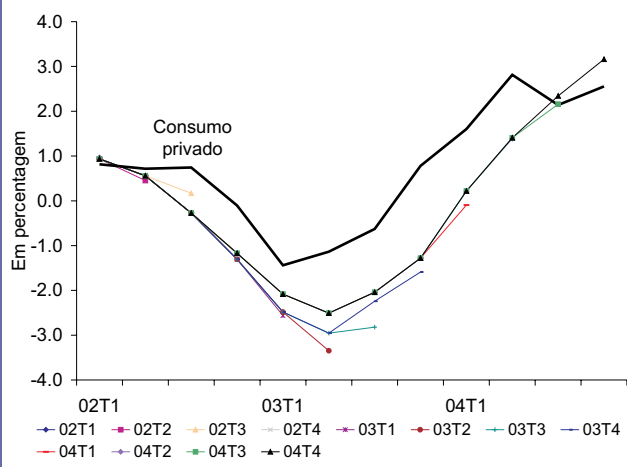
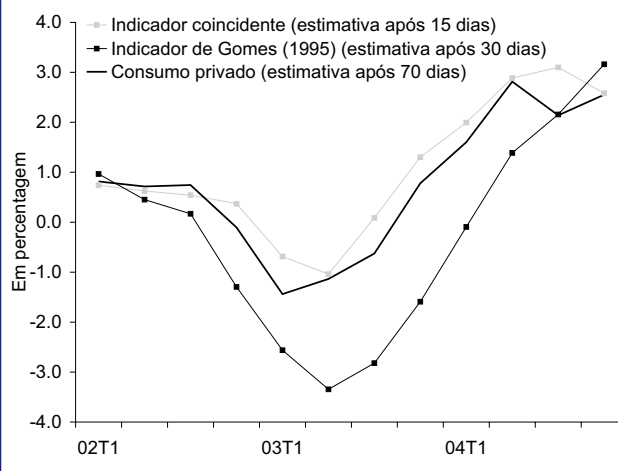


Gráfico 6B  
ESTIMATIVAS DO INDICADOR  
PROPOSTO POR GOMES (1995)



avaliar a fiabilidade das primeiras estimativas. Naturalmente, a fiabilidade de uma estimativa depende do conjunto de informação utilizado na sua obtenção. Em particular, foram consideradas as estimativas que podem ser obtidas em meados do mês seguinte ao do período de referência. Por comparação, as primeiras estimativas da taxa de variação homóloga do consumo privado bem como as do indicador de Gomes (1995) são também apresentadas (ver Gráfico 7). No Quadro 2, encontram-se algumas estatísticas que permitem comparar, quer em termos de taxa de variação quer em termos de aceleração/desaceleração, os indicadores compósitos face ao consumo privado. Em particular, calculou-se a correlação contemporânea entre as primeiras estimativas dos indicado-

Gráfico 7  
PRIMEIRAS ESTIMATIVAS DO INDICADOR  
COINCIDENTE, DO CONSUMO PRIVADO E DO  
INDICADOR PROPOSTO POR GOMES (1995)



Quadro 2

**CORRELAÇÃO, CONCORDÂNCIA EM SINAL E RMSE DAS PRIMEIRAS ESTIMATIVAS**

	Indicador coincidente	Indicador de Gomes (1995)
<i>Taxa de variação</i>		
Correlação .....	0.96	0.90
Concordância em sinal .....	0.83	0.83
RMSE .....	0.48	1.41
<i>Aceleração/Desaceleração</i>		
Correlação .....	0.69	0.63
Concordância em sinal .....	0.67	0.67
RMSE .....	0.67	0.74

res compósitos e do consumo privado, a concordância em sinal que mede a proporção de vezes que partilham o mesmo sinal e o *Root Mean Squared Error* (RMSE) para aferir a magnitude das diferenças. Contudo, a análise destes resultados deve ser rodeada de cautela porque o período amostral não é longo e mais importante, o indicador coincidente não se destina a fazer o *pin point* do crescimento do consumo privado. Ainda assim, os resultados obtidos parecem ser promissores na medida em que o indicador coincidente proposto nunca é pior que o indicador de Gomes (1995).

## 6. CONCLUSÃO

Recorrendo à metodologia proposta por Azevedo, Koopman e Rua (2003), foi desenvolvido um novo indicador coincidente para o consumo privado em Portugal. O indicador resultante utiliza informação de natureza quer quantitativa quer qualitativa, constituindo uma medida sintética acerca da evolução do consumo privado. Apesar do comportamento errático das séries utilizadas como *input*, o indicador coincidente revela-se alisado o que facilita a análise da evolução do consumo privado. Ao contrário do que acontece com o indicador proposto por Gomes (1995), o indicador aqui desenvolvido está disponível numa base mensal. Para além da análise numa frequência mais elevada, o indicador proposto também o permite de forma atempada. De facto, apesar de sujeitas a revisões, as primeiras estimativas revelam-se bastante informativas.

## REFERÊNCIAS

- Azevedo, J., Koopman, S. e Rua, A. (2003), "Tracking growth and the business cycle: a stochastic common cycle model for the euro area", Banco de Portugal *Working Paper* no 16/03.
- Dias, F. (1993), "A composite coincident indicator for the Portuguese economy", Banco de Portugal *Working Paper* no 18/93.
- Gomes, F. (1995), "Um indicador coincidente e um indicador avançado para o consumo privado", *Boletim Económico* Setembro 1995, 77-84, Banco de Portugal.
- Harvey, A. (1989), "Forecasting, structural time series models and the Kalman filter", Cambridge University Press.
- Harvey, A. e Trimbur, T. (2003), "General model-based filters for extracting cycles and trends in economic time series", *The Review of Economics and Statistics*, 85, 244-255.
- Rua, A. (2004), "Um novo indicador coincidente para a economia portuguesa", *Boletim Económico* Junho 2004, 21-29, Banco de Portugal.
- Stock, J. e Watson, M. (1988), "A probability model of the coincident economic indicators", NBER *Working Paper* no 2772.
- Stock, J. e Watson, M. (1993), "A procedure for predicting recessions with leading indicators: econometric issues and recent experience" in *Business Cycles, Indicators and Forecasting*, Stock, J. e Watson, M. (eds.), The University of Chicago Press.

### ANEXO

O consumo privado real trimestral (corrigido de sazonalidade) é disponibilizado pelo Instituto Nacional de Estatística (INE) desde 1995, de acordo com o Sistema Europeu de Contas (SEC) 1995. Antes de 1995, a série foi retropolada com as taxas de variação da série correspondente disponível de acordo com o SEC 1979. O índice de volume de negócios no comércio a retalho (não corrigido de variações sazonais) é disponibilizado pelo INE, em termos reais, desde Janeiro de 2000. Para o período anterior, o INE apenas disponibiliza o índice em termos nominais. Uma vez ajustado pela evolução de preços (estimativas do Banco de Portugal), essa série pode ser utilizada para obter um índice de volume de negócios no comércio a retalho real com um período amostral maior. O número de veículos ligeiros de passageiros, incluindo todo-o-terreno, vendidos é divulgado pela ACAP (Associação do Comércio Automóvel de Portugal) e não é corrigido de sazonalidade. Dado que a série incluindo todo-o-terreno apenas está disponível a partir de Janeiro de 1993, foi retropolada utilizando as taxas de variação da série excluindo todo-o-terreno. A variável volume de vendas no comércio a retalho resulta do inquérito mensal realizado pelo INE. Os valores referem-se ao saldo de respostas extremas (s.r.e.) relativamente ao volume de vendas no comércio a retalho e não são corrigidos de sazonalidade. A série começa apenas em Junho de 1994. Contudo, utilizando a anterior série divulgada pelo INE, baseada numa amostra diferente, foi possível obter uma série desde Janeiro de 1989. Os valores antes de Junho de 1994 fo-

ram ajustados de uma constante, resultante da diferença média entre as duas séries no período comum. O número de dormidas em estabelecimentos hoteleiros de residentes em Portugal é divulgado pelo INE e não é corrigido de sazonalidade. Devido a uma alteração metodológica no início de 2003, a actual série apenas está disponível desde Janeiro de 2001. Assim sendo, foi retropolada com as taxas de variação da série anteriormente publicada. O índice de volume de negócios na indústria de bens de consumo no mercado interno, em termos reais, foi obtido ajustando a correspondente série nominal da evolução de preços utilizando para o efeito o índice de preços na produção industrial de bens de consumo. O índice de volume de negócios na indústria de bens de consumo no mercado interno, em termos nominais, é divulgado pelo INE (não corrigido de variações sazonais) mas devido a uma mudança de base, a série mais recente foi retropolada com as taxas de variação da série anterior. Tal é válido também para o índice de preços na produção industrial de bens de consumo. Relativamente à situação financeira das famílias e situação económica geral, ambas são provenientes do inquérito mensal aos consumidores divulgado pela Comissão Europeia. As séries são corrigidas de sazonalidade e a primeira refere-se ao saldo de respostas extremas relativo à situação financeira actual das famílias face à verificada 12 meses antes enquanto que a segunda diz respeito à avaliação dos consumidores relativamente à situação económica geral nos últimos 12 meses.

## CARACTERIZAÇÃO E DETERMINANTES DAS REMUNERAÇÕES NA ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA EM PORTUGAL\*

*Mário Centeno\*\**  
*Manuel Coutinho Pereira\*\**

### 1. INTRODUÇÃO

A utilização da teoria económica para estudar o funcionamento interno das organizações tem sido objecto de um crescente interesse entre os economistas, evidenciado pela importância de artigos como os de Baker *et al.* (1994) e Lazear (1999). As principais questões analisadas por esta literatura prendem-se com o estudo dos mercados internos de trabalho, incentivos, remunerações, promoções, avaliação e recrutamento de trabalhadores e mobilidade interna e externa.

Este estudo insere-se nesta vertente da teoria económica e tem como objectivo caracterizar a distribuição salarial na Administração Pública (AP) em Portugal e as suas principais determinantes, com base nos dados do 2º Recenseamento Geral da Administração Pública, que se reporta a Dezembro de 1999<sup>(1)</sup>. Esta análise vem, de certo modo, complementar o estudo dos diferenciais salariais entre os sectores público e privado de Portugal e Centeno (2001). Para esse efeito é utilizada uma base de dados bastante mais exaustiva, e é analisado detalhadamente o funcionamento dos mecanismos de formação salarial na AP, à luz da literatura acima referida.

O Recenseamento da AP inclui informação sobre as características dos trabalhadores, comuns à maioria das bases de dados existentes, mas tem a vantagem de dispor de informação complementar referente à posição do trabalhador na AP, nomeadamente quanto à sua antiguidade, categoria profissional e âmbito da administração. Esta informação torna possível, para além da análise do retorno salarial das variáveis relativas às características individuais (idade, género e educação, por exemplo), a determinação do impacto no retorno salarial de variáveis que medem a progressão do trabalhador na AP.

O estudo centra-se em dois aspectos principais. O primeiro consiste em analisar o retorno salarial associado ao capital humano possuído pelo trabalhador (nomeadamente, educação e antiguidade). Especial atenção é ainda dada aos diferenciais de remuneração associados ao género. O segundo aspecto diz respeito à caracterização da AP como um “mercado interno de trabalho”, o que se traduz na existência de regras de progressão nas carreiras bastante rígidas, em particular, com níveis de entrada claramente definidos e com uma forte progressão de “baixo para cima”. O estudo procura investigar a rigidez de funcionamento e os incentivos salariais dados ao trabalhador ao longo da sua carreira. A evidência empírica relativamente a estes pontos baseia-se principalmente no estudo do impacto da categoria profissional na determinação do salário, e na análise do padrão de progressão na carreira através da estimação do retorno médio para a antiguidade e da sua

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

\*\* Departamento de Estudos Económicos.

(1) A base de dados construída a partir dos resultados do recenseamento foi posta à disposição do Banco de Portugal pela Direcção-Geral da Administração Pública. O primeiro recenseamento deste tipo foi levado a cabo em Outubro de 1996.

dispersão dentro de cada categoria profissional.

Note-se que uma caracterização completa do modo de funcionamento e gestão de incentivos no mercado interno de trabalho constituído pelo conjunto da AP requer a comparação com um grupo de referência, que é tipicamente dado pelo sector privado. Tal comparação não é, contudo, objecto deste estudo.

O artigo está organizado da seguinte forma. A secção 2 apresenta uma breve descrição da base de dados, com particular destaque para a variável remunerações horárias. Na secção 3 descreve-se a metodologia utilizada. Nas secções 4 e 5 apresentam-se os resultados obtidos, com destaque para a análise do retorno associado à educação e antiguidade e da discrepância salarial associada ao género. Na secção 6 é analisado o padrão de progressão na carreira em diversas categorias profissionais e o grau de rigidez nessa progressão. As conclusões são apresentadas na secção 7.

## 2. DADOS

A base de dados utilizada compreende 677 715 funcionários públicos, cobrindo todos os organismos da AP, com excepção da componente militar do Ministério da Defesa Nacional e dos trabalhadores da administração regional da Região Autónoma dos Açores. A base de dados contém um elevado número de variáveis normalmente utilizadas na análise das carreiras dos trabalhadores dentro de uma organização.

A variável chave para este estudo é a remuneração de cada trabalhador. Esta variável é medida pela remuneração por hora trabalhada, obtida através da informação sobre a remuneração mensal e o tempo de trabalho semanal. A informação relativa às características individuais dos trabalhadores inclui: o sexo, a idade e as habilitações literárias. As principais variáveis referentes à posição do trabalhador na AP incluem, para além da antiguidade, o âmbito da administração (central, local ou regional e, no caso da administração central, a informação acerca do ministério), a categoria profissional e o vínculo jurídico<sup>(2)</sup>. No Apêndice 1 são apresentadas algumas estatísticas descritivas que

caracterizam a distribuição da remuneração horária e antiguidade (Quadros 1 e 2). Os restantes quadros do Apêndice 1 apresentam a caracterização da população para outras variáveis: habilitações literárias, vínculo jurídico, âmbito da administração/ministério e categoria profissional (Quadros 3 a 7).

A distribuição das remunerações horárias constitui o ponto de partida deste trabalho, pelo que será analisada com maior detalhe. No Gráfico 1A apresenta-se uma estimativa da função densidade das remunerações horárias na AP e no sector privado (utilizando-se para o sector privado a informação dos Quadros de Pessoal para 1999). A simples visualização da distribuição das remunerações horárias na AP e no sector privado permite ter uma ideia das principais diferenças existentes em termos de concentração e dispersão dos trabalhadores e segmentação salarial. Assim sendo, é claro a partir do gráfico que ambas as distribuições são enviesadas à esquerda, isto é, existe uma concentração de trabalhadores nos escalões relativamente mais baixos de remuneração. Contudo, esta característica é mais vincada no sector privado, verificando-se aí uma muito maior proporção de indivíduos com remuneração próxima do salário mínimo nacional<sup>(3)</sup>. Consequentemente, a mediana da distribuição salarial no sector privado é consideravelmente inferior à mediana no sector público. Por outro lado, a distribuição salarial na AP é claramente plurimodal e muito menos “alisada” do que no sector privado. Esta característica espelha a forte segmentação salarial que se verifica no sector público, e que está também associada a condições rígidas de entrada e progressão nas diversas carreiras. Estes dois fenómenos levam à concentração de indivíduos em certos níveis de remuneração e à sua progressão de forma homogénea ao longo da distribuição salarial.

Os Gráficos 1B e 1C apresentam as funções de densidade para os grupos homens/mulheres e trabalhadores com ensino superior/sem ensino superior, respectivamente, mas apenas para o sector público.

A distribuição salarial dos trabalhadores com ensino superior tem um comportamento mais si-

(2) Estão disponíveis ainda outras variáveis que não foram utilizadas no estudo, nomeadamente, informação geográfica sobre o serviço, o organismo e local de trabalho.

(3) Note-se que o salário mínimo nacional não se aplica à AP. Na prática, verifica-se que os índices salariais mais baixos vigentes na AP estão próximos do salário mínimo nacional.



Gráfico 1A  
FUNÇÕES DENSIDADE DAS REMUNERAÇÕES  
HORÁRIAS NA ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA  
E SECTOR PRIVADO<sup>(a)(b)</sup>

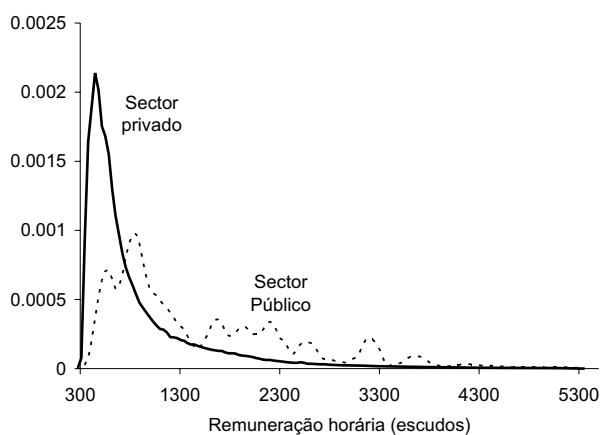
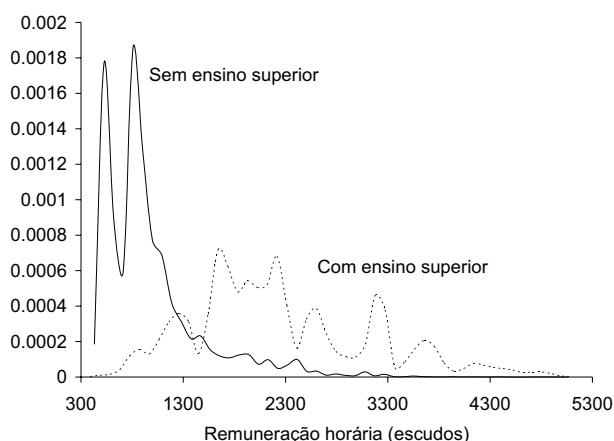


Gráfico 1C  
FUNÇÕES DENSIDADE DAS REMUNERAÇÕES  
HORÁRIAS NA ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA,  
SEGUNDO AS HABILITAÇÕES LITERÁRIAS<sup>(a)</sup>



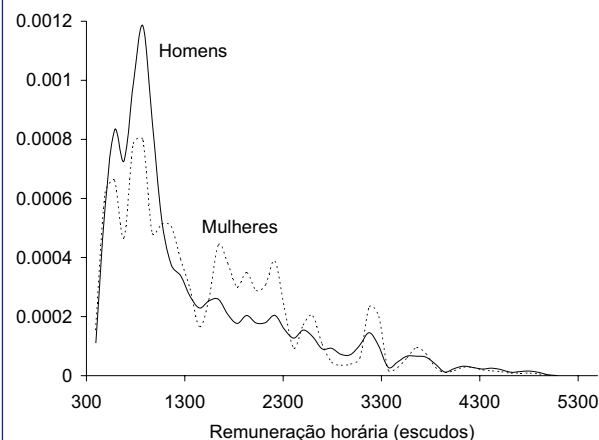
Notas:

(a) Funções densidade estimadas pelo método de kernel com a função kernel de Epanechnikov.

(b) Dados para a AP do 2º Recenseamento Geral, 1999, e para o sector privado dos Quadros de Pessoal, 1999, Ministério do Trabalho e da Segurança Social.

métrico do que a dos trabalhadores com habilitações literárias inferiores, estando esta última na base da assimetria das remunerações como um todo, acima referida. Em ambos os casos as distribuições são claramente plurimodais. Por outro lado, como entre os homens a proporção de trabalhadores sem licenciatura ou bacharelato é relativamente maior, a distribuição das remunerações

Gráfico 1B  
FUNÇÕES DENSIDADE DAS REMUNERAÇÕES  
HORÁRIAS NA ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA,  
SEGUNDO O GÉNERO<sup>(a)</sup>



para indivíduos do sexo masculino tem também um comportamento bastante mais assimétrico. Desta forma, enquanto as remunerações médias para os homens e mulheres estão relativamente próximas, as respectivas remunerações medianas encontram-se bastante afastadas, sendo a dos homens consideravelmente inferior.

Esta primeira análise dos dados revela algumas características do processo de determinação das salários que procuraremos detalhar nas restantes secções:

- Grande influência das habilitações na diferenciação salarial;
- Forte segmentação na estrutura salarial (estrutura salarial plurimodal).

### 3. METODOLOGIA

O estudo das determinantes dos salários é habitualmente feito através da estimação de equações de salários, em que figuram como variável a explicar as remunerações horárias e como variáveis explicativas, entre outras, várias medidas para o *stock* de capital humano. Este pode ser caracterizado como capital humano geral, medido através das habilitações literárias (neste estudo consideram-se quatro escalões: menos do que o 9º ano, 9º ano, 11º/12º ano e bacharelato/licenciatura) e da experiência, ou como capital humano específico, medido através da duração do vínculo laboral (ou antiguidade na organização).

A capacidade de se separar o efeito da experiência do efeito da antiguidade depende da qualidade da informação disponível para a primeira variável e da incidência de experiências de trabalho de longa duração. A informação disponível no recenseamento inclui informação sobre a antiguidade do trabalhador na AP, mas não sobre a sua experiência no mercado de trabalho (embora se possa obter uma aproximação desta última variável a partir da idade do trabalhador). De qualquer forma, na AP, tendo em conta a elevada incidência de experiências de trabalho de longa duração, as duas variáveis têm, em princípio, um conteúdo informativo semelhante. De facto, a proporção de trabalhadores com mais de 20 anos de antiguidade entre os trabalhadores com mais de 45 anos de idade é de cerca de 69 por cento. Como os resultados econométricos indicaram que a antiguidade tinha um poder explicativo superior, foi esta a variável utilizada nas regressões. No modelo estimado incluiu-se um termo não linear (o quadrado da antiguidade) para tomar em consideração que o aumento da remuneração com a experiência poderá ocorrer a uma taxa variável. O modelo tem também variáveis relativas ao sexo e à existência de um vínculo jurídico diferente da nomeação definitiva ou provisória, e que corresponde às situações respeitantes a contratos administrativo de provimento, individual de trabalho e a termo certo. A equação estimada foi a seguinte:

$$(1) \ln y_i = \beta_0 + \beta_1 E9_i + \beta_2 E12_i + \beta_3 ELic_i + \beta_4 A_i + \beta_5 A_i^2 + \beta_6 M_i + \beta_7 V_i + u_i,$$

onde  $\ln y_i$  é o logaritmo do salário horário;  $E9_i$ ,  $E12_i$  e  $ELic_i$  são variáveis artificiais para designar os níveis de educação: 9º ano, 11º/12º ano, bacharelato/licenciatura;  $A_i$  é a antiguidade (em anos);  $A_i^2$  é o quadrado da antiguidade;  $M_i$  é uma variável artificial para diferenciar o sexo masculino;  $V_i$  é uma variável artificial para diferenciar a existência de um vínculo jurídico diferente da nomeação definitiva ou provisória.

Como se referiu, o Recenseamento dispõe de outras variáveis referentes à posição do trabalhador na AP, como sejam o âmbito da administração/ministério a que o trabalhador pertence e a respectiva categoria profissional. No entanto, a interpretação do poder explicativo destas variáveis deve ser feita com cautela, tendo em conta que o seu impacto não pode ser visto independentemente

do impacto das variáveis explicativas relativas às características individuais. Este aspecto é particularmente evidente no que se refere à relação entre as habilitações literárias e a categoria profissional, uma vez que o acesso à maior parte dessas categorias pressupõe a detenção de um determinado grau mínimo de habilitações literárias. Desta forma, a inclusão das variáveis referentes à posição do trabalhador na AP faz sobretudo sentido como contraponto aos resultados obtidos com a especificação (1), com o objectivo de determinar o seu impacto adicional, bem como em termos da possível alteração no retorno inicialmente estimado (em particular relativamente às habilitações literárias). Assim, consideraram-se para além da especificação (1), outras duas especificações incluindo variáveis artificiais para diferenciar, respectivamente, o âmbito da administração/ministério e a categoria profissional do trabalhador.

As diferentes especificações foram, em primeiro lugar, estimadas através do método dos mínimos quadrados, através do qual se obtém o valor esperado da remuneração horária do trabalhador  $i$  condicionado a um dado valor assumido pelas respectivas características. Contudo, este método de estimação não permite a análise do impacto das variáveis explicativas ao longo da distribuição dos salários. Para este efeito é necessário utilizar a regressão de quantis<sup>(4)</sup>, que estima o impacto das variáveis explicativas para o quantil  $\theta$  da distribuição da variável dependente –  $Q_\theta(y|X)$ :

$$Q_\theta(y|X) = X\beta(\theta), \theta \in (0,1).$$

Fazendo variar o quantil para o qual é estimada a equação, é possível obter uma caracterização completa da distribuição de  $y$  condicionada aos valores assumidos pelas variáveis explicativas, e assim avaliar a influência destas últimas não apenas na média mas em qualquer outro ponto da distribuição de  $y$ . Este aspecto é particularmente importante para investigar questões relativas à distribuição dos salários. Por exemplo, quando avaliamos a existência de desigualdade salarial entre homens e

(4) Sobre este método de estimação ver, por exemplo, Buchinsky (1998). Aplicações no contexto do diferencial salarial entre os sectores público e privado encontram-se, por exemplo, em Poterba e Rueben (1994) e Melly (2003).

mulheres, é comum que tal desigualdade só se verifique para quantis elevados, e não para quantis intermédios e baixos da distribuição das remunerações (fenómeno designado por *glass ceiling*). Neste contexto, a regressão de quantis apresenta vantagens evidentes relativamente à regressão dos mínimos quadrados.

#### 4. EDUCAÇÃO, ANTIGUIDADE E CATEGORIA PROFISSIONAL

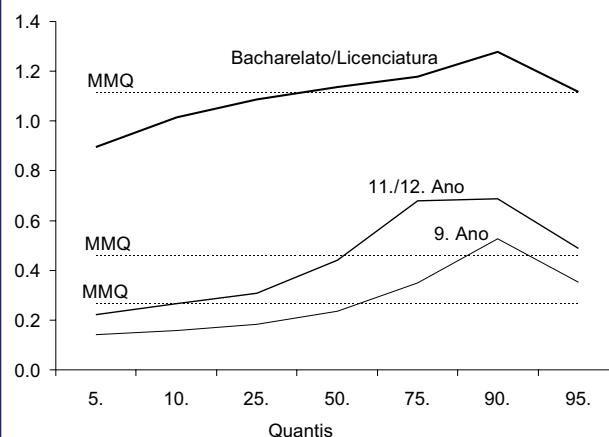
Os resultados da estimação da especificação (1) pelos métodos da regressão de quantis e dos mínimos quadrados são apresentados nos Gráficos 2 e 3, para as variáveis que medem a educação e a antiguidade. No Apêndice 2 apresentam-se os resultados econométricos em detalhe. Note-se que os coeficientes obtidos são, quase sem excepção, estatisticamente significativos.

A variável dependente (remuneração horária) foi especificada em logaritmos, pelo que as estimativas dos coeficientes podem ser interpretadas, aproximadamente, como o efeito diferencial (expresso em percentagem) associado à variável em causa<sup>(5)</sup>. Assim, por exemplo, o acréscimo na remuneração que advém de o trabalhador possuir o 9º ano de escolaridade (em oposição a possuir um nível de escolaridade inferior) será aproximadamente de 24 por cento, na mediana das remunerações horárias; e de o trabalhador ter 15 anos de experiência em vez de 5 anos será cerca de 25 por cento, também na mediana.

Tal como tem sido estabelecido em estudos anteriores, verifica-se que o retorno do investimento em educação em Portugal, nomeadamente no que respeita aos graus de ensino superior, são muito altos (ver, por exemplo, Portugal e Centeno (2001) e Portugal (2004)). Os resultados obtidos mostram que, no sector público em Portugal, um indivíduo com bacharelato/licenciatura auferirá um prémio salarial entre 75 a 100 por cento relativamente a um indivíduo com o 9º. ano completo. Os gráficos mostram que o prémio auferido pela detenção dos vários graus de habilitações literárias aumenta continuamente ao longo da curva das remunerações (até aproximadamente ao percentil 90), sendo

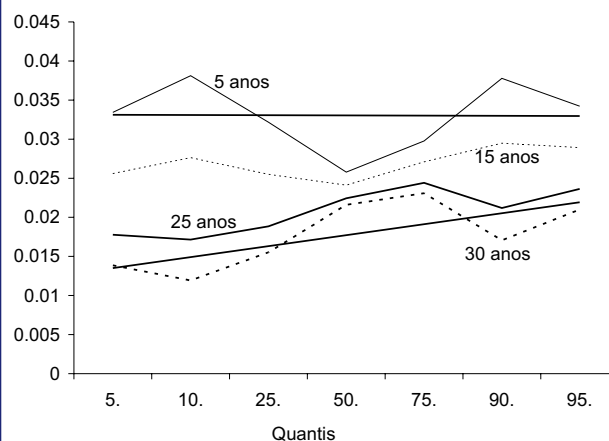
(5) O valor exacto do impacto estimado é obtido fazendo  $e^b - 1$ , onde  $b$  é a estimativa do coeficiente. Contudo, para valores "pequenos" de  $b$  tem-se  $e^b - 1 \approx b$ .

Gráfico 2  
IMPACTO DA EDUCAÇÃO NO RENDIMENTO



Nota: Coeficientes das variáveis referentes às habilitações literárias na equação (1), obtidos através de regressões de quantis e dos mínimos quadrados.

Gráfico 3  
IMPACTO MARGINAL DA ANTIGUIDADE NO RENDIMENTO



Nota: Coeficientes das variáveis referentes à antiguidade na equação (1), obtidos através de regressões de quantis. Impacto marginal calculado como  $\hat{\beta}_4 + 2\hat{\beta}_5 A_i$ .

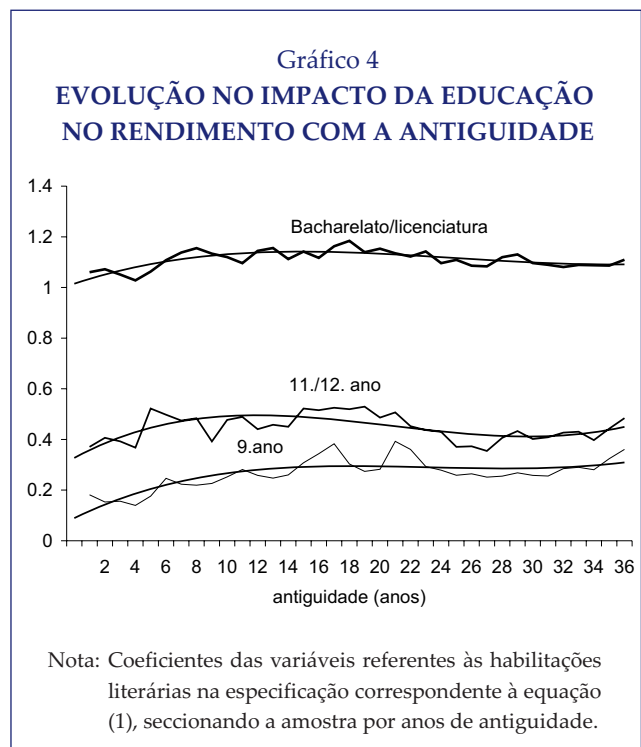
o prémio nos percentis inferiores [superiores] bastante menor [maior] do que o prémio estimado na regressão dos mínimos quadrados. Nos estudos já referidos, constatou-se que o ganho salarial associado à detenção de níveis mais elevados de educação na AP é superior ao estimado para o total da população empregada.

O retorno para a antiguidade é um dos indicadores da importância do mercado interno de trabalho numa organização e uma medida para o re-

torno do capital humano específico. Um forte retorno para a antiguidade pode também ter um fundamento económico relacionado com o pagamento de salários de eficiência, mas num sector com elevada protecção ao emprego pode também revelar a existência de rendas não justificadas economicamente. Os coeficientes associados à antiguidade indicam uma componente linear positiva e próxima de 3.5 por cento, enquanto que a componente quadrática é negativa, pelo que o aumento da remuneração se faz a uma taxa decrescente. No Gráfico 3 apresenta-se o impacto marginal (i.e. correspondente a um ano adicional de antiguidade) à medida que se avança na carreira, para os vários quantis da distribuição dos salários. As curvas deslocam-se para baixo à medida que aumenta a antiguidade, reflectindo um efeito marginal decrescente desta variável. Verifica-se ainda que, enquanto no patamar mais baixo de antiguidade o efeito marginal se mantém mais ou menos constante ao longo da distribuição, no patamar mais elevado o efeito marginal é claramente mais baixo na aba esquerda (reflectindo um termo não linear mais negativo). Este resultado capta um efeito dos tectos salariais mais intenso para os indivíduos no topo das categorias profissionais de menor remuneração.

É comum em estudos deste tipo avaliar a evolução do retorno associado às habilitações literárias com a antiguidade. Com efeito, é de esperar que a importância das habilitações literárias, como medida de capital humano geral, decresça à medida que os trabalhadores vão acumulando capital humano específico. Para investigar este ponto, procedeu-se à estimação de uma especificação correspondente à especificação (1), mas seccionando a amostra por escalões de antiguidade. Os resultados são mostrados no Gráfico 4. Apesar de se notar algum decréscimo da importância das habilitações literárias com a antiguidade, depois de se atingir aproximadamente 1/3 da carreira, aquela mantém-se sempre a um nível elevado. Este resultado sugere alguma incapacidade de se premiar a aquisição de capital humano específico pelo trabalhador, continuando as habilitações literárias a desempenhar um papel muito importante na determinação do salário ao longo da vida profissional.

Em relação a outras variáveis que caracterizam a relação de trabalho, são de destacar o resultado

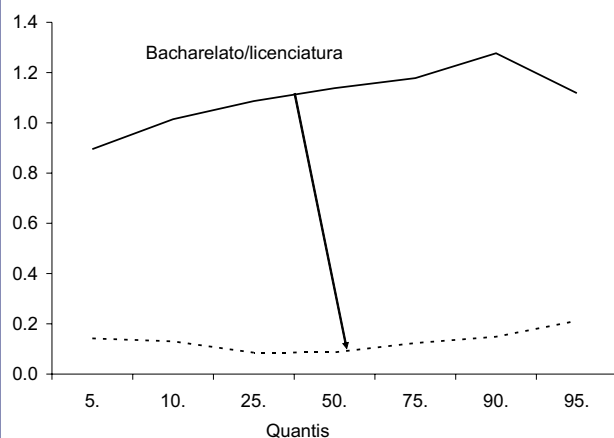


obtido para a relação jurídica, que identifica os indivíduos sem nomeação. Esta variável tem um impacto negativo nos quantis mais baixos e positivo nos mais elevados (ver Apêndice 2). Este resultado capta, para escalões mais baixos de remunerações, o efeito dos vínculos precários, como os contratos a termo certo, que se traduzem numa penalização salarial. Pelo contrário, para escalões de remunerações mais elevados, a variável reflecte o prémio salarial de trabalhadores que ocupam cargos dirigentes ou em gabinetes, mas que não têm vínculo à função pública. O coeficiente associado ao sexo masculino é positivo e claramente crescente ao longo da curva das remunerações, indiciando a existência de um diferencial salarial associado ao género, principalmente nos escalões mais elevados de remuneração.

Como atrás se indicou, num segundo passo, foram estimadas as especificações que incluem outras variáveis relativas à posição do trabalhador no seio da administração pública, nomeadamente referentes ao âmbito da administração/ministério e à categoria profissional do trabalhador. Os resultados destas regressões são apresentados no Apêndice 2. O resultado mais relevante prende-se com o impacto da inclusão da categoria profissional no retorno associado às habilitações literárias, que é consideravelmente esvaziado. No Gráfico 5 exemplifica-se para o grau bacharelato/licenciatura, mas

Gráfico 5

### ALTERAÇÃO DO IMPACTO DA EDUCAÇÃO NO RENDIMENTO NUM MODELO INCLUINDO A CATEGORIA PROFISSIONAL



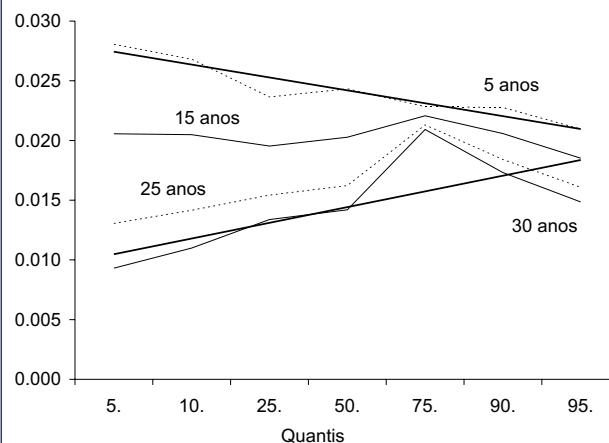
Nota: Coeficiente da variável referente a bacharelato/licenciatura na equação (1) (a cheio) e na equação incluindo a categoria profissional (a tracejado), obtidos através de regressões de quantis.

observa-se o mesmo fenómeno para os restantes graus (ver Apêndice 2). O impacto fortemente negativo sobre o coeficiente associado às habilitações literárias permite concluir que a importância desta última variável se traduz fundamentalmente em ser condição de acesso a uma determinada categoria profissional. Este resultado ajuda também a explicar a manutenção da importância das habilitações literárias ao longo da carreira, que no fundo significa a manutenção numa determinada categoria profissional ao longo da carreira. Encontra-se aqui novamente evidência de forte segmentação salarial na AP e da existência de um mercado interno de trabalho. Note-se que análises deste tipo levadas a cabo para o sector privado (ver Lima e Pereira (2003) para o caso português) indicam um muito menor impacto da categoria profissional sobre os coeficientes das variáveis que medem as habilitações literárias dos indivíduos.

Relativamente aos coeficientes das variáveis artificiais âmbito da administração/ministério, a sua magnitude é reduzida, excepto quando reflecte a predominância de certas categorias profissionais num dado ministério. Esta última constatação foi confirmada através de uma regressão adicional juntando todas as variáveis artificiais (isto é, quer as relativas ao ministério, quer à categoria profissi-

Gráfico 6

### ALTERAÇÃO DO IMPACTO MARGINAL DA ANTIGUIDADE NO RENDIMENTO NUM MODELO INCLUINDO A CATEGORIA PROFISSIONAL



Nota: Coeficientes das variáveis referentes à antiguidade na equação incluindo a categoria profissional, obtidos através de regressões de quantis. Impacto marginal calculado como  $\hat{\beta}_4 + 2\hat{\beta}_5 A_i$ .

onal). A inexistência de diferenciação salarial significativa entre ministérios indica uma reduzida possibilidade de existir “concorrência” entre os mesmos na captação dos melhores trabalhadores, com a conseqüente falta de incentivos à mobilidade dentro da AP.

Para finalizar, analisa-se o impacto no retorno associado à antiguidade da tomada em consideração da categoria profissional. Os resultados são apresentados no Gráfico 6. A inclusão desta variável tem como efeito expurgar do retorno salarial para a antiguidade a diferença entre os níveis salariais das várias categorias profissionais. Comparativamente ao Gráfico 3, verifica-se que na parte mais baixa da distribuição as diferenças nesse retorno são agora mais marcadas, registando-se uma quebra mais acentuada para os trabalhadores com salários baixos e elevada senioridade. No topo da distribuição esta diferença é bastante mais reduzida aparecendo agora de forma mais clara o efeito dos tectos salariais associados ao sistema retributivo na generalidade das carreiras da AP.

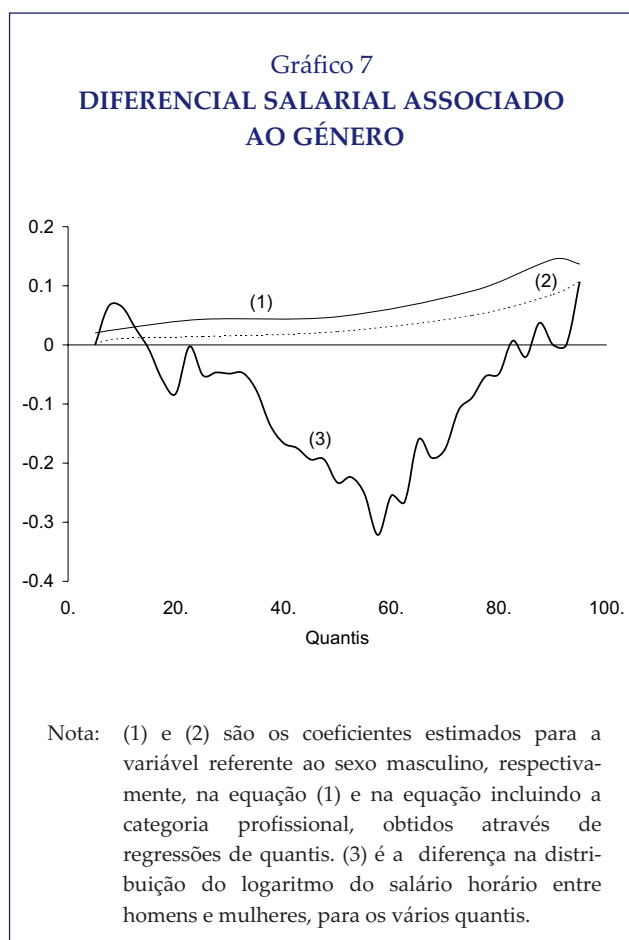
O comportamento do retorno salarial para os trabalhadores com maior nível de antiguidade permite uma leitura adicional dos resultados obtidos. Para trabalhadores na fase final da carreira, o

retorno para mais um ano de antiguidade é significativamente superior entre a mediana e o último decil da distribuição de salários, quando comparado com os níveis mais baixos de remuneração. Este resultado, obtido após controlar para os efeitos da educação e da categoria profissional, aponta para um maior crescimento salarial dos indivíduos no topo da distribuição salarial, aqueles que tiveram carreiras profissionais mais bem sucedidas dentro da AP. No entanto, este efeito desaparece no último decil, o que revela de novo a existência dos referidos tectos salariais.

### 5. PRÉMIO SALARIAL ASSOCIADO AO GÉNERO

A existência de um prémio salarial associado ao género é um aspecto normalmente abordado nas análises de salários dentro das organizações. Este fenómeno é comum a países com diferentes regimes institucionais, mas é menos frequente no sector público em quase todos os países. Com o objectivo de caracterizar a situação na AP em Portugal, nesta secção examinam-se os resultados obtidos para o diferencial salarial entre homens e mulheres. No Gráfico 7 apresenta-se o coeficiente estimado para a variável artificial referente ao sexo masculino, quer controlando para as características individuais e antiguidade, quer controlando adicionalmente para a categoria profissional, bem como a diferença simples, para os vários quantis, entre as remunerações dos dois grupos.

As mulheres auferem salários superiores aos dos homens fora das abas da distribuição dos salários, sendo portanto o diferencial salarial bruto negativo aproximadamente entre os percentis 15 a 85. Este resultado está de acordo com o facto de a



remuneração média das mulheres ser superior à dos homens (ver Apêndice 1). Contudo, controlando para as características individuais, o diferencial torna-se positivo ao longo de toda a curva das remunerações, sendo a sua magnitude maior nos quantis mais elevados. Portanto, os salários mais elevados auferidos pelas mulheres não são suficientes para compensar uma maior dotação em termos de capital humano, designadamente habilitações literárias mais elevadas (ver Apêndice 1). Controlando adicionalmente para a categoria pro-

Quadro 1

#### DECOMPOSIÇÃO DE MACHADO-MATA PARA A DIFERENÇA SALARIAL POR GÉNERO

Quantil	10.	20.	30.	40.	50.	60.	70.	80.	90.	Oaxaca (MMQ)
Diferença nas características individuais. . . . .	-0.12	-0.18	-0.19	-0.24	-0.32	-0.31	-0.19	-0.13	-0.10	-0.17
Diferença na remuneração das características individuais . . . . .	0.06	0.05	0.04	0.03	0.01	0.02	0.03	0.08	0.12	0.07

Nota: Diferença nas características individuais obtida como  $Q_w(\hat{y}^f) - Q_w(\hat{y}^m)$  e diferença na remuneração das características individuais como  $Q_w(\hat{y}^m) - Q_w(\hat{y}^f)$ , onde  $Q_w(\cdot)$  é o decil  $w$  das distribuições do logaritmo do salário horário estimadas com base na equação (1) para os homens e para as mulheres, isto é  $[\hat{y}^m = X^m \hat{\beta}^m(\theta)]$  e  $[\hat{y}^f = X^f \hat{\beta}^f(\theta)]$ , e da distribuição contrafactual que prevaleceria se a dotação dos homens fosse remunerada ao preço da dotação das mulheres  $[\hat{y}^f = X^m \hat{\beta}^f(\theta)]$ . Resultados obtidos com base numa amostra, extraída aleatoriamente, de aproximadamente 25000 homens e 25000 mulheres, utilizando a variante apresentada em Albrecht *et al.* (2003).

fissional, o diferencial permanece positivo, mas é inferior, o que significa que uma parte da desigualdade observada se fica a dever a uma predominância dos homens nas categorias profissionais a que está associado um prémio remunerativo (melhor remuneração relativa para um dado nível de habilitações literárias).

A diferença salarial observada entre os dois grupos pode ser dividida em duas componentes: uma associada à taxa de retorno de cada característica (isto é, o preço da característica no mercado de trabalho) e outra que reflecte a composição dos grupos em termos das diferentes características. O procedimento (proposto inicialmente por Oaxaca (1973)) consiste na estimação separada do retorno salarial das várias características específico a cada um dos grupos. A decomposição de Oaxaca “tradicional” compara o retorno salarial dos grupos na média amostral dos regressores. Machado e Mata (2005) realizam uma extensão desta abordagem, que permite fazer a comparação em qualquer ponto da distribuição salarial. No Quadro 1 apresenta-se a decomposição de Machado-Mata para a diferença entre os salários dos homens e das mulheres.

A decomposição realizada vem confirmar que as mulheres possuem “mais” capital humano, existindo uma significativa contribuição do desnível na respectiva dotação para o diferencial salarial bruto entre homens e mulheres. Contudo, se fixássemos um “preço” comum aos dois grupos, a dotação relativa de escolaridade entre os dois grupos levaria a que se observasse uma diferença de salários ainda superior. A desigualdade nas taxas de retorno associadas às características individuais, é particularmente forte na parte direita da distribuição de rendimentos, aproximadamente a partir do percentil 80. Estes resultados constituem uma indicação da existência de *glass ceiling* na progressão salarial das mulheres, isto é, para salários mais elevados o retorno salarial é maior nos homens.

## 6. PROGRESSÃO E DISPERSÃO SALARIAL EM ALGUMAS CATEGORIAS PROFISSIONAIS DA AP

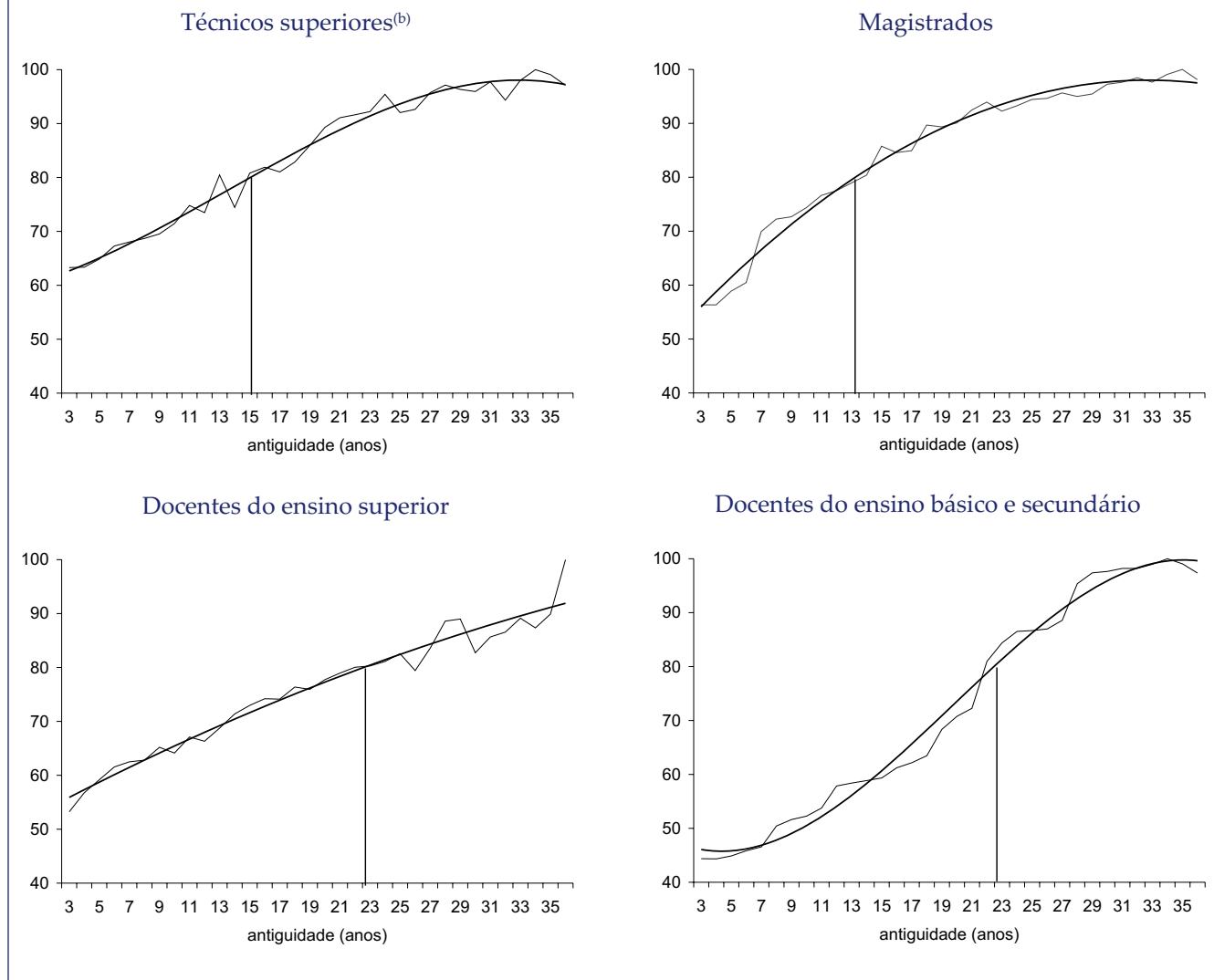
Um dos aspectos centrais na análise da progressão salarial dentro das organizações prende-se com a forma como estas conseguem gerir os incen-

tivos ao longo das experiências profissionais. Esta questão assume uma particular relevância num sector em que a produtividade é de difícil medição, como é a generalidade da AP, e em que os incentivos salariais associados com a progressão nas carreiras são um dos mecanismos mais utilizados para gestão de incentivos ao longo do tempo. Nesta secção comparamos o padrão de progressão para algumas categorias profissionais da AP. Este padrão deve ser entendido como o retorno observado e não como um retorno esperado em função dos anos de antiguidade. De facto, as carreiras dos trabalhadores dentro de cada categoria foram influenciadas por condições que podem já não vigorar actualmente. Os coeficientes associados à antiguidade nas regressões anteriormente apresentadas indicam, de uma forma geral, que o retorno da antiguidade aumenta a uma taxa decrescente, mas com um comportamento diferenciado ao longo da distribuição dos salários. Contudo, esta análise agregada “esconde” comportamentos muito diferenciados dentro da AP.

A análise realizada inclui oito categorias profissionais, que se consideraram representativas de carreiras tipicamente realizadas em escalões baixos, intermédios e altos da curva de salários. Por outro lado, as categorias profissionais escolhidas caracterizam-se por uma elevada homogeneidade das habilitações literárias dos respectivos trabalhadores e, quando não era o caso, apenas foram considerados os trabalhadores com o grau de habilitações literárias mais comum nessa categoria profissional. Procedeu-se à estimação da média das remunerações horárias para cada ano de antiguidade. Os resultados são apresentados como o peso do salário para cada ano de antiguidade no salário no final da carreira (Gráfico 8), tendo-se ainda feito o ajustamento de uma curva polinomial a fim de captar a respectiva tendência.

O padrão de progressão difere bastante entre categorias profissionais, mesmo para aquelas que pressupõem um grau semelhante de habilitações literárias. Por exemplo, os médicos e os magistrados exibem um padrão fortemente logarítmico, com incrementos salariais muito elevados nos anos iniciais que depois tendem a decrescer rapidamente. Pelo contrário, os docentes do ensino básico e secundário têm ganhos salariais significativos numa fase mais avançada da carreira. Este último tipo de progressão parece observar-se tam-

Gráfico 8 (continua)  
**PROGRESSÃO SALARIAL  
 NA ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA** <sup>(a)</sup>

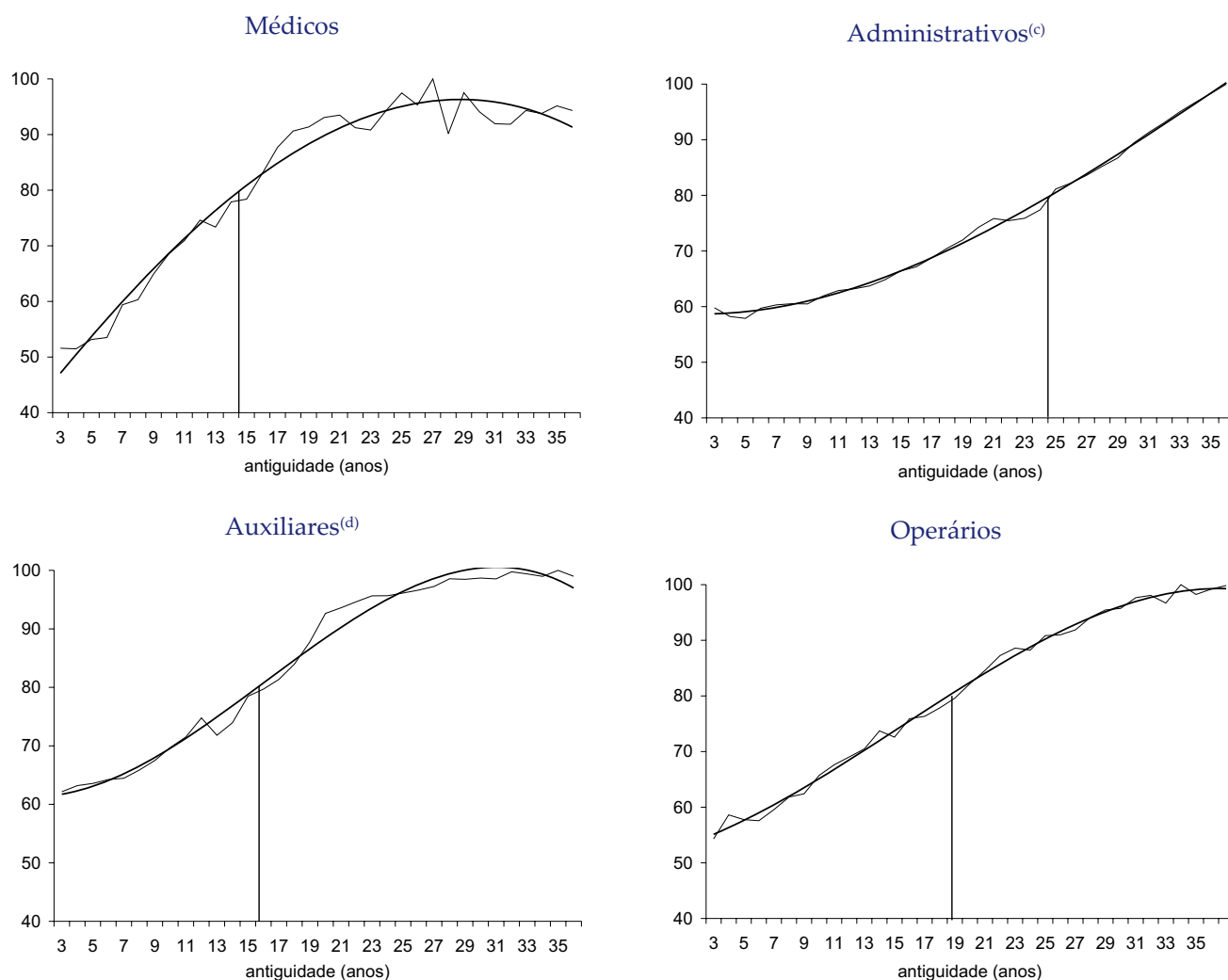


bém nas categorias profissionais caracterizadas por habilitações literárias de grau não superior. Um facto comum a todas as categorias analisadas é a obtenção relativamente cedo de um nível salarial alto em relação ao nível observado no final da carreira, o que se explica por uma rápida progressão nos anos iniciais e/ou por uma entrada na carreira com um salário bastante elevado em termos relativos. Entre as categorias com salários de entrada mais elevados face aos salários no final da carreira contam-se aquelas com menores níveis de habilitações (administrativos e auxiliares). Os técnicos superiores constituem uma excepção a este respeito, visto que têm uma margem de progressão menor do que as outras categorias com o mesmo nível de exigência académica.

Visto deste prisma, o perfil salarial de algumas categorias profissionais, muito concentrado no início da carreira, é indicador de um problema de incentivos na fase final da vida activa. Estão neste grupo os magistrados (80% da remuneração máxima após 13 anos de carreira), os médicos (14 anos) e os técnicos superiores (15 anos, mas partindo de salários iniciais relativamente mais elevados face aos salários no final da vida activa). Nas duas primeiras categorias os ganhos salariais nos últimos anos da vida activa são residuais. Por exemplo, para os magistrados, há ganhos de 35 pontos percentuais face ao salário inicial na primeira metade da vida activa e de apenas 10 p.p. nos restantes 18 anos de carreira. Estes factos indiciam um problema de coordenação dos incentivos numa fase mais



Gráfico 8 (continuação)  
**PROGRESSÃO SALARIAL**  
**NA ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA** <sup>(a)</sup>



Notas:

- (a) Remuneração média por ano de antiguidade para algumas categorias profissionais, em percentagem do salário final.  
 (b) Com licenciatura ou grau superior.  
 (c) Com o 9º ano.  
 (d) Com menos do 9º ano.

adiantada da carreira, em que se sabe que o crescimento da produtividade tende a diminuir, ao mesmo tempo que desincentivam o prolongamento da vida activa, com consequências negativas na capacidade de conter as perdas de produtividade, especialmente num contexto de forte protecção ao emprego como é o caso da AP.

Ao padrão de evolução dos salários ao longo do tempo acima descrito pode adicionar-se evidência acerca da capacidade da AP em gerar dispersão salarial ao longo da carreira dos seus trabalhadores. Esta dispersão é particularmente impor-

tante porquanto é reveladora da capacidade da gestão de recursos humanos em premiar o mérito relativo dos seus trabalhadores. A análise deste ponto pode fazer-se tendo em conta que, se a progressão na carreira dentro de uma dada categoria profissional dependesse unicamente da antiguidade (dispersão nula), então o salário médio determinado acima coincidiria aproximadamente com o salário observado, para cada patamar de antiguidade. Por outras palavras, o coeficiente de correlação entre estas variáveis seria próximo de 1. Assim, quanto maior for este coeficiente, maior

Quadro 2

**CONCENTRAÇÃO SALARIAL  
NA ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA**

Técnicos superiores (lic.) . . . . .	0.59
Magistrados . . . . .	0.88
Docentes ensino universitário e politécnico . . . . .	0.51
Docentes ensino básico e secundário (lic.) . . . . .	0.85
Auxiliares (<9.ano) . . . . .	0.81
Administrativos (9. ano) . . . . .	0.73
Operários (<9.ano) . . . . .	0.78
Médicos . . . . .	0.63

Nota:

Coefficiente de correlação entre a média das remunerações e a remuneração observada, para cada ano de antiguidade.

tenderá a ser a importância da concentração salarial gerada por critérios de progressão na carreira apenas dependentes da antiguidade. No Quadro 2 apresentam-se os resultados para as várias categorias profissionais.

A concentração salarial é elevada em quase todas as categorias profissionais. Para os professores do ensino universitário e politécnico verifica-se o valor mais baixo, o que pode reflectir, entre outras coisas, o facto de a progressão nesta categoria ser condicionada pela obtenção de graus académicos, cujo momento de conclusão está sujeito a forte variabilidade. Também para os técnicos superiores o coeficiente de correlação assume um valor relativamente mais baixo, devido possivelmente a uma certa heterogeneidade desta categoria em termos de funções e ao facto de ser comum a vários ministérios, levando a regras de progressão menos uniformes. No extremo oposto encontram-se os magistrados e os docentes do ensino básico e secundário, com uma concentração salarial muito elevada, traduzindo uma grande homogeneidade de funções e concentração dos trabalhadores no mesmo ministério, o que origina a existência de mecanismos de progressão muito uniformes e automáticos. Esta incapacidade de introduzir diferenciação salarial revela uma deficiente gestão dos recursos humanos, na medida em que constitui um desincentivo ao bom desempenho dos trabalhadores.

## 7. CONCLUSÕES

O objectivo do presente estudo é o de analisar as determinantes das remunerações na AP em Portugal com base nos dados do 2º Recenseamento Geral da Administração Pública, reportado a Dezembro de 1999. Para este efeito utilizam-se modelos econométricos de análise das remunerações horárias, tirando partido da riqueza da informação da base de dados.

Os principais resultados podem ser sumariados da seguinte forma:

- A estrutura salarial na AP exhibe uma forte segmentação salarial em comparação com o sector privado, reflectindo condições mais rígidas de entrada e progressão nas diversas categorias profissionais.
- Existe um elevado prémio remunerativo associado às habilitações literárias, em particular para os percentis mais elevados da distribuição das remunerações horárias. O impacto das habilitações no salário é contudo drasticamente reduzido quando se controla para a categoria profissional. Este resultado não tem paralelo no sector privado e pode também ser visto como um indicador de segmentação em torno das categorias profissionais dentro da AP. Pelo contrário, a inclusão do âmbito da administração/ministério não induz uma alteração significativa no retorno associado às características dos trabalhadores. Este facto constitui um indicador de rigidez na afectação interna de recursos, já que mostra a inexistência de incentivos salariais à mobilidade interna dentro da AP.
- As mulheres têm um retorno salarial inferior ao dos homens no que se refere às características individuais, sendo este fenómeno mais pronunciado nos escalões mais altos de remuneração, o que indicia a existência de um *glass ceiling* na progressão salarial das mulheres.
- Existe uma relação não linear entre a remuneração e a antiguidade, com o respectivo prémio a aumentar ao longo da carreira, mas a uma taxa decrescente. Este fenómeno é parcialmente explicado pelo facto de, nas categorias profissionais em que trabalhadores são mais qualificados, ser mais vincada a tendência para os ganhos salariais se con-

centrarem numa fase inicial das mesmas. Conclui-se ainda que na AP se atinge bastante cedo um patamar salarial elevado (mais de metade da progressão salarial é realizada no primeiro terço da carreira) relativamente ao nível expectável no fim da carreira. Por outro lado, verifica-se a manutenção da importância das habilitações literárias na determinação do salário ao longo da vida profissional, ligada à permanência numa dada categoria profissional, o que sugere uma remuneração deficiente da aquisição de capital humano específico pelo trabalhador.

- A dispersão salarial com o aumento da antiguidade na AP é reduzida. Somente nas categorias profissionais onde existe uma certa heterogeneidade de funções, distribuição por diferentes ministérios ou em que a progressão na carreira depende de qualificações adicionais a atingir no seu decurso, parece existir alguma dispersão. Pelo contrário, nas outras categorias a progressão com a antiguidade parece ser muito uniforme, indiciando um problema de incentivos ao longo da carreira.

Estes resultados vêm complementar outros estudos realizados para o mercado de trabalho português e em particular para o sector público. Algumas questões aí levantadas sobre as razões pelas quais os salários no sector público se apresentam mais elevados do que no sector privado foram analisadas no presente estudo, numa óptica de análise exclusiva do sector público. A caracterização feita aponta diversos problemas de eficiência no funcionamento do mercado interno de trabalho constituído pela AP. Para além da rigidez da estrutura salarial e dos fracos incentivos à mobilidade interna, também a mobilidade externa é desincentivada pelo rápido acesso a níveis relativamente elevados de remuneração. Deve-se ainda ter em conta que o sistema de pensionamento para os funcionários públicos tem sido mais generoso do que no sector privado, o que também constitui um desincentivo à mobilidade externa. Um modelo de gestão dos recursos humanos com estas características, a que se vem somar ainda uma

forte protecção ao emprego, apresenta limitações internas evidentes.

## BIBLIOGRAFIA

- Albrecht J., Björklund A., Vroman S., 2003, "Is there a glass ceiling in Sweden?", *Journal of Labor Economics*, 21(1).
- Baker G., Gibbs M., Holmstrom B., 1994, "The internal economics of the firm: evidence from personnel data", *The Quarterly Journal of Economics*, 109(4).
- Buchinsky M., 1998, "Recent advances in quantile regression models: a practical guideline for empirical research", *Journal of Human Resources*, 33(1).
- Lazear E., 1999, "Personnel economics: past lessons and future directions", *Journal of Labor Economics*, 17(2).
- Lima F., Pereira P. T., 2003, "Careers and wages within large firms: evidence from a matched employer-employee data set", *International Journal of Manpower*, 24(7).
- Machado J., Mata J., 2005, "Counterfactual decomposition of changes in wage distributions using quantile regression", *Journal of Applied Econometrics*, 20(4).
- Melly B., 2003, "Public-private sector wage differentials in Germany: evidence from quantile regression", *mimeo*, Swiss Institute for International Economics and Applied Economic Research.
- Oaxaca R., 1973, "Male-female differentials in urban labor markets", *International Economic Review*, 14.
- Portugal P., 2004, "Mitos e factos sobre o mercado de trabalho português: a trágica fortuna dos licenciados", *Boletim Económico* de Março, Banco de Portugal.
- Portugal P., Centeno M., 2001, "Os salários da função pública", *Boletim Económico* de Setembro, Banco de Portugal.
- Poterba J., Rueben K., 1994, "The distribution of public sector wage premia: new evidence using quantile regression methods", *Working Paper* n. 4734, NBER.

## APÊNDICE 1

2º. Recenseamento Geral da AP – Algumas Estatísticas Descritivas<sup>(a)</sup>

Quadro 1

## REMUNERAÇÃO HORÁRIA (ESCUDOS)

	Homens	Mulheres	Não licenciados	Licenciados	Total
Média .....	1476.2	1550.4	974.2	2353.4	1519.4
Desvio Padrão .....	1126.4	969.6	498.5	1095.5	1038.6
Mediana .....	999.3	1261.5	855.0	2155.8	1139.3
Quantil 25 .....	773.5	814.3	633.3	1627.8	793.5
Quantil 75 .....	1940.8	2121.5	1119.3	2970.0	2015.0

Quadro 2

## ANTIGUIDADE (ANOS)

	Homens	Mulheres	Total
Média .....	15.3	15.0	15.1
Desvio Padrão .....	9.9	10.0	10.0
Mediana .....	15.0	14.0	15.0
Quantil 25 .....	6.0	6.0	6.0
Quantil 75 .....	23.0	24.0	24.0

Quadro 3

DISTRIBUIÇÃO DOS TRABALHADORES POR  
SEXO E HABILITAÇÕES LITERÁRIAS  
(PERCENTAGEM)

	Homens	Mulheres	Total
Menos do que o 9. ano .....	38.2	22.8	29.1
9. ano .....	14.2	11.9	12.8
11./12. ano .....	15.1	17.4	16.5
Bacharelato/licenciatura .....	32.5	47.9	41.5

(a) Componente militar do Ministério da Defesa Nacional e administração regional da Região Autónoma dos Açores não incluídas.

Quadro 4

**DISTRIBUIÇÃO DOS TRABALHADORES POR  
VÍNCULO JURÍDICO (PERCENTAGEM)**

Vínculo jurídico	
Nomeação definitiva .....	80.3
Contrato administrativo de provimento .....	8.6
Contrato a termo certo.....	4.2
Nomeação provisória .....	2.4
Contrato individual de trabalho .....	1.9
Outro .....	2.7

Quadro 5

**DISTRIBUIÇÃO DOS TRABALHADORES  
SEGUNDO O ÂMBITO DA ADMINISTRAÇÃO  
(PERCENTAGEM)**

Âmbito da administração	
Órgãos de soberania e do governo e administração central .....	80.1
Administração local .....	17.1
Administração regional .....	2.9

Quadro 6

**DISTRIBUIÇÃO DOS TRABALHADORES DA  
ADMINISTRAÇÃO CENTRAL SEGUNDO O  
MINISTÉRIO (PERCENTAGEM)**

Ministério	
M. Educação.....	46.1
M. Saúde.....	21.8
M. Administração Interna .....	9.7
M. Trabalho e Solidariedade .....	5.2
M. Justiça .....	4.7
M. Finanças .....	3.4
M. Agricultura .....	2.8
M. Equipamento Social .....	1.3
M. Economia .....	1.1
M. Negócios Estrangeiros .....	0.8
M. Ambiente .....	0.7
M. Cultura .....	0.7
M. Planeamento.....	0.6
Presidência do Conselho de Ministros .....	0.4
M. Defesa Nacional.....	0.3
M. Ciência e Tecnologia.....	0.3
M. Reforma do Estado .....	0.2

Quadro 7

**DISTRIBUIÇÃO DOS TRABALHADORES  
SEGUNDO A CATEGORIA PROFISSIONAL  
(PERCENTAGEM)**

Categoria profissional	
Docente básico e secundário .....	24.8
Auxiliar .....	20.0
Administrativo.....	11.3
Forças de segurança .....	7.9
Operário .....	5.8
Enfermagem .....	5.0
Técnico profissional .....	3.7
Técnico superior .....	3.5
Médico.....	3.5
Técnico .....	2.3
Docente universitário .....	2.1
Dirigente .....	1.5
Docente primário e pré-prim. ....	1.3
Oficiais de justiça.....	1.3
Docente politécnico.....	1.0
Técnico diagnóstico terapêutica .....	1.0
Outro pessoal de justiça .....	0.7
Guardas prisionais .....	0.6
Informática .....	0.5
Magistrados .....	0.4
Bombeiros .....	0.3
Investigação .....	0.2
Técnico superior saúde.....	0.2
Investigação criminal .....	0.2
Diplomático .....	0.1
Apoio à investigação criminal.....	0.1
Conservadores/notários .....	0.1
Outras .....	0.6

## APÊNDICE 2

## Resultados econométricos

## Quadro 1

## ESTIMAÇÃO DA EQUAÇÃO (1) PELA REGRESSÃO DOS MÍNIMOS QUADRADOS E DE QUANTIS

	5.	10.	25.	50.	75.	90.	95.	MMQ
Antiguidade .....	0.037 <i>0.000</i>	0.043 <i>0.000</i>	0.036 <i>0.000</i>	0.027 <i>0.000</i>	0.031 <i>0.000</i>	0.042 <i>0.000</i>	0.037 <i>0.000</i>	0.036 <i>0.000</i>
Antiguidade <sup>2</sup> .....	-0.039 <i>0.001</i>	-0.052 <i>0.000</i>	-0.033 <i>0.000</i>	-0.008 <i>0.000</i>	-0.013 <i>0.000</i>	-0.041 <i>0.001</i>	-0.026 <i>0.001</i>	-0.031 <i>0.000</i>
9. Ano .....	0.141 <i>0.002</i>	0.158 <i>0.001</i>	0.182 <i>0.000</i>	0.235 <i>0.000</i>	0.349 <i>0.000</i>	0.525 <i>0.003</i>	0.351 <i>0.003</i>	0.263 <i>0.001</i>
11./12. Ano .....	0.220 <i>0.002</i>	0.267 <i>0.001</i>	0.307 <i>0.000</i>	0.440 <i>0.000</i>	0.679 <i>0.000</i>	0.688 <i>0.003</i>	0.488 <i>0.003</i>	0.457 <i>0.001</i>
Bacharelato/licenciatura .....	0.895 <i>0.001</i>	1.015 <i>0.001</i>	1.087 <i>0.000</i>	1.138 <i>0.000</i>	1.178 <i>0.000</i>	1.277 <i>0.002</i>	1.118 <i>0.002</i>	1.112 <i>0.001</i>
Relação jurídica .....	-0.039 <i>0.002</i>	-0.105 <i>0.001</i>	-0.050 <i>0.000</i>	0.020 <i>0.000</i>	0.120 <i>0.001</i>	0.122 <i>0.003</i>	0.109 <i>0.0032</i>	0.029 <i>0.002</i>
Sexo M. ....	0.020 <i>0.001</i>	0.027 <i>0.001</i>	0.043 <i>0.000</i>	0.048 <i>0.000</i>	0.091 <i>0.000</i>	0.145 <i>0.002</i>	0.137 <i>0.002</i>	0.068 <i>0.001</i>
Constante .....	5.884 <i>0.002</i>	5.882 <i>0.001</i>	6.025 <i>0.000</i>	6.158 <i>0.000</i>	6.182 <i>0.001</i>	6.275 <i>0.003</i>	6.629 <i>0.003</i>	6.131 <i>0.001</i>

## Notas:

- Regressão efectuada com base em 546 468 observações. Desvio-padrão em itálico.
- Antiguidade definida em anos; Antiguidade<sup>2</sup> definida como (Antiguidade\*Antiguidade)/100.
- Variáveis 9. ano, 11./12. ano e Bacharelato/licenciatura são iguais a 1 quando os trabalhadores têm o correspondente nível de habilitações.
- Relação jurídica igual a 1 para vínculos jurídicos diferentes de nomeação.
- Sexo M igual a 1 para trabalhadores do sexo masculino.

## Quadro 2

## ESTIMAÇÃO DA EQUAÇÃO (1) COM VARIÁVEIS ARTIFICIAIS PARA O ÂMBITO DA ADMINISTRAÇÃO/MINISTÉRIO PELA REGRESSÃO DOS MÍNIMOS QUADRADOS E DE QUANTIS

	10.	50.	90.	MMQ
Antiguidade .....	0.042 <i>0.000</i>	0.028 <i>0.000</i>	0.030 <i>0.00</i>	0.035 <i>0.000</i>
Antiguidade <sup>2</sup> .....	-0.048 <i>0.001</i>	-0.014 <i>0.000</i>	-0.012 <i>0.000</i>	-0.029 <i>0.000</i>
9. Ano .....	0.158 <i>0.002</i>	0.227 <i>0.000</i>	0.294 <i>0.000</i>	0.237 <i>0.001</i>
11./12. Ano .....	0.262 <i>0.002</i>	0.387 <i>0.000</i>	0.440 <i>0.000</i>	0.395 <i>0.001</i>
Bacharelato/licenciatura .....	1.020 <i>0.002</i>	1.147 <i>0.000</i>	1.185 <i>0.000</i>	1.087 <i>0.001</i>
Relação jurídica .....	-0.117 <i>0.002</i>	0.013 <i>0.000</i>	0.283 <i>0.000</i>	0.034 <i>0.001</i>
Sexo M. ....	0.035 <i>0.001</i>	0.045 <i>0.000</i>	0.103 <i>0.000</i>	0.078 <i>0.001</i>

## Notas:

- Regressão efectuada com base em 545 230 observações. Desvio-padrão em itálico.
- Ver notas ao Quadro 1 para definição das variáveis.
- Não se apresentam os coeficientes das variáveis artificiais relativas ao âmbito da administração/ministério por razões de confidencialidade.

Quadro 3

**ESTIMAÇÃO DA EQUAÇÃO (1) COM VARIÁVEIS ARTIFICIAIS PARA A CATEGORIA PROFISSIONAL  
PELA REGRESSÃO DOS MÍNIMOS QUADRADOS E DE QUANTIS**

	5.	10.	25.	50.	75.	90.	95.	MMQ
Antiguidade.....	0.032 <i>0.000</i>	0.030 <i>0.000</i>	0.026 <i>0.00</i>	0.026 <i>0.000</i>	0.023 <i>0.000</i>	0.024 <i>0.000</i>	0.022 <i>0.000</i>	0.026 <i>0.026</i>
Antiguidade <sup>2</sup> .....	-0.037 <i>0.000</i>	-0.032 <i>0.000</i>	-0.021 <i>0.000</i>	-0.020 <i>0.000</i>	-0.004 <i>0.000</i>	-0.011 <i>0.000</i>	-0.012 <i>0.000</i>	-0.020 <i>-0.020</i>
9. Ano.....	0.043 <i>0.001</i>	0.042 <i>0.000</i>	0.045 <i>0.000</i>	0.046 <i>0.000</i>	0.048 <i>0.000</i>	0.058 <i>0.000</i>	0.100 <i>0.000</i>	0.055 <i>0.055</i>
11./12. Ano.....	0.061 <i>0.001</i>	0.064 <i>0.000</i>	0.060 <i>0.000</i>	0.066 <i>0.000</i>	0.077 <i>0.000</i>	0.058 <i>0.000</i>	0.096 <i>0.000</i>	0.074 <i>0.074</i>
Bacharelato/licenciatura.....	0.142 <i>0.001</i>	0.130 <i>0.000</i>	0.085 <i>0.000</i>	0.087 <i>0.000</i>	0.124 <i>0.000</i>	0.149 <i>0.000</i>	0.212 <i>0.000</i>	0.147 <i>0.147</i>
Relação jurídica.....	-0.313 <i>0.000</i>	-0.325 <i>0.000</i>	-0.149 <i>0.000</i>	-0.074 <i>0.000</i>	-0.039 <i>0.000</i>	-0.028 <i>0.000</i>	-0.031 <i>0.000</i>	-0.124 <i>-0.124</i>
Sexo M.....	0.003 <i>0.000</i>	0.011 <i>0.000</i>	0.014 <i>0.000</i>	0.022 <i>0.000</i>	0.049 <i>0.000</i>	0.081 <i>0.000</i>	0.106 <i>0.000</i>	0.024 <i>0.024</i>

Notas:

- Regressão efectuada com base em 545 211 observações. Desvio-padrão em itálico.
- Ver notas ao Quadro 1 para definição das variáveis.
- Não se apresentam os coeficientes das variáveis artificiais relativas à categoria profissional por razões de confidencialidade.

## 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 patrimó-

nio 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

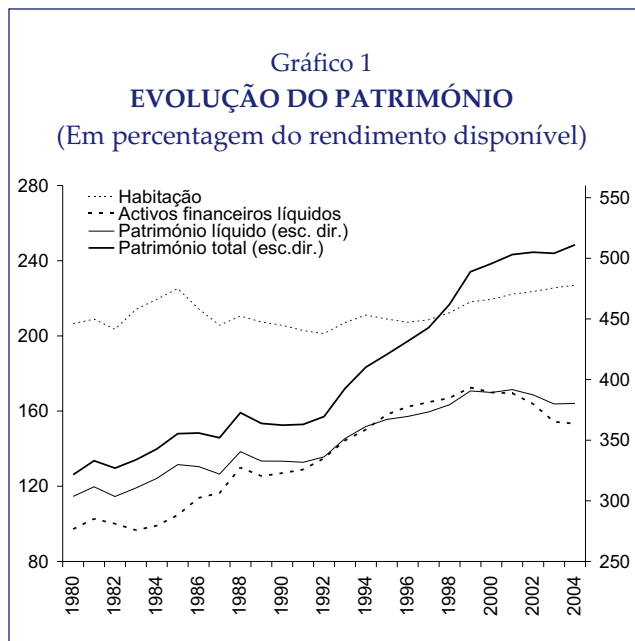
#### 3.1. Resultados globais

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).

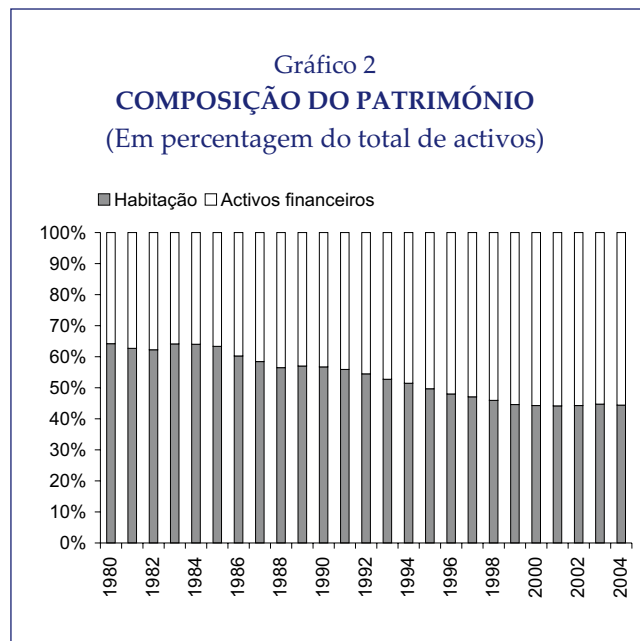


particulares (apesar de, em percentagem do rendimento disponível, continuar a aumentar), mas também nos activos na posse das famílias (sobretudo activos financeiros), observando-se uma relativa estabilização do peso da riqueza líquida no rendimento disponível dos particulares (Gráfico 1).

### 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

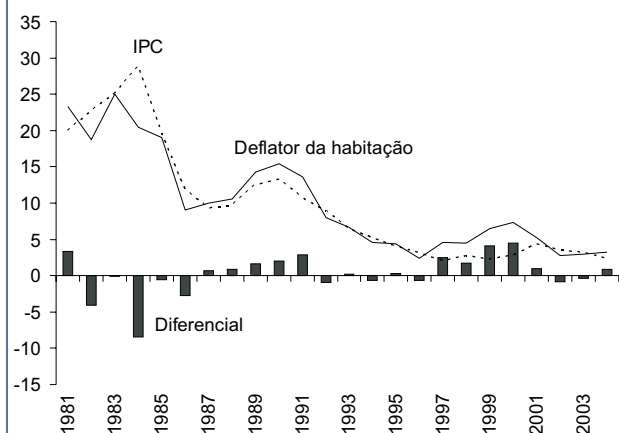


bancário, associada à diminuição significativa das taxas de juro e à maior facilidade nos processos de concessão resultante de uma maior concorrência entre os bancos. De facto, o rácio entre o valor do crédito à habitação e o valor do património em habitação mostra que, na década de 90, há um acréscimo 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-

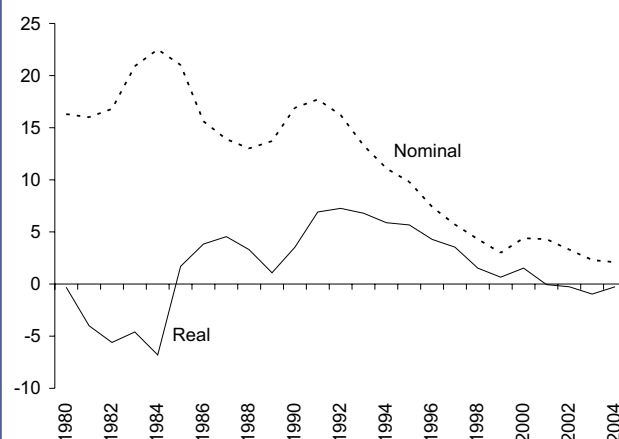
(13) De notar que este forte crescimento da procura na segunda metade do anos 90 não se traduziu da mesma forma (tal como aconteceu em outros países) no aumento dos preços (ainda que este tenha sido significativo), dado ter ocorrido paralelamente um aumento considerável na oferta de habitação.

Gráfico 3  
PREÇOS DA HABITAÇÃO VERSUS IPC



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 4  
TAXAS DE JURO DE CURTO PRAZO



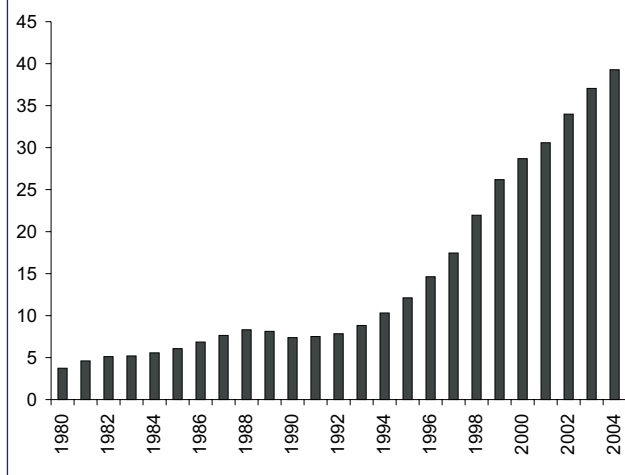
Fontes: Comissão Europeia e INE.

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).

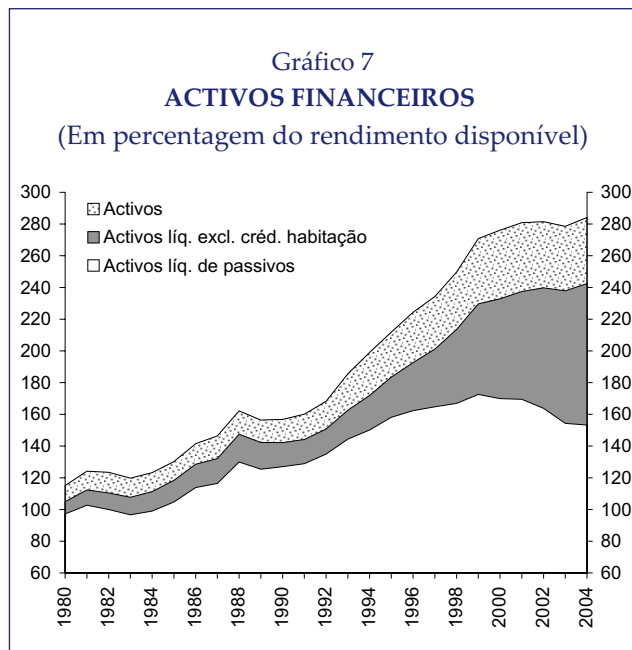
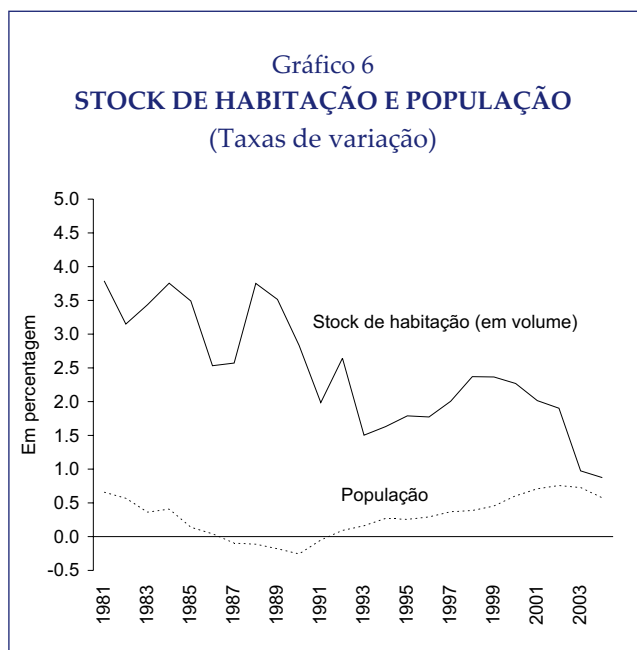
### 3.3. Património financeiro

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).

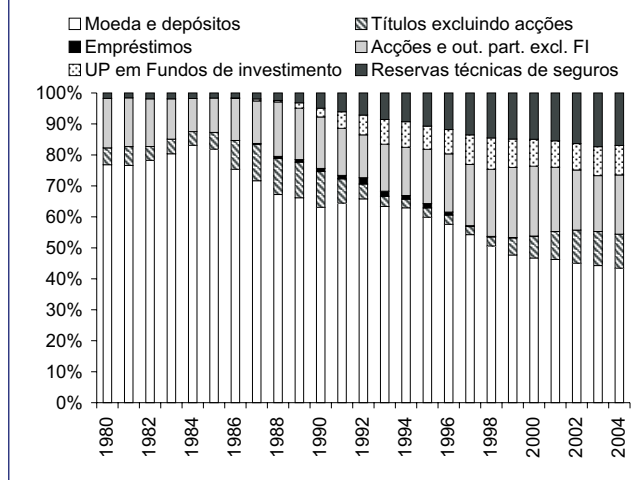
Analisando as aplicações dos particulares em activos financeiros por componentes, verifica-se que são maioritariamente constituídas por depósitos<sup>(14)</sup>. Estes têm apresentado uma importância crescente em termos do rendimento disponível, embora em termos de composição da carteira tenham vindo 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

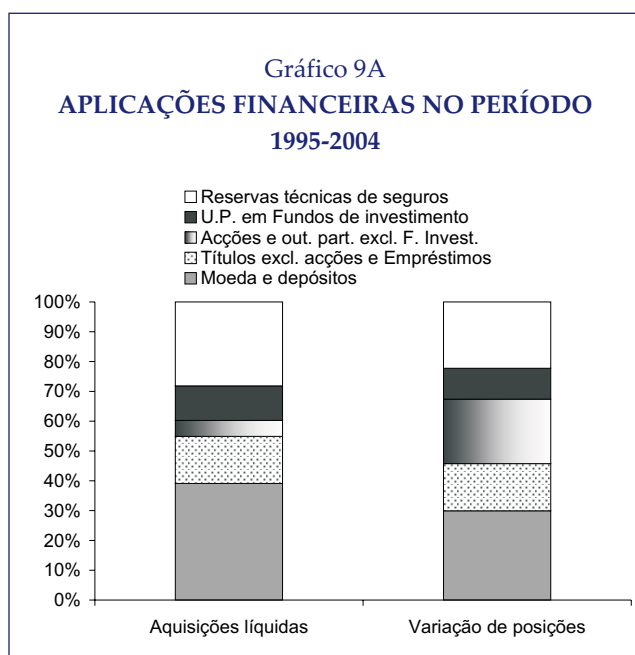
(15) Os fundos de pensões autónomos foram criados em 1986 e, desde então, têm assumido uma importância crescente.

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

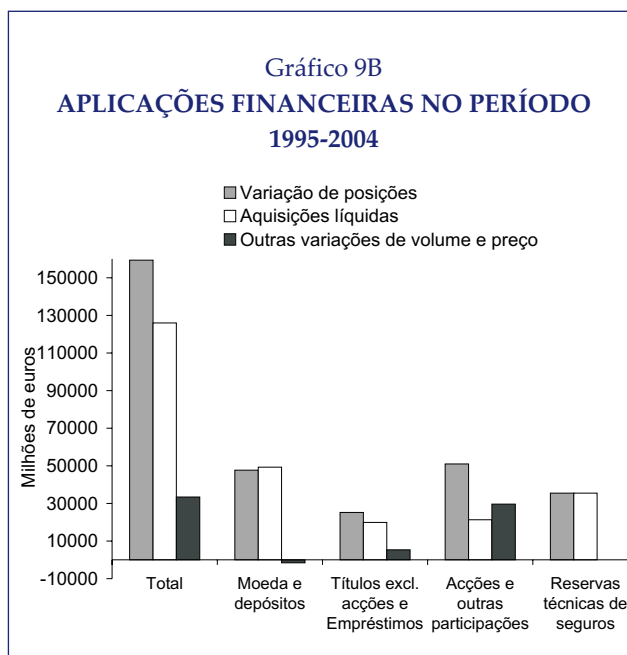


diminuto nas aquisições dos particulares. A categoria de títulos excluindo acções também apresentou alguns ganhos de detenção em termos nominais, mas relativamente reduzidos (perto de 20 por cento da variação total do stock entre 1994 e 2004)<sup>(16)</sup>.

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

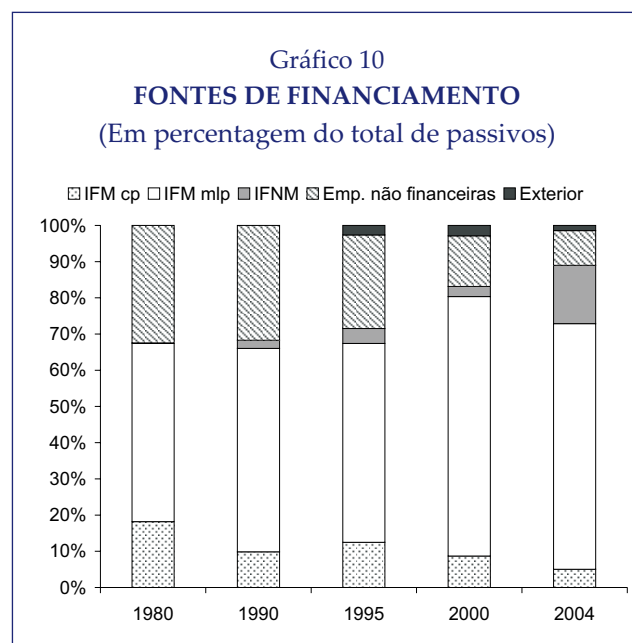
(17) Farinha, L.(2004).

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

## PREÇOS DE ACTIVOS NA ÁREA DO EURO E FUNDAMENTOS MACROECONÓMICOS\*

José A. F. Machado \*\*, João Sousa\*\*\*

## 1. INTRODUÇÃO

Este estudo propõe uma metodologia para a determinação de indicadores de sub ou sobre valorização de activos financeiros tendo por referência os fundamentos macroeconómicos. A hipótese de base é que os preços dos activos têm uma relação de longo prazo com os fundamentos macroeconómicos, nomeadamente com a actividade económica ou taxas de juro. Em geral, preços de activos próximos dos implicados por uma tal relação serão considerados “normais” mas grandes desvios dessa relação poderão constituir episódios de valorização excessiva.

Na literatura várias propostas foram feitas para indicadores de sobre ou sub avaliação dos preços dos activos. Tais indicadores são úteis dado que não é desejável que os preços dos activos se afastem demasiado dos seus valores “normais”. Em particular, o desenvolvimento de bolhas especulativas nos preços de activos que mais tarde conduzam a uma correcção podem constituir uma preocupação do ponto de vista da estabilidade macroeconómica e financeira.

Reconhecidamente, tais indicadores têm limitações, dado que é difícil avaliar correctamente o valor “fundamental” ou “razoável” dos activos. No entanto, existem vários indicadores de referência, incluindo padrões históricos do rácio preço-resultados, *dividend yields*, métodos baseados em *cash*

*flows* descontados, etc. (para um resumo desta literatura ver Gürkaynak, 2005).

Num estudo recente de 18 países da OCDE, Detken e Smets (2004) utilizam uma metodologia de detecção de períodos de sub ou sobre valorização dos preços de activos baseada em desvios face a uma tendência de longo prazo. Mais precisamente, períodos de sobrevalorização correspondem a períodos durante os quais um índice real de preços de activos composto (incluindo preços de habitação e de acções) está continuamente mais de 10% acima da sua tendência, que representa o seu valor fundamental<sup>(1)</sup>. Esta definição de períodos de sobrevalorização tem implícita a noção de quantis da distribuição condicional dos preços de activos. De facto, a classificação desses períodos como sendo de excessiva valorização tem implícita uma avaliação quanto à razoabilidade de tais ocorrências. Períodos de excessiva valorização devem corresponder a casos extremos. Contudo, não é possível quantificar tais situações em termos probabilísticos na abordagem de Detken e Smets.

Este artigo apresenta os resultados de uma nova metodologia para detectar períodos de sobre e sub valorização de preços de activos utilizando regressões de quantis não paramétricas, que permitem complementar métodos como o de Detken e Smets. Com esta abordagem é possível estimar toda a distribuição condicional dos preços de activos o que torna possível avaliar com mais precisão se os períodos identificados por outros métodos

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

\*\* Faculdade de Economia, Universidade Nova de Lisboa.

\*\*\* Banco de Portugal.

(1) Por seu turno, a tendência é calculada recursivamente utilizando um filtro de Hodrick-Prescott.

correspondem a situações de valorização extrema ou não. Com as estimativas fornecidas pelos métodos de quantis é também possível analisar a evolução da dispersão e assimetria da distribuição dos preços das acções ao longo do tempo. Uma vantagem do método é a de permitir incorporar os fundamentos macroeconómicos na análise.

A abordagem de quantis pode ser útil também para o cálculo de medidas VaR de activos em função de variáveis macroeconómicas, financeiras ou indicadores de risco. Exemplos recentes destas abordagens são dados por Engle e Manganelli (1999) e Chernozhukov e Umantsev (2001). Tal como no presente artigo, a ideia de base é que o VaR deve ser medido condicionalmente. Por exemplo, em períodos de abrandamento económico é mais provável que as empresas realizem perdas do que em expansões. Assim, o VaR, definido como a perda máxima esperada para um determinado activo dado um determinado nível de probabilidade, deve aumentar em recessões e diminuir em expansões.

Neste artigo, a metodologia de regressões de quantis é ilustrada através de uma aplicação ao preço das acções na área do euro. O método consiste em estimar a distribuição dos preços das acções, em termos reais, condicionada nas suas determinantes fundamentais. É possível mostrar que variações nas determinantes fundamentais alteram não só a localização da distribuição condicional dos preços das acções mas também a sua forma. Períodos de sobre ou subvalorização correspondem a valores nas abas da distribuição.

O resto do artigo está organizado da seguinte forma. A secção 2 apresenta os traços gerais da metodologia de regressões de quantis utilizada. A secção 3 apresenta os resultados empíricos para a estimação de diferentes especificações da distribuição condicional dos preços das acções na área do euro (EMU Price Index). Na secção 4 apresentam-se as conclusões.

## 2. METODOLOGIA

A metodologia baseia-se na estimação da distribuição probabilística dos preços reais dos activos condicionada aos fundamentos macroeconómicos. A hipótese de base é que a distribuição probabilística dos preços dos activos não é constante ao longo do tempo mas altera-se em função da evolução

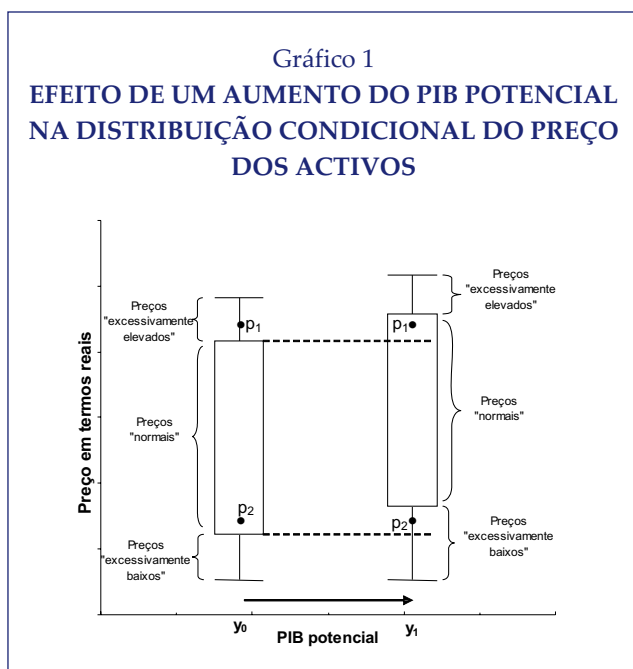
macroeconómica. Assim, um determinado valor do preço de um activo pode ser considerado como demasiado elevado, “normal” ou excessivamente baixo consoante as condições macroeconómicas vigentes.

O gráfico 1 ilustra a metodologia para o caso em que a variável condicionante é o produto potencial. Se num determinado momento o nível do produto for  $y_0$ , é possível associar uma determinada distribuição probabilística para o preço dos activos representada no gráfico por um diagrama de extremos e quartis. Caso o preço real dos activos se situar nos quantis superiores da distribuição (ex: ponto  $p_1$ ), conclui-se que o preço é excessivamente alto. No entanto se o preço se encontrar próximo da mediana ou nos quantis intermédios então considera-se que o preço dos activos é “normal”. Um aumento do nível do produto potencial (ex: de  $y_0$  para  $y_1$ ) deve, tudo o mais constante, conduzir a uma deslocação no sentido ascendente da distribuição condicionada do preço do activo. De facto, em períodos de forte crescimento económico é natural que os preços dos activos em termos reais sejam mais elevados do que em períodos de menor crescimento económico sem que tal seja indicativo da existência de uma possível sobrevalorização. Por exemplo, o preço  $p_1$ , que ao nível do produto  $y_0$  poderia ser considerado excessivamente alto, deixa de o ser no caso do nível do produto aumentar para  $y_1$ . Por sua vez, o preço  $p_2$ , que ao nível do produto  $y_0$  era considerado “normal”, passa a ser considerado “excessivamente baixo” quando o produto potencial aumenta para  $y_1$ .

A abordagem de regressões de quantis consiste em estimar cada quantil da distribuição em função de variáveis económicas condicionantes como o produto potencial. No caso deste estudo, pretende-se estimar uma determinada função  $g_\tau$  de um vector de variáveis condicionantes  $X_t$  correspondente ao quantil  $p$  (um valor entre 0 e 1), tal que:

$$P(p_t \leq g_p(x) | X_t = x) = p$$

Onde  $p_t$  é um índice de acções em termos reais. Assim, conhecendo-se o valor assumido pelas variáveis  $X_t$ , neste caso variáveis macroeconómicas, a regressão de quantis fornece uma estimativa do valor correspondente para o quantil  $p$  da distribuição do índice real de acções. Por exemplo, para  $p=0,5$  teremos uma representação de como o preço mediano das acções varia em função do quadro



macroeconómico. Repetindo esta estimação para vários valores de  $p$  entre 0 e 1 da distribuição é possível obter uma caracterização de toda a distribuição condicional dos preços das acções. Por fim, obtida tal estimativa é possível avaliar em termos probabilísticos um determinado nível de preços de acções. Por exemplo, se num determinado momento o valor do índice de acções em termos reais estiver acima da estimativa do quantil 90% (dada por  $g_{0,9}(x)$ ), então, provavelmente, tal valor representa uma sobreavaliação dado que a probabilidade de o preço real das acções se encontrar acima de tal valor, dado o enquadramento macroeconómico verificado, é inferior a 10%.

Existem várias especificações possíveis para a função  $g_{\tau}$ . Neste estudo, optou-se por especificações não paramétricas baseadas nas metodologias propostas por Koenker et al. (1994), He e Ng (1999) e Koenker e Mizera (2003). Os métodos foram implementados no software estatístico R<sup>(2)</sup>.

Quanto às variáveis condicionantes consideraram-se duas possibilidades. Num primeiro caso considerou-se apenas um índice temporal como variável condicionante, o que representa a abordagem mais próxima da de Detken e Smets (2004),

enquanto que numa segunda estimação utilizou-se a actividade económica e a taxa de juro como condicionantes.

### 3. APLICAÇÃO AO ÍNDICE REAL DE ACÇÕES NA ÁREA DO EURO

#### 3.1. Dados utilizados

A metodologia acima descrita foi aplicada aos preços de acções na área do euro sendo o índice utilizado o EMU Price Index denominado em euros obtido da Datastream e deflacionado pelo deflador do PIB da área do euro. Como variáveis condicionantes utilizaram-se o PIB potencial da área do euro calculado utilizando filtro de Hodrick-Prescott (HP) e uma taxa de juro real de curto prazo, também alisada pelo filtro HP, calculada a partir da diferença entre a taxa de juro nominal a três meses e a taxa de inflação mensal anualizada (calculada a partir do deflador do PIB). Utilizaram-se dados mensais para o período de Dezembro de 1980 a Dezembro de 2003<sup>(3)</sup>.

#### 3.2. Alisamento temporal

A hipótese mais simples para a variável condicionante é a utilização de um índice temporal como determinante da distribuição dos preços de activos em termos reais. Este modelo foi estimado utilizando o algoritmo COBS (Constrained B-splines Smoothing) (He e Ng, 1999; Ng, 2005). O método pode ser visto como análogo ao filtro HP, pois pretende-se alisar as flutuações do índice real de preços em torno de um índice temporal. De modo a evitar que o índice de preços suavizado seguisse de uma forma demasiadamente próxima os padrões do índice de preços de acções real, impôs-se a restrição de que o índice de preços é não decrescente com o tempo. Esta hipótese não é excessivamente restritiva dado que, teoricamente, em economias em expansão o índice real de acções deve aumentar com o tempo.

O gráfico 2 representa o índice real de acções juntamente com os diversos decis da distribuição condicionada. A linha mais escura representa a

(2) R: A language and environment for statistical computing, R Development Core Team, R Foundation for Statistical Computing, Vienna, Austria, 2004, 3-900051-07-0.  
URL=<http://www.R-project.org>.

(3) Os dados trimestrais referentes ao PIB real e ao deflador do PIB foram convertidos em dados mensais utilizando um interpolação cúbica.

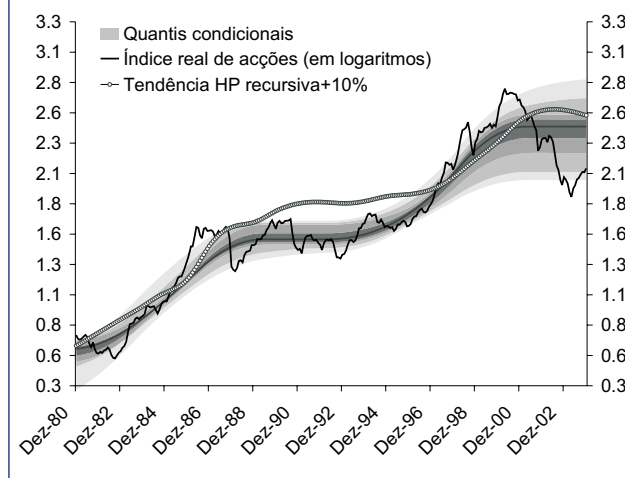


mediana e os diversos intervalos inter-decis são representados por áreas que se tornam mais claras à medida que se afastam da mediana. O limite inferior da banda é dado pelo primeiro decil (isto é, a probabilidade de o índice de acções real se situar abaixo deste limite em cada período é de 10%) enquanto que o limite superior é dado pelo nono decil.

Como está patente no gráfico existe uma evidência clara que a distribuição condicional dos preços reais de activos é variável no tempo. Por exemplo, a distribuição é mais estreita até 1997, tendo-se tornado mais ampla no final da amostra. De acordo com os resultados, no final de amostra variações relativamente pronunciadas nos preços de acções em torno da mediana poderiam ser consideradas “normais”.

No gráfico está também representado o resultado de estimativas utilizando uma metodologia semelhante à de Detken e Smets (2004) consistindo em aplicar um filtro de Hodrick-Prescott a uma série temporal de preços de acções em termos reais, dando um valor alto ao coeficiente de alisamento ( $\lambda = 1000$ ) e multiplicando o resultado por um factor de 1.1. A variável daí resultante é escolhida como referência para identificar períodos de sobrevalorização do preço de activos (isto é, períodos em que o índice real de acções está continuamente mais de 10% acima da sua tendência). Avaliando os resultados do filtro de HP à luz dos resultados da abordagem baseada em regressões de quantis verifica-se que em alguns momentos do tempo a medida da tendência segundo o filtro HP parece ser demasiado restritiva quanto à definição de períodos de sobrevalorização dado que em certos períodos evolui para valores significativamente acima do quantil correspondente a 90%, atribuindo assim uma probabilidade demasiado baixa à ocorrência de um período de excessiva valorização. Noutros períodos a medida de tendência segundo o HP é inferior à mediana da distribuição condicional e consequentemente representam um limiar demasiado baixo para a definição de períodos de preços reais das acções excessivamente elevados.

Gráfico 2  
MODELOS EM QUE A VARIÁVEL  
CONDICIONANTE É UM ÍNDICE TEMPORAL



### 3.3. Condicionantes macroeconómicas

Na literatura vários autores encontraram evidência de que a distribuição dos retornos de acções varia com o ciclo económico. Por exemplo, segundo Schwert (1989) e Hamilton e Lin (1996) a volatilidade dos retornos de acções aumenta durante as recessões e diminui durante períodos de forte expansão económica. Mais recentemente, Pérez-Quirós e Timmerman (2001) mostram que há variações cíclicas importantes nos retornos de acções nos EUA.

Assim, nesta segunda especificação, o vector  $X_t$  inclui o PIB tendencial e a taxa de juro real de curto prazo. Espera-se que um maior crescimento do produto tendencial conduza a uma deslocação no sentido ascendente da distribuição condicionada do índice real de acções e que um aumento da taxa de juro real de curto prazo tenda a influenciar a distribuição condicionada no sentido da baixa.

O método de estimação utilizado corresponde à abordagem proposta por Koenker e Mizera (2003) baseada em triogramas ponderados<sup>(4)</sup>. Uma análise prévia apontou para que o nível real do PIB fosse introduzido desfasado dois meses enquanto que a taxa de juro real tendencial está desfasada um mês. Estes desfasamentos podem ser justificados com base no processo de divulgação da informação macroeconómica relevante.

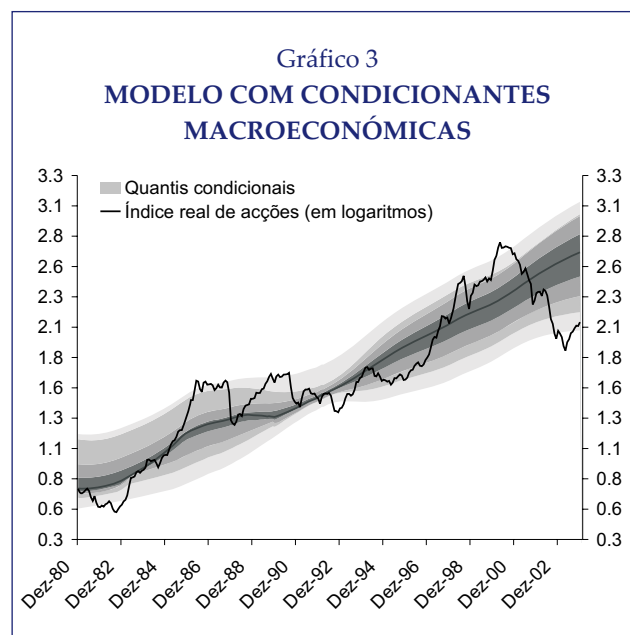
(4) O valor do parâmetro de alisamento foi igualado a 3.5 e não se impuseram restrições à relação entre as variáveis.

Os resultados são apresentados no gráfico 3. Segundo os resultados, as variações no produto potencial e na taxa de juro real de curto prazo alteram a forma da distribuição condicional do nível do preço real das acções. A distribuição estreita-se significativamente no período desde o início de 1991 até 1993, um período caracterizado como sendo de fraco crescimento económico (por vezes negativo) e por elevadas taxas de juro reais. Após esse período, a distribuição condicional dos preços das acções continuou a deslocar-se para cima (reflectindo tanto a tendência de aumento no PIB potencial como a diminuição da taxa de juro real) e ao mesmo tempo alargou-se. Assim, recentemente, o intervalo no qual o preço real das acções pode ser considerado como sendo justificado pelos fundamentos macroeconómicos é bastante mais amplo do que no passado.

Se interpretarmos períodos em que o índice real de acções se afasta dos limites definidos pelos decis 1 e 9 como períodos de desvios excessivos face a valores que seriam “razoáveis” tendo em conta os fundamentos macroeconómicos<sup>(5)</sup>, podemos constatar que existem dois períodos claros de sobrevalorização de activos e dois períodos de subvalorização. O primeiro período de subvalorização ocorre no início dos anos oitenta. Seguidamente, o período que antecede o crash bolsista de 1987 é, segundo o método, considerado como de excesso de valorização do preço das acções<sup>(6)</sup>. O segundo episódio de sobrevalorização surge no ano 2000 no seguimento de um período prolongado de forte valorização do preço real das acções. Após a correcção em baixa dos preços das acções ocorreu um novo episódio de subvalorização no final de 2002 e início de 2003. No período mais recente assistiu-se a um aumento dos preços das acções na área do euro. No entanto, segundo as estimativas da distribuição condicionada dos preços das acções, não existe evidência de qualquer sobrevalorização dos preços das acções. De facto,

(5) Embora exista algum grau de arbitrariedade nesta escolha de quantis, a opção de basear a identificação em quantis extremos da distribuição permite um grau de confiança maior na identificação de períodos de sobre ou subvalorização de activos.

(6) Note-se que neste período o preço real das acções esteve relativamente constante, o que, baseado apenas nesta observação, seria pouco indicativo de um período de excessiva valorização. No entanto, quando se tem em conta os fundamentos macroeconómicos, torna-se clara a sobrevalorização. De referir ainda que a correcção fez o índice reverter para a mediana.



exercícios posteriores confirmam que o preço das acções em termos reais se aproximou dos decis centrais da distribuição condicionada do preço das acções em termos reais. Assim, o preço das acções na área do euro nos meses mais recentes situa-se a um nível que pode ser considerado como consistente com o padrão “normal” dado os fundamentos macroeconómicos.

Os gráficos 4 e 5 destacam os períodos de sobre ou subvalorização utilizando o primeiro e o nono decis como critério de identificação para delimitar o intervalo de valores de stock real de acções “justificados” pelos valores dos fundamentos. Os gráficos representam os períodos em que estes limites são ultrapassados.

Da observação dos gráficos conclui-se em primeiro lugar que existe uma tendência para os períodos de sobre ou subvalorização aparecerem concentrados no tempo. Em segundo lugar, ao contrário de métodos baseados apenas no valor do índice de acções, constata-se que períodos de forte valorização dos preços de acções não correspondem necessariamente a períodos de excessiva valorização. Este é o caso, por exemplo, do período entre 1984 e meados de 1986, durante o qual a forte valorização do índice real de acções parece ter sido justificada pelos fundamentos macroeconómicos. Outro exemplo é o ano de 1987. Segundo o método, a descida dos preços reais de acções em 1987 não corresponde a um movimento de subvalorização excessiva. De facto, no período de um ano antecedente à quebra nos preços das acções o

Gráfico 4  
ÍNDICE REAL DE ACÇÕES E PERÍODOS DE  
SOBREVALORIZAÇÃO

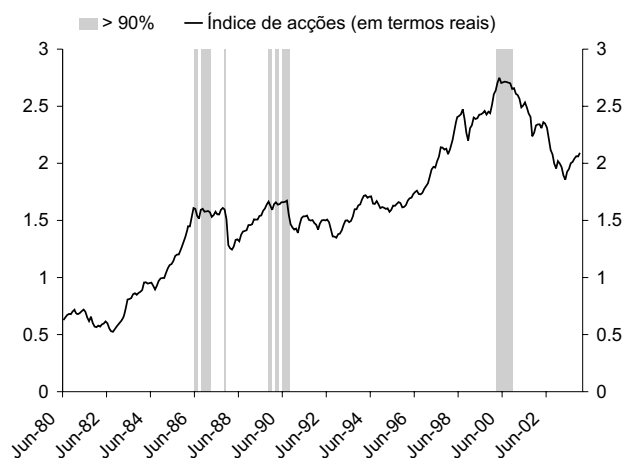
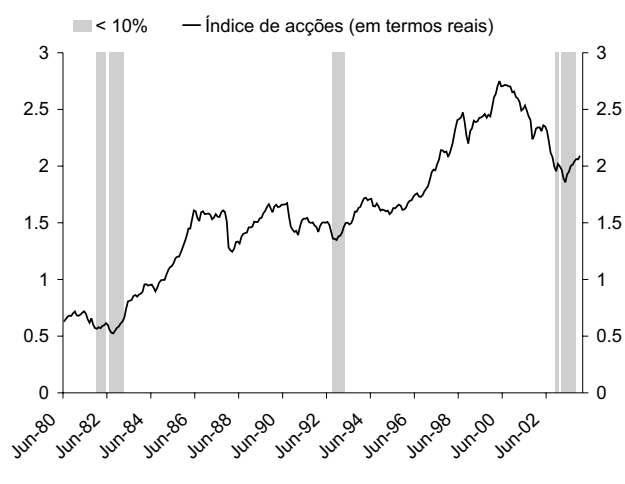


Gráfico 5  
ÍNDICE REAL DE ACÇÕES E PERÍODOS DE  
SUBVALORIZAÇÃO



nível real do índice de acções esteve frequentemente acima do nono decil ou no intervalo definido pelo oitavo e nono decis (ver gráfico 3). Uma possível interpretação destes resultados é que o *crash* bolsista de 1987 constituiu uma correcção que conduziu o preço real das acções para níveis mais em linha com os fundamentos macroeconómicos. Também é possível identificar outros períodos em que o preço das acções em termos reais permaneceu relativamente constante mas que, tendo em conta as condições económicas, podem ser considerados períodos de excessiva valorização (como em 1989-1990). Finalmente, segundo o método, existiu um excesso de valorização no ano 2000, mas apenas após um movimento prolongado

de aumento no preço real das acções. De facto, o período de 1997 a 2000 é frequentemente caracterizado como de sobrevalorização (ver Bordo e Wheelock, 2004). Após 2000, assistiu-se a uma correcção tendo o índice descido para valores consistentes com uma excessiva subvalorização em 2003. Após 2003 o índice real de acções evoluiu na direcção da mediana da distribuição condicional do preço das acções.

#### 4. CONCLUSÕES

O desenvolvimento de bolhas especulativas nos preços de activos que mais tarde conduzam a uma correcção constitui uma preocupação do ponto de vista da estabilidade macroeconómica e financeira. Deste modo justifica-se a utilidade de indicadores de situações de valorizações extremas dos activos.

Este artigo apresenta os resultados de uma nova metodologia para detectar períodos de sobre e sub valorização de preços de activos. A hipótese de base é que a distribuição probabilística dos preços dos activos não é constante ao longo do tempo mas altera-se em função da evolução macroeconómica. Assim, um determinado valor do preço de um activo pode ser considerado como demasiado elevado, "normal" ou excessivamente baixo consoante as condições macroeconómicas vigentes.

A aplicação à área do euro proporciona algumas conclusões interessantes. Em particular, constata-se que, ao contrário do indicado por métodos baseados apenas no valor do índice de acções, períodos de forte valorização dos preços de acções não correspondem necessariamente a períodos de excessiva valorização.

#### REFERÊNCIAS

- Bordo, M. D. e Wheelock, D.C. (2004), "Monetary policy and asset prices: a look back at past U. S. stock market booms", *NBER Working Paper* no. 10704.
- Chernozhukov, V. e Umantsev, L. (2001), "Conditional value at risk: aspects of modeling and estimation", *Empirical Economics*, 26(1), 271-292.

- Detken, C. e Smets, F. (2004), "Asset price booms and monetary policy", *ECB Working Paper* No. 364.
- Engle, R. F. e Manganelli, S. (1999), "CAViaR: Conditional autoregressive value at risk by regression quantiles", *UCSD Economics Department Working Paper* 99-20.
- Gürkaynak, R.S. (2005), "Econometric tests of asset price bubbles: taking stock", Federal Reserve Board, *Finance and Economics Discussion Series* no. 2005-4.
- Hamilton, J. D. e Lin, G. (1996), "Stock market volatility and the business cycle", *Journal of Applied Econometrics*, 11, 573-593.
- He, X. e Ng, P. (1999), "COBS: qualitatively constrained smoothing via linear program", *Computational Statistics*, 14, 315-337.
- Koenker, R. e Mizera, I. (2003), "Penalized triograms: total variation regularization for bivariate smoothing", *Journal of the Royal Statistical Society, Series B* 66 (1), 145-163.
- Koenker, R., P. Ng, e S. Portnoy (1994), "Quantile smoothing splines", *Biometrika*, 81, 673–680.
- Ng, P. (2005), "A fast and efficient implementation of qualitatively constrained smoothing splines", proceedings of the 2005 International Conference on Algorithmic Mathematics and Computer Science.
- Pérez-Quirós, G. e Timmermann, A. (2001), "Business cycle asymmetries in stock returns: evidence from higher order moments and conditional densities", *Journal of Econometrics*, Vol 103 (1-2), 259-306.
- Schwert, G. W. (1989), "Why does the stock market volatility change over time?", *Journal of Finance*, 44, 1115-1153.

## 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 BNPB 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 n.º 5/2005, DR n.º 41, 1.ª Série B)** Altera, na sequência da adopção das Normas Internacionais de Contabilidade (NIC), o Aviso n.º 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 n.º 6/2005, DR n.º 41, 1.ª Série B)** Altera, tendo em conta a transposição da Directiva n.º 2003/51/CE, de 18-6, pelo Dec.-Lei n.º 35/2005, de 17-02, o Aviso n.º 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 n.º 6/2005)** Regulamenta o Aviso n.º 1/2005, de 28-02, no que respeita a crédito vencido (enquadramento contabilístico).
- **28 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal n.º 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 n.º 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 n.º 13/2005/DSB)** Procede, na sequência do Aviso n.º 1/2005, de 28-2, e da Carta-Circular n.º 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 n.º 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 n.º 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 n.º 101/2004/DSB, de 03-12-2004.
- **11 de Abril (Regulamento Ministério das Finanças - Instituto de Seguros de Portugal n.º 28/2005, DR n.º.70, 2.ª.Série)** Define, ao abrigo da alínea a) do n.º 1 do art.º 13 do DL n.º 35/2005, de 17-2, o âmbito subjectivo e o regime de aplicação das normas internacionais de contabilidade adoptadas nos termos do Regulamento (CE) n.º 1606/2002, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19-7, relativamente às empresas de seguros, sociedades gestoras de fundos de pensões e sociedades de mediação de seguros. A presente norma é aplicável a partir do exercício que se inicie em 2005.Cronologia de Maio 2005

- **14 de Abril (Regulamento da CMVM n.º 2/2005 DR n.º 96, 2ª Série)**  
Estabelece o regime a que obedece a contabilidade dos fundos de investimento imobiliário, cujo regime jurídico foi aprovado pelo DL n.º 60/2002, de 20-3, com as alterações introduzidas pelo DL n.º 13/2005, de 7-1.
- **29 de Abril (Regulamento da CMVM n.º 4/2005 DR 2ª Série)**  
Altera o regime legal aplicável às entidades gestoras de mercados, de sistemas centralizados de valores mobiliários, de sistemas de liquidação de valores mobiliários, e de serviços.
- **29 de Abril (Regulamento da CMVM n.º 5/2005 DR 2ª Série)**  
Altera a regulamentação relativa ao funcionamento dos mercados em geral e, em especial, dos mercados de bolsa, pondo fim à tradição de sujeitar as comissões cobradas pelas entidades gestoras de mercados a um procedimento de registo prévio junto da CMVM, substituindo-o por um regime de simples notificação prévia.

### Maio

- **5 de Maio (Resolução do Conselho de Ministros n.º 100/2005, DR n.º 103, 1ª Série B)**  
Adopta orientações e medidas com vista a garantir a existência de uma resposta adequada do sistema judicial ao fenómeno da litigância de massa e a protecção do utilizador ocasional do sistema de justiça.
- **16 de Maio (Instrução do Banco de Portugal n.º 13/2005, BNPB n.º 5/2005)**  
Altera a Instrução n.º 9/2003 (mapas de provisões), na sequência da introdução das Normas Internacionais de Contabilidade (NIC) e das Normas de Contabilidade Ajustadas (NCA).
- **16 de Maio (Instrução do Banco de Portugal n.º 14/2005, BNPB n.º 5/2005)**  
Altera a Instrução n.º 25/97 (informações periódicas de natureza prudencial), na sequência da introdução das Normas Internacionais de Contabilidade (NIC) e das Normas de Contabilidade Ajustadas (NCA).
- **16 de Maio (Instrução do Banco de Portugal n.º 15/2005, BNPB n.º 5/2005)**  
Prestação de informação sobre o impacto em fundos próprios e em requisitos de fundos próprios, decorrentes da adopção das Normas Internacionais de Contabilidade (NIC) e das Normas de Contabilidade Ajustadas (NCA).

### Junho

- **1 de Junho (Carta-Circular do Banco de Portugal n.º 41/2005/DSB)**  
Transmite um conjunto de recomendações e princípios que as instituições de crédito e entidades equiparadas deverão ter em conta no âmbito da sua actividade internacional, designadamente ao nível da sua organização e definição do sistema de controlo interno.
- **6 de Junho (Aviso do Banco de Portugal n.º 7/2005 DR n.º 108 1ª Série B)**  
Altera, tendo em consideração a evolução verificada nos respectivos recursos financeiros, a taxa contributiva de base para a determinação das contribuições anuais para o Fundo de Garantia de Depósitos. Aviso Banco de Portugal n.º 8/2005 DR N.º 108 1ª Série B. Procede à alteração das regras relativas à adequação dos fundos próprios das empresas de investimento e das instituições de crédito constante do aviso n.º 7/96, de 24-12: (a) sujeita à sua disciplina as sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliário quando autorizadas a exercer cumulativamente a actividade de gestão discricionária e individualizada de carteiras de valores mobiliários pertencentes a clientes; (b) estabelece requisitos mínimos de fundos próprios para cobertura de riscos de mercadorias; (c) altera os requisitos mínimos de fundos próprios para cobertura de riscos de liquidação e de contraparte; e (d) permite, sujeita a autorização prévia do Banco de Portugal, a utilização de modelos internos para a determinação de requisitos mínimos de fundos próprios para cobertura dos riscos de posição em instrumentos financeiros da carteira de negociação, dos riscos cambiais e dos riscos de mercadorias.
- **15 de Junho (Instrução do Banco de Portugal n.º 18/2005, BNPB n.º 6/2005)**  
Estabelece o reporte ao Banco de Portugal das demonstrações financeiras e notas às contas das instituições que adoptem as normas internacionais de contabilidade (NIC) ou as normas de contabilidade ajustadas (NCA).
- **15 de Junho (Instrução do Banco de Portugal n.º 19/2005, BNPB n.º 6/2005)**  
Estabelece normas sobre o acompanhamento prudencial do risco de taxa de juro.



- **15 de Junho (Instrução do Banco de Portugal n.º 20/2005, BNPB n.º 6/2005)**

Altera a Instrução n.º 72/96, relativa ao sistema de controlo interno, nos domínios do risco de “compliance”, da prevenção de operações relacionadas com o branqueamento de capitais e da auditoria interna.
- **24 de Junho (Aviso do Banco de Portugal n.º 9/2005, DR n.º 120 1ª Série B)**

Altera, tendo em conta a aplicação das normas internacionais de contabilidade, o Aviso n.º 6/2003, de 15-1, relativo à publicação das contas pelas instituições sujeitas à supervisão do Banco de Portugal. O presente aviso entra em vigor na data da sua publicação, sendo aplicável à publicação do balanço trimestral relativo a 31-3-2005, a menos que já tenha sido solicitada a sua publicação em formato diferente..
- **24 de Junho (Aviso Banco de Portugal n.º 10/2005, DR n.º 120 1ª Série B)**

Introduz alterações ao regime jurídico das cobranças por débito em conta constante dos Avisos n.ºs 1/2002, de 13-3, relativamente ao sistema de débitos directos, e 10/2003, de 17-9, referente às demais cobranças por débito em conta. Salvaguardada a excepção nele prevista, o presente aviso entra em vigor no dia 1-10-2005.
- **27 de Junho (Portaria do Ministério das Finanças n.º 556/2005 DR n.º.121 1ª Série B)**

Aprova, ao abrigo do artº 5 do DL n.º 232/96, de 5-12 e para efeitos da Directiva n.º 93/22/CEE, do Conselho, de 10-5, a lista de mercados regulamentados.
- **28 de Junho (Parecer Comité Económico e Social Europeu, JOUE n.º 157 SÉRIE C)**

Emite parecer sobre a “Proposta de directiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa à revisão legal das contas individuais e consolidadas e que altera as Directivas 78/660/CEE e 83/349/CEE do Conselho” (COM (2004) 177 final - 2004/0065 (COD)).

### Julho

- **7 de Julho (Regulamento n.º 1073/2005/CE da Comissão, JOUE n.º 175, Série L)**

Altera o Regulamento (CE) n.º 1725/2003 da Comissão, de 21-9, que adoptou certas normas internacionais de contabilidade, nos termos do Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, relativamente à IFRIC 2.
- **13 de Julho (Regulamento n.º 3/2005 Ministério das Finanças.CMVM, DR n.º.133 2ª Série)**

Procede à adaptação da regulamentação dos mercados regulamentados a contado, do mercado especial de operações por grosso e do novo mercado, bem como as regras relativas à prestação de serviços integrados de registo, compensação e liquidação e respectivas taxas, na sequência da reestruturação que conduziu à adopção de apenas um mercado regulamentado, também mercado de cotações oficiais, o *Eurolist by Euronext*, e a consequente extinção do segundo mercado.
- **13 de Julho (Aviso Banco de Portugal n.º 11/2005, DR n.º 139 1ª Série B)**

Regula as condições gerais de abertura de contas de depósito bancário nas instituições de crédito com sede ou sucursal em território nacional. O presente aviso entra em vigor 90 dias após a sua publicação.
- **15 de Julho (Instrução do Banco de Portugal n.º 22/2005, Boletim Oficial n.º 7/2005)**

Determina os procedimentos a tomar no processo de reconhecimento e acompanhamento de modelos internos que as instituições pretendam utilizar na determinação de requisitos de fundos próprios para cobertura dos riscos de mercado.
- **15 de Julho (Instrução do Banco de Portugal n.º 26/2005, Boletim Oficial n.º 7/2005)**

Estabelece mecanismos preventivos da utilização do sistema financeiro português para efeitos de branqueamento de capitais. Revoga a Instrução n.º 8/2002.
- **19 de Julho (Portaria n.º 597/2005 Ministério das Finanças e da Administração Pública e da Justiça, DR n.º.137 1ª Série B)**

Estabelece os critérios de fixação da taxa supletiva de juros moratórios relativamente a créditos de que sejam titulares empresas comerciais, singulares ou colectivas, nos termos do n.º 3 do artº 102 do Código Comercial. O valor da referida taxa será divulgado por aviso da Direcção-Geral do Tesouro, até 15 de Janeiro e 15 de Julho de cada ano. A presente portaria reporta os seus efeitos a 1-10-2004. As referências feitas nos avisos entretanto publicados à Portaria n.º 1105/2004 (2 Série) de 16-10, entendem-se como efectuadas à presente portaria. Taxa actual: 9,05% (cfr. Aviso n.º 6923/2005 (2 Série) de 19-7, in DR, 2 Série, n.º 141, de 25-7-2005).

### Agosto

- **11 de Agosto (Regulamento dos Ministério das Finanças e da Administração Pública. Instituto de Seguros de Portugal nº 56/2005, DR nº 120 2ª Série)**

Emite norma regulamentar no que concerne à prevenção do branqueamento de capitais, e concomitantemente, revoga a norma regulamentar nº 16/2002-R, de 7 de Junho.
- **12 de Agosto (Portaria do Ministério das Finanças e da Administração Pública nº.651/2005, DR Nº 155 1ª Série B)**

Aprova, ao abrigo do disposto no art 5, nº 1, da Lei nº 39-A/2005, de 29-7, o modelo declarativo para regularização tributária de elementos patrimoniais colocados no exterior (declaração de regularização tributária) e as respectivas instruções de preenchimento, publicados em anexo à presente portaria.
- **12 de Agosto (Carta-Circular do Banco de Portugal. nº 17/05/DET)**

Consagra, no âmbito da aprovação do Regime Excepcional de Regularização Tributária de elementos patrimoniais colocados no exterior (RERT), disposições de implementação dos procedimentos entre o Banco de Portugal e as instituições de crédito aquando da recepção da Declaração de Regularização Tributária (DRT) e o correspondente pagamento.
- **25 de Agosto (Portaria Ministério das Finanças e da Administração Pública nº 712/2005, DR Nº 163 1ª Série B)**

Altera os nºs 1, 2 e 3 da Portaria nº 913-I/2003, de 30-8, que estabeleceu o novo sistema de taxas de supervisão do mercado de valores mobiliários. A presente portaria entra em vigor no dia 1 de Setembro de 2005.
- **26 de Agosto (Carta-Circular do Banco de Portugal n.º 100/2005/DSB)**

Divulga um conjunto de princípios, entendidos como "boas práticas", que deverão ser adoptados pelas instituições em situações de contingência, quer de natureza operacional, quer de carácter financeiro.
- **26 de Agosto (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 100/05/DSB)**

Procede à divulgação de um conjunto de Princípios sobre o Planeamento de Contingências nas instituições de crédito e sociedades financeiras, por forma a garantir a existência de um conjunto de procedimentos que permitam assegurar a continuidade da actividade das instituições em situações de crise.
- **29 de Agosto (Lei nº 48/2005, DR nº 165 1ª Série A)**

Dá nova redacção aos artºs 2, 8, 11 e 11-A do Decreto-Lei nº 454/91, de 28-12, que aprovou o regime jurídico do cheque sem provisão. A presente lei entra em vigor 30 dias após a sua publicação.

### Setembro

- **14 Setembro (Regulamento dos Ministério das Finanças e da Administração Pública. Comissão do Mercado de Valores Mobiliários nº 7/2005, DR Nº 177 2ª Série)**

Altera o regulamento nº 12/2000, que estabelece o regime a que ficam sujeitas as actividades de intermediação financeira. O presente regulamento entra em vigor em 1-1-2006.
- **15 Setembro (Regulamento do Ministério das Finanças e da Administração Pública. Comissão do Mercado de Valores Mobiliários nº 6/2005, DR Nº 178 2ª Série)**

Altera o regulamento nº 5/2004 que procede à actualização do regime regulamentar dos *warrants* autónomos, na sequência das modificações introduzidas no respectivo regime pelo DL nº 70/2004, de 25-3, que alterou o DL nº 172/99, de 20-5.
- **15 Setembro (Decreto-Lei do Ministério da Economia e da Inovação nº 156/2005, DR Nº 178 1ª Série A)**

Estabelece a obrigatoriedade de disponibilização do livro de reclamações a todos os fornecedores de bens ou prestadores de serviços que tenham contacto com o público em geral, reforçando os procedimentos de defesa dos direitos dos consumidores e utentes. O regime aqui previsto não se aplica aos serviços e organismos da Administração Pública a que se refere o artº 38 do DL nº 135/99, de 22-4. O presente diploma entra em vigor em 1-1-2006.
- **21 Setembro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 35/2005/DPG)**

Recomenda, na sequência da entrada em vigor da Lei nº 48/2005, de 29-8, que as instituições de crédito tomadoras indiquem a data em que foi verificado o motivo de devolução concretamente apurado pelas instituições de crédito sacadas.

- **21 de Setembro (Aviso do Banco de Portugal de 29 Julho de 2005, DR Nº 182 3ª Série parte A)**

Torna público que se encontram disponíveis para consulta, nas instalações do Banco de Portugal, durante 30 dias, as contas finais apresentadas pela comissão liquidatária da Caixa de Crédito Agrícola Mútuo do Concelho da Feira, C.R.L. - em liquidação.
- **21 de Setembro (Regulamento do Ministério das Finanças e da Administração Pública. Comissão do Mercado de Valores Mobiliários nº 8/2005, DR Nº 182 2ª Série)**

Altera o regulamento nº 7/2004, de 23-12, relativo à comercialização de organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM) estrangeiros que não disponham de prospecto simplificado, por forma a dar acolhimento à recomendação emitida pelo Comité Europeu de Reguladores de Valores Mobiliários (CESR) para que os Estados membros da União Europeia, posteriormente a 30-9-2005, apenas aceitem a comercialização no seu território de OICVM provenientes de outro Estado membro caso possuam já o respectivo prospecto simplificado, elaborado nos termos da Directiva nº 2001/107/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21-1-2002. Rectificado pela Rectificação nº 1644/2005, de 21-9, in DR, 2 Série, nº 189, de 30-9-2005.
- **22 de Setembro (Instrução do Banco de Portugal n.º 27/2005, BNPB nº. 10/2005)**

Fixa em 0,03% a taxa contributiva de base para determinação das contribuições anuais para o Fundo de Garantia de Depósitos no ano de 2006. Revoga a Instrução n.º 21/2005 e foi distribuída com a Carta Circular n.º 106/2005/DSB, de 22.09.
- **22 de Setembro (Instrução do banco de Portugal n.º 28/2005, BNPB nº. 10/2005)**

Fixa o limite do compromisso irrevogável de pagamento a aplicar nas contribuições do ano de 2006 para o Fundo de Garantia de Depósitos (foi distribuída com a Carta Circular n.º 106/2005/DSB, de 22.09).
- **22 de Setembro (Parecer do Comité Económico e Social Europeu de 9 Mar 2005 (2005/C 234/02), JOUE Nº 234 Série C)**

Emite Parecer sobre as "Propostas de directivas do Parlamento Europeu e do Conselho que reformulam a Directiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20-3-2000, relativa ao acesso à actividade das instituições de crédito e ao seu exercício, e a Directiva 93/6/CEE do Conselho, de 15-3-1993, relativa à adequação dos fundos próprios das empresas de investimento e das instituições de crédito" (COM (2004) 486 final - 2004/0155 e 2004/0159 (COD)).
- **23 de Setembro (Despacho do Ministério das Finanças e da Administração Pública. Comissão de Normalização Contabilística, nº 20289/2005, DR Nº 184 2ª Série)**

Determina, na sequência da aprovação do Regulamento nº 1606/2002, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19-7, e com a entrada em vigor do Regulamento nº 1725/2003, da Comissão, de 21-9, pelos quais passaram a ser adoptadas na União Europeia as normas internacionais de contabilidade, as regras a que se deve subordinar a adopção dos princípios contabilísticos geralmente aceites no normativo contabilístico nacional. A presente directriz substitui a directriz contabilística nº 18 "Objectivos das demonstrações financeiras e princípios contabilísticos geralmente aceites", emitida em 18-12-96.
- **28 de Setembro (Relatório e contas da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários de 2004, DR Nº 187 3ª Série Parte A, Supl.2)**

Publica o relatório da actividade desenvolvida pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários durante o ano de 2004.
- **28 de Setembro (Regulamento do Ministério das Finanças e da Administração Pública. Comissão do Mercado de Valores Mobiliários nº 9/2005, DR nº 187 2ª Série)**

Procede à alteração do regulamento nº 15/2003, que regulamenta o regime jurídico dos organismos de investimento colectivo (OIC), aprovado pelo DL nº 252/2003, de 17-10.

Working papers

## WORKING PAPERS

### 1998

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

### 1999

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

### 2000

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

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

**2001**

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

**2002**

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

- 7/02 MERGE OR CONCENTRATE? SOME INSIGHTS FOR ANTITRUST POLICY  
— *Margarida Catalão-Lopes*
- 8/02 DISENTANGLING THE MINIMUM WAGE PUZZLE: ANALYSIS OF WORKER ACCESSIONS AND SEPARATIONS FROM A LONGITUDINAL MATCHED EMPLOYER-EMPLOYEE DATA SET  
— *Pedro Portugal, Ana Rute Cardoso*
- 9/02 THE MATCH QUALITY GAINS FROM UNEMPLOYMENT INSURANCE  
— *Mário Centeno*
- 10/02 HEDONIC PRICES INDEXES FOR NEW PASSENGER CARS IN PORTUGAL (1997-2001)  
— *Hugo J. Reis, J.M.C. Santos Silva*
- 11/02 THE ANALYSIS OF SEASONAL RETURN ANOMALIES IN THE PORTUGUESE STOCK MARKET  
— *Miguel Balbina, Nuno C. Martins*
- 12/02 DOES MONEY GRANGER CAUSE INFLATION IN THE EURO AREA?  
— *Carlos Robalo Marques, Joaquim Pina*
- 13/02 INSTITUTIONS AND ECONOMIC DEVELOPMENT: HOW STRONG IS THE RELATION?  
— *Tiago V. de V. Cavalcanti, Álvaro A. Novo*

## 2003

- 1/03 FOUNDING CONDITIONS AND THE SURVIVAL OF NEW FIRMS  
— *P.A. Geroski, José Mata, Pedro Portugal*
- 2/03 THE TIMING AND PROBABILITY OF FDI:  
An Application to the United States Multinational Enterprises  
— *José Brandão de Brito, Felipa de Mello Sampayo*
- 3/03 OPTIMAL FISCAL AND MONETARY POLICY: EQUIVALENCE RESULTS  
— *Isabel Correia, Juan Pablo Nicolini, Pedro Teles*
- 4/03 FORECASTING EURO AREA AGGREGATES WITH BAYESIAN VAR AND VECM MODELS  
— *Ricardo Mourinho Félix, Luís C. Nunes*
- 5/03 CONTAGIOUS CURRENCY CRISES: A SPATIAL PROBIT APPROACH  
— *Álvaro Novo*
- 6/03 THE DISTRIBUTION OF LIQUIDITY IN A MONETARY UNION WITH DIFFERENT PORTFOLIO RIGIDITIES  
— *Nuno Alves*
- 7/03 COINCIDENT AND LEADING INDICATORS FOR THE EURO AREA: A FREQUENCY BAND APPROACH  
— *António Rua, Luís C. Nunes*
- 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 STYLISTED 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 IN 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 ACCOUNTING FOR THE HIDDEN ECONOMY:  
BARRIERS TO ILLEGALITY 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*
- 4/05 HOUSEHOLD WEALTH IN PORTUGAL: 1980-2004  
— *Fátima Cardoso, Vanda Geraldes da Cunha*
- 5/05 ANALYSIS OF DELINQUENT FIRMS USING MULTI-STATE TRANSITIONS  
— *António Antunes*
- 6/05 PRICE SETTING IN THE AREA: SOME STYLIZED FACTS FROM INDIVIDUAL CONSUMER PRICE  
DATA  
— *Emmanuel Dhyne, Luis J. Álvarez, Hervé Le Bihan, Giovanni Veronese, Daniel Dias, Johannes Hoffmann, Nicole Jonker, Patrick Lünnemann, Fabio Rumler, Jouko Vilmunen*
- 7/05 INTERMEDIATION COSTS, INVESTOR PROTECTION AND ECONOMIC DEVELOPMENT  
— *António Antunes, Tiago Cavalcanti, Anne Villamil*
- 8/05 TIME OR STATE DEPENDENT PRICE SETTING RULES? EVIDENCE FROM PORTUGUESE MICRO  
DATA  
— *Daniel Dias, Carlos Robalo Marques, João Santos Silva*
- 9/05 BUSINESS CYCLE AT A SECTORAL LEVEL: THE PORTUGUESE CASE  
— *Hugo Reis*
- 10/05 THE PRICING BEHAVIOUR OF FIRMS IN THE EURO AREA: NEW SURVEY EVIDENCE  
— *S. Fabiani, M. Druant, I. Hernando, C. Kwapil, B. Landau, C. Loupias, F. Martins, T. Mathä, R. Sabbatini, H. Stahl, A. Stokman*
- 11/05 CONSUMPTION TAXES AND REDISTRIBUTION  
— *Isabel Correia*

*Banco de Portugal*

**Departamento de Estudos Económicos**

Av. Almirante Reis, 71– 6.º andar  
1150-012 Lisboa

**Distribuição**

Departamento de Serviços de Apoio  
Av. Almirante Reis, 71– 2.º andar  
1150-012 Lisboa

**Impressão e acabamento**

ELO – Publicidade, Artes Gráficas

**Tiragem**

1500 exemplares

Depósito Legal n.º 86639/95

ISSN 0872-9794