

A ECONOMIA PORTUGUESA EM 2000

1. INTRODUÇÃO

A economia portuguesa deverá registar, em 2000, um crescimento económico semelhante ao estimado para 1999 (entre 2¼ e 3¼ por cento em 2000, que compara com 3.0 por cento no ano anterior) (quadro 1.1). Deverá, contudo, processar-se uma alteração qualitativa no padrão de crescimento: o contributo da procura interna será menor e deverá registar-se, em contrapartida, um contributo menos negativo da procura externa líquida (ver gráfico 1.1). O menor contributo da procura interna reflecte o abrandamento da expansão do consumo privado e, em menor grau, a desaceleração do consumo público e uma diminuição da variação das existências, já que a formação bruta de capital fixo (FBCF) deverá apresentar uma ligeira aceleração face a 1999. A evolução do contributo da procura externa líquida traduz uma aceleração das exportações e uma pequena redução do ritmo de crescimento das importações, determinada pela desaceleração da procura interna.

Relativamente às previsões para 2000 publicadas no *Boletim Económico* de Março, o cenário então traçado de recomposição do crescimento económico parece estar a ser confirmado. No entanto, em termos quantitativos, as estimativas actuais apresentam algumas diferenças relevantes: o consumo privado e as importações deverão abrandar mais do que inicialmente previsto, enquanto que, em contrapartida, o consumo público, a FBCF e as exportações deverão crescer a ritmos superiores aos anteriormente antecipados.

O Banco de Portugal prevê que o emprego total aumente entre 1 e 1½ por cento em 2000, em desaceleração face ao crescimento de 1.8 por cento observado em 1999. Em resultado, e em linha com a evolução da actividade, a taxa de desemprego média em 2000 deverá situar-se em torno de 4 por

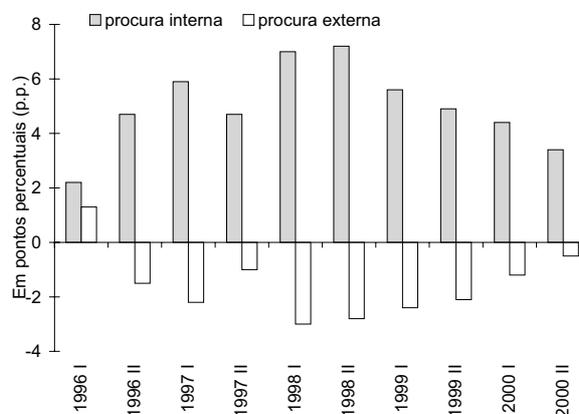
Quadro 1.1

PORTUGAL - PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICOS

Taxas de variação em percentagem

	1999	2000	Por memória:
			2000
			BE Março 2000
Consumo privado	4.9	2¼ - 3¼	3¼ - 3¼
Consumo público	3.9	3.2	2 - 2½
FBCF	5.3	5¼ - 5¾	3¾ - 4¾
Procura interna	4.8	3¼ - 3¾	3¼ - 3¾
Exportações	4.6	8¼ - 8¾	7½ - 8½
Procura global	4.8	4¼ - 4¾	4¼ - 4¾
Importações	9.0	8 - 8½	8 - 9
PIB	3.0	2¾ - 3¼	2¾ - 3¼
Balança corrente + balança de capital (%PIB)	(-6.8)	(-10)-(-9)	(-9½)-(-8½)

Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 1.1
PORTUGAL - CONTRIBUTOS PARA O CRESCIMENTO DO PIB

Fonte: Banco de Portugal.

cento (4.4 por cento em 1999), que se estima estar abaixo da taxa natural de desemprego⁽¹⁾.

No conjunto do ano de 2000, o défice agregado das balanças corrente e de capital deverá situar-se entre 9 e 10 por cento do produto interno bruto (PIB), que compara com 6.8 por cento em 1999. O forte aumento do défice continuará a reflectir, essencialmente, o comportamento da balança de mercadorias, muito influenciada em 2000 pela deterioração dos termos de troca (que deverá contribuir com 1.2 pontos percentuais do PIB para o agravamento do défice). A actual previsão do défice agregado corrente e de capital corresponde a uma revisão de ½ ponto percentual (p.p.) face à previsão publicada no *Boletim Económico* de Março. Tal resulta principalmente de uma revisão em baixa do excedente das transferências públicas correntes e de capital com a União Europeia.

No que respeita à inflação, a taxa de variação homóloga do Índice de Preços no Consumidor (IPC), que tinha diminuído de 2.0 por cento em Dezembro de 1999 para 1.5 por cento em Março de 2000, aumentou para 2.9 por cento em Junho e para 3.4 por cento em Setembro. A taxa de variação média inverteu a tendência de diminuição que vinha registando desde Maio de 1999, passando de um valor mínimo de 2.0 por cento em Abril de 2000 para 2.4 por cento em Setembro.

Estes principais desenvolvimentos da economia portuguesa foram fortemente influenciados pelos efeitos de vários factores, externos e internos. Entre estes factores merecem destaque: a recuperação da procura externa, a continuação da tendência de depreciação do euro, o aumento do preço internacional do petróleo, a decisão do Governo português de acomodar parcialmente em termos fiscais os reflexos da subida do preço internacional do petróleo nos preços dos combustíveis ao consumidor, a continuação do ritmo elevado de crescimento da despesa pública corrente e a subida das taxas de juro de intervenção do Eurosistema. Refira-se ainda o comportamento dos preços no consumidor de alguns produtos alimentares não proces-

sados, que tem condicionado desfavoravelmente a evolução da taxa de inflação em 2000.

Desde o segundo semestre de 1999 que se verifica a recuperação do crescimento da procura mundial, após o abrandamento ocorrido entre meados de 1998 e de 1999. Esta evolução foi observada na actividade da generalidade das economias avançadas, a par do fortalecimento das economias asiáticas de mercados emergentes e da recuperação registada na América Latina. Em particular, a actividade nos Estados Unidos da América (EUA) continuou a crescer a um ritmo muito forte no primeiro semestre de 2000, devendo manter um elevado dinamismo até ao final de 2000, ainda que em abrandamento face ao crescimento da primeira metade do ano. Na área do euro, a actividade económica voltou a apresentar uma aceleração nos dois primeiros trimestres deste ano e, a avaliar pela informação mais recente, terá continuado a crescer a bom ritmo no terceiro trimestre, embora deva abrandar face ao primeiro semestre. Em resultado, a procura externa dirigida à economia portuguesa acelerou fortemente de 1999 para 2000, mais do que estava implícito nas previsões divulgadas no *Boletim Económico* de Março.

O andamento favorável das exportações da área do euro foi resultado da acima referida recuperação da procura mundial e da continuada depreciação do euro. Face ao dólar, verificaram-se depreciações de 24.9 e 13.7 por cento quando se compara a média mensal da taxa de câmbio do euro de Setembro de 2000 com as médias de Janeiro e Dezembro de 1999, respectivamente. Em termos efectivos, a depreciação do euro foi de 18.8 e 8.1 por cento desde Janeiro e Dezembro de 1999, respectivamente. Assim, a depreciação do euro tem-se traduzido numa posição temporária mais competitiva das empresas da área do euro, quer em terceiros mercados quer no mercado interno (onde produtos da área do euro concorrem com produtos doutros países não pertencentes à área). Em contrapartida, a depreciação do euro tem-se reflectido igualmente num aumento dos preços das importações (mesmo excluindo os produtos energéticos) e, por essa via, num aumento das pressões inflacionistas.

No que respeita à subida do preço internacional do petróleo, comparando os níveis médios de Setembro de 2000 e de Dezembro de 1999, obtêm-se variações de cerca de 30 e 50 por cento, respectiva-

(1) O conceito da taxa natural que é objecto de estimativa, com um elevado grau de incerteza, é o de uma taxa de desemprego de equilíbrio compatível com a não aceleração dos preços (NAIRU). A maior parte das estimativas da taxa natural de desemprego para Portugal situam-se no intervalo entre 4.5 e 5.5 por cento, já tendo em conta a quebra de série ocorrida em 1998.

mente em dólares e euros (estas variações atingem cerca de 200 e 300 por cento em dólares e em euros, respectivamente, se os valores médios de Setembro forem comparados com os mínimos atingidos no início de 1999). A subida observada em 2000 esteve associada à crescente percepção de que se está perante um choque mais persistente do que inicialmente antecipado. Tipicamente, um choque desta natureza tem implicações de subida da inflação e de moderação no crescimento da actividade. Contudo, e como parece ser corroborado pela presente conjuntura internacional, é de esperar que a manifestação dos efeitos sobre os preços seja mais rápida do que a manifestação sobre a actividade.

Perante a subida do preço internacional do petróleo, o Governo português decidiu acomodar parcialmente os efeitos nos preços ao consumidor dos combustíveis por via de uma redução na carga do Imposto sobre os Produtos Petrolíferos (ISP). Os preços ao consumidor das gasolinas e do gasóleo foram ajustados apenas uma vez, em finais de Março, em cerca de 10 por cento. Para efeitos de comparação, no período de Dezembro de 1999 a Setembro de 2000, a rubrica de preços dos produtos energéticos do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) aumentou cumulativamente 7.3 e 13.0 por cento em Portugal e no conjunto da área do euro, respectivamente.

Os efeitos directos e indirectos do aumento dos preços da gasolina e do gasóleo decidido em finais de Março ocorreram em simultâneo com uma acentuada variação dos preços de alguns produtos alimentares. A taxa de variação homóloga da classe do IPC “Produtos alimentares e bebidas não alcoólicas” que se situava em -0.6 por cento no mês de Março, atingiu 3.8 por cento em Agosto, tendo-se reduzido posteriormente para 2.9 por cento em Setembro. Em consequência, para além dos efeitos das subidas dos preços dos combustíveis, o aumento da taxa de inflação observado no segundo e terceiro trimestres foi ampliado por efeitos de natureza irregular.

A despesa pública corrente continuou em 2000 a contribuir de forma significativa, directa e indirectamente, para a expansão da procura interna. De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, baseadas na informação compilada para servir de base à notificação do procedimento dos défices excessivos de final de Agosto último, o consumo público registará em 2000 um crescimento em vo-

lume de 3.2 por cento, que compara com 3.9 por cento em 1999 e se situa em 2000 cerca de 1 p.p. acima da previsão do *Boletim Económico* de Março e acima do estabelecido na actualização do Programa de Estabilidade e Crescimento. Em termos nominais, a despesa pública primária corrente deverá mesmo acelerar em 2000, em resultado quer da evolução das despesas com pessoal (devido, em particular, ao forte crescimento das remunerações por trabalhador, incluindo o subsídio do Estado para a Caixa Geral de Aposentações), quer das transferências correntes para as famílias e empresas. Deste modo, apesar de algumas medidas de corte e congelamento de despesa tomadas pelo Ministério das Finanças no decurso do ano, não terá sido conseguida em 2000 a desejável desaceleração da despesa pública corrente face ao observado em 1999.

As despesas de capital das administrações públicas terão desacelerado significativamente em termos nominais, em consequência das referidas medidas de corte, da aprovação tardia do Orçamento Geral do Estado e do facto de 2000 ser o primeiro ano de um novo Quadro Comunitário de Apoio. Note-se que, apesar da desaceleração do investimento público efectuado directamente pelas administrações públicas, a informação disponível aponta para uma recuperação do investimento em obras públicas em 2000, efectuado por entidades classificadas no sector empresarial.

As várias subidas das taxas de intervenção do Eurosistema que têm sido decididas pelo Conselho do Banco Central Europeu (BCE), desde Novembro de 1999, totalizaram já 2.25 p.p. Desde 5 de Outubro, data da subida mais recente, a taxa mínima de proposta nas operações principais de refinanciamento situa-se em 4.75 por cento. Nos vários países da área do euro, estas subidas das taxas de intervenção têm estado na origem de variações nas taxas de juro praticadas pelos bancos em operações de depósito e crédito com clientes. No caso português, em Setembro de 2000, por comparação com os mínimos atingidos em 1999, a taxa dos depósitos de prazo 181 dias a um ano tinha subido 1.1 p.p., enquanto as principais taxas de crédito aumentaram no mesmo período entre 1.7 e 1.9 p.p.. Dado que a transmissão às taxas de depósito e de crédito das recentes subidas de taxas de intervenção ainda não se processou de forma completa, será de esperar nos próximos meses a continuação

da subida das taxas de juro bancárias, mesmo se não ocorrerem aumentos adicionais nas taxas de intervenção.

Apesar da trajectória ascendente das taxas de juro, o crescimento do crédito interno ao sector privado tem-se situado em torno dos 27 por cento desde Janeiro de 1999. Esta manutenção do ritmo de expansão do crédito traduz evoluções distintas, por um lado, do crédito a particulares e, por outro lado, do crédito a sociedades não financeiras e a Instituições Financeiras Não Monetárias (IFNM). Enquanto este último tem vindo a acelerar, o primeiro tem registado uma desaceleração significativa desde o terceiro trimestre de 1999, embora em Agosto de 2000 ainda apresentasse uma taxa homóloga de 20.7 por cento.

A subida das taxas de juro e os elevados níveis de endividamento atingidos pelos particulares nos anos recentes, nomeadamente em correspondência com o forte acréscimo na aquisição de habitação, têm determinado um aumento dos encargos com as amortizações e os juros dos empréstimos contraídos. Este crescimento, conjugado desde meados de 1999 com a alteração das expectativas dos consumidores sobre a evolução das taxas de juro, deverá estar agora a condicionar o ritmo de expansão do consumo privado. Assim, embora em 2000 o rendimento disponível dos particulares deva registar um aumento nominal superior ao de 1999, reflectindo sobretudo o crescimento do emprego e alguma aceleração dos salários, maiores encargos com as amortizações do capital (que não são considerados no cálculo do rendimento disponível) obrigam a um acréscimo de poupança. A própria subida das taxas de juro, associada às referidas expectativas de novas subidas no futuro próximo, poderá estar também a constituir um incentivo à poupança. Deste modo, em 2000 deverá ser interrompida a tendência observada nos últimos anos de decréscimo da taxa de poupança dos particulares, em percentagem do rendimento disponível.

A aceleração do crédito às empresas não financeiras e financeiras não monetárias deverá corresponder a um significativo aumento das suas necessidades de financiamento líquidas. De facto, o agravamento substancial em 2000 do défice agregado das balanças corrente e de capital tem necessariamente como contrapartida o aumento das necessidades líquidas de financiamento dos sectores institucionais residentes. Dado que a informação

disponível não aponta para deterioração da situações dos particulares e das administrações públicas, decorre naturalmente o aumento das necessidades de financiamento das empresas portuguesas, num contexto de diminuição da sua poupança corrente, de sustentação de elevadas taxas de investimento empresarial e de reestruturação de grupos económicos, traduzida em fusões e aquisições de empresas. Como estas necessidades acrescidas do sector empresarial têm sido financiadas sobretudo por recurso ao crédito bancário, compreende-se, portanto, a aceleração do crescimento deste último.

A análise do balanço consolidado dos bancos permite perceber as contrapartidas da expansão do crédito. A contrapartida tradicional do crédito, os depósitos captados pelos bancos, tem vindo a perder importância relativa. De facto, o aumento de depósitos captados pelos bancos entre Janeiro e Agosto correspondeu apenas a 6.9 por cento da variação do crédito interno ao sector privado, quando em igual período de 1999 essa percentagem tinha sido de 30.3 por cento (87.6 e 125.0 por cento, respectivamente no conjunto dos anos de 1995 e 1990). A discrepância crescente entre a captação de depósitos e a concessão de crédito tem sido financiada pelos bancos através de aumentos de capital e reservas, da emissão de títulos de dívida e, principalmente, do aumento dos passivos líquidos dos bancos face a não residentes (em 9.8 mil milhões de euros nos oito primeiros meses do ano, por comparação com 7.5 mil milhões de euros no período homólogo de 1999).

2. ENQUADRAMENTO INTERNACIONAL DA ECONOMIA PORTUGUESA

2.1 Enquadramento internacional da área do euro

As estimativas mais recentes do Fundo Monetário Internacional (FMI)⁽²⁾ apontam para uma aceleração significativa da **actividade económica mundial** em 2000, para 4.7 por cento (3.4 por cento em 1999), o que constitui uma revisão em alta de 0.5 p.p. face às projecções anteriores (quadro 2.1). Nas economias avançadas é de destacar o continuado dinamismo dos EUA, uma vez mais excedendo as expectativas, e a recuperação, ainda que

(2) *World Economic Outlook*, Setembro 2000.

Quadro 2.1

PROJEÇÕES DO FMI

	Produto interno bruto			Preços no consumidor		
	1999	2000	Revisões (p.p.)	1999	2000	Revisões (p.p.)
Economia mundial.....	3.4	4.7	0.5	—	—	—
Países em transição.....	2.4	4.9	2.3	43.8	18.3	-1.2
América Latina.....	0.3	4.3	0.3	9.3	8.9	1.2
Países asiáticos em desenvolvimento..	5.9	6.7	0.5	2.4	2.4	-0.2
Economias avançadas.....	3.2	4.2	0.6	1.4	2.3	0.4
Área do euro.....	2.4	3.5	0.3	1.2	2.1	0.4
Reino Unido ^(a)	2.1	3.1	0.1	2.3	2.0	0.0
EUA.....	4.2	5.2	0.8	2.2	3.2	0.7
Japão.....	0.2	1.4	0.5	-0.3	-0.2	-0.3

Fonte: Fundo Monetário Internacional *World Economic Outlook* Setembro 2000 vs. Maio 2000.

Nota:

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

frágil, do Japão. É, também, esperada uma consolidação do crescimento nos mercados emergentes asiáticos, uma recuperação na América Latina e um crescimento significativo nos países em transição, nomeadamente na Rússia, onde a actividade está bastante mais forte do que anteriormente esperado. O maior crescimento mundial em 2000 deverá ser acompanhado por uma aceleração significativa do volume de comércio de bens e serviços (de 5.1 para 10.0 por cento). Em relação aos preços no consumidor, o FMI estima uma aceleração dos preços nas economias avançadas em 2000 (de 1.4 para 2.3 por cento), mais acentuada do que previsto anteriormente, em grande parte associada ao aumento do preço da energia.

A expansão global que o FMI espera que prosiga em 2001 não está, contudo, isenta de riscos. Em particular, existe a possibilidade de ocorrer uma correcção abrupta dos desequilíbrios económicos e financeiros (contas externas, taxas de câmbio e mercados bolsistas) que emergiram nos últimos anos (ver Caixa 1 – *Evolução dos mercados financeiros internacionais e em Portugal*). A manutenção do preço internacional do petróleo em níveis muito elevados, superiores aos incorporados nas projecções do FMI (26.5 USD/barril para 2000 e 23.0 USD/barril para 2001), constitui um risco adicional para a actividade e a inflação.

O preço internacional do **petróleo** manteve, ao longo dos primeiros nove meses de 2000, a trajetória de subida observada desde inícios de 1999

(gráfico 2.1). Em Setembro, o preço do *Brent* em dólares encontrava-se cerca de 30 por cento acima do nível médio de Dezembro de 1999 (50.5 por cento em euros). Neste contexto, a Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) anunciou, no dia 11 de Setembro, pela terceira vez este ano, um aumento das quotas de produção (em 800 mil barris/dia, isto é, cerca de 1 por cento da oferta global), a ter efeito a partir do dia 1 de Outubro. No dia 22 de Setembro, o Departamento de Energia dos EUA anunciou a colocação temporária de 30 milhões de barris de petróleo das suas reservas

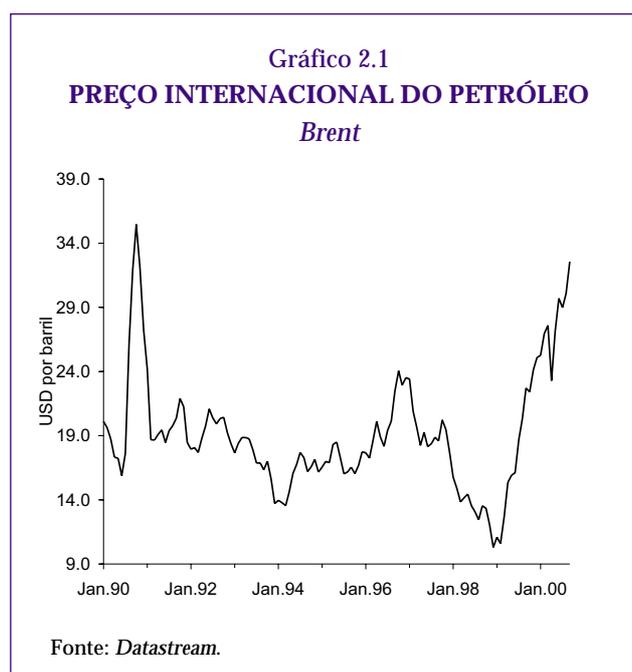
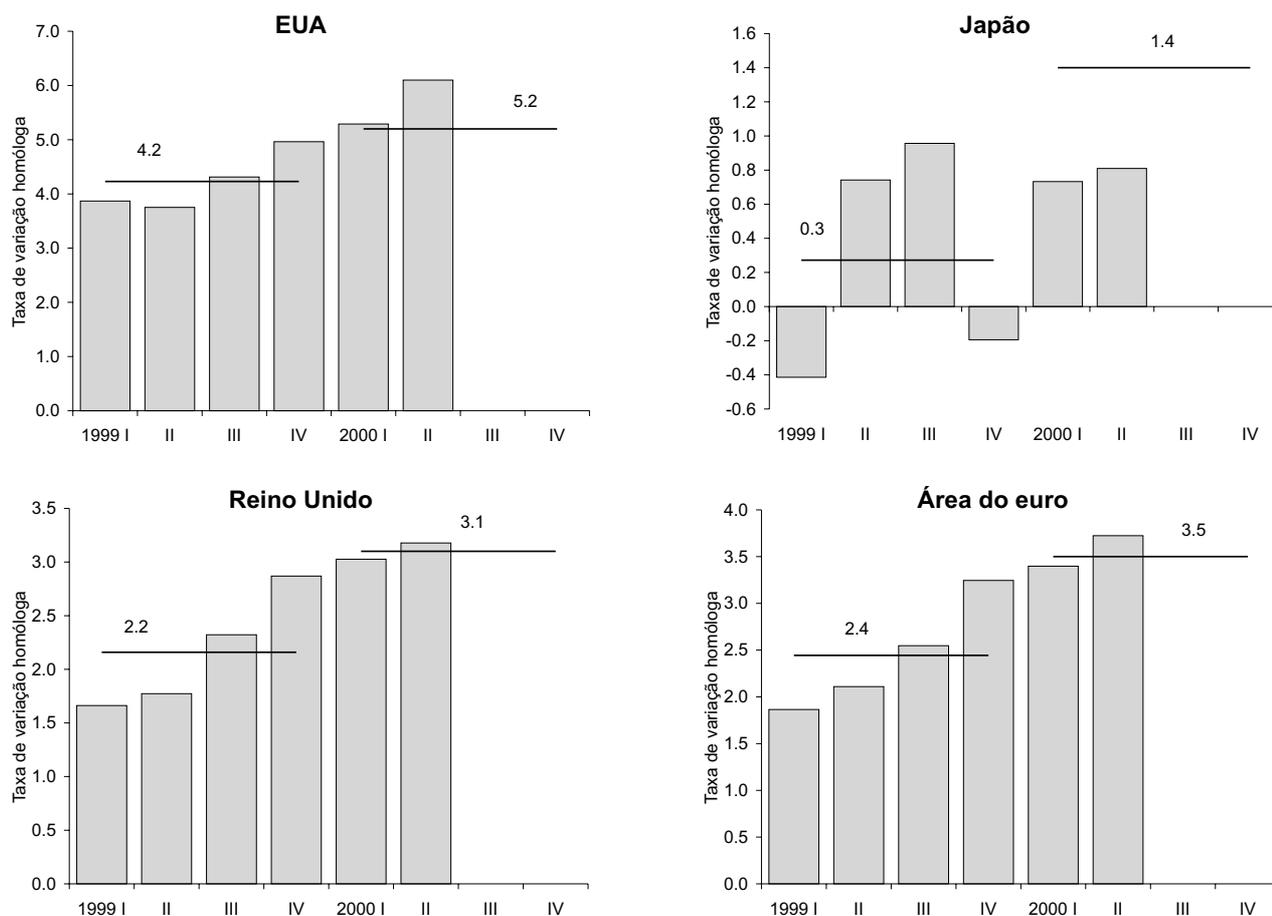


Gráfico 2.2
PRODUTO INTERNO BRUTO



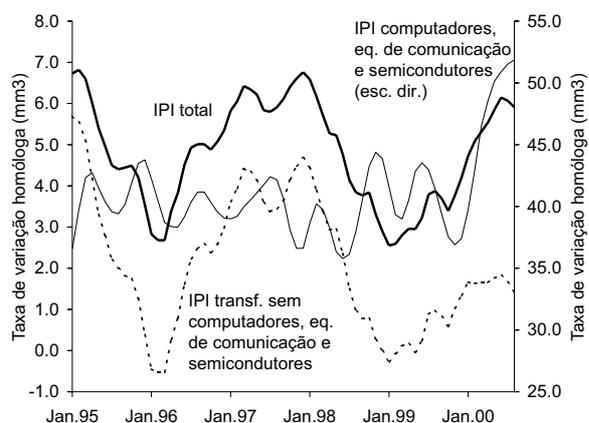
Fonte: Datastream e Fundo Monetário Internacional *World Economic Outlook* Setembro 2000 (para estimativas anuais para 2000).

estratégicas. Na primeira quinzena de Outubro, o preço do *Brent* permaneceu em níveis muito elevados e, a avaliar pela evolução implícita no mercado de futuros em 13 de Outubro, é esperado que o preço se mantenha acima de 30 USD/barril até ao final do ano.

A actividade económica nos EUA continuou a apresentar um crescimento muito forte na primeira metade de 2000 (gráfico 2.2). A variação homóloga do PIB atingiu, no segundo trimestre, 6.1 por cento, face a 5.3 por cento no início deste ano e 5.0 por cento no último trimestre de 1999. O maior crescimento registado no segundo trimestre deveu-se, em grande parte, ao aumento do contributo da variação de existências do sector privado (de -0.1 para 0.7 p.p.). A FBCF privada voltou a apresentar taxas de crescimento significativas nos dois primeiros trimestres deste ano, da ordem dos 10

por cento, apesar da desaceleração da componente residencial (de 2.8 por cento no quarto trimestre de 1999 para 0.5 por cento no segundo trimestre deste ano). A FBCF privada não residencial acelerou no primeiro semestre, tendo-se continuado a observar aumentos muito elevados da FBCF em equipamento e *software* (15.7 e 16.4 por cento no primeiro e segundo trimestres, respectivamente, face a 14.1 por cento no final de 1999). O consumo privado, apesar de se ter mantido muito forte, registou uma desaceleração no segundo trimestre (de 6.0 para 5.4 por cento), concentrada no consumo de bens duradouros. As exportações líquidas mantiveram um contributo negativo para o crescimento nos dois primeiros trimestres deste ano, tendo-se continuado a acentuar o crescimento quer das exportações (de 4.3 por cento no final de 1999 para 10.2 por cento no segundo trimestre) quer das importa-

Gráfico 2.3
EUA – ÍNDICE DE PRODUÇÃO INDUSTRIAL



Fonte: Datastream.

ções (de 12.0 para 14.5 por cento). Esta evolução, a par da subida dos preços de importações, devida, nomeadamente, ao preço da energia, reflectiu-se num agravamento continuado dos défices comercial e corrente nos dois primeiros trimestres de 2000. O défice da balança corrente situou-se em 4.3 por cento do PIB no segundo trimestre (4.2 por cento no primeiro trimestre e 3.6 por cento em 1999).

A generalidade das estimativas mais recentes aponta para alguma moderação do ritmo de crescimento da economia norte-americana na segunda metade do ano, embora deva manter-se elevado. A produção do sector industrial aumentou 5.9 por cento, em termos homólogos, nos três meses até Agosto, o que compara com 6.1 por cento no segundo trimestre e 5.3 por cento no primeiro (gráfico 2.3). A aceleração da produção registada ao longo de 2000 reflecte, em particular, o elevado dinamismo da produção de computadores, equipamento de comunicação e semicondutores (aumento de 51.9 por cento no trimestre até Agosto, face a 50.9 por cento no segundo trimestre e 46.5 por cento no início do ano), uma vez que a produção nos restantes sectores da indústria transformadora tem crescido a taxas relativamente estáveis (1.7 e 1.8 por cento nos dois primeiros trimestres e 1.4 por cento nos três meses até Agosto). A confiança dos empresários manteve, até Agosto, a trajetória de redução evidenciada desde inícios deste ano. O sector da construção residencial, a avaliar pelos in-

dicadores de licenças e de novas residências até Agosto, parece ter continuado pouco dinâmico no terceiro trimestre.

O desempenho acima do esperado da economia norte-americana na primeira metade de 2000 levou o FMI a rever significativamente em alta (0.8 p.p.) o crescimento estimado para o conjunto do ano, para 5.2 por cento (4.2 por cento em 1999) (quadro 2.1).

No mercado de trabalho, o emprego por conta de outrem no sector privado não agrícola continuou a crescer a um ritmo elevado até Setembro, embora ligeiramente inferior ao observado em 1999 (2.2 por cento o que compara com 2.4 por cento em 1999). A taxa de desemprego permaneceu relativamente estável, a um nível bastante baixo (4.0 por cento no terceiro trimestre). Os ganhos particularmente elevados de produtividade observados até ao segundo trimestre de 2000, a par da estabilização dos aumentos salariais (4.7 por cento, em termos homólogos), conduziram a uma redução dos custos unitários de trabalho (-0.5 por cento no segundo trimestre, em termos homólogos, face a 0.7 por cento nos dois trimestres anteriores).

No que se refere à inflação, o crescimento homólogo do IPC tem apresentado uma tendência ascendente ao longo de 2000, embora com alguma irregularidade, o que, em grande parte, reflecte o comportamento da componente energética. No período de Janeiro a Agosto o aumento do IPC foi de 3.3 por cento, o que compara com 2.2 por cento em 1999. Quando excluídas as componentes mais voláteis (bens energéticos e alimentares) o IPC apresentou, desde o início do ano, alguma aceleração (aumento de 2.4 por cento no mesmo período face a 2.1 por cento em 1999). No conjunto do ano, a variação dos preços no consumidor deverá situar-se em 3.2 por cento, de acordo com a estimativa do FMI (quadro 2.1).

A Reserva Federal continua a considerar que os riscos na economia norte-americana são fundamentalmente no sentido de se gerarem pressões inflacionistas no futuro próximo, não obstante ter mantido as taxas de referência inalteradas desde Maio (a taxa de referência dos *federal funds* encontra-se em 6.5 por cento), o que se reflectiu na estabilização das taxas de juro a três meses desde meados do ano. As taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a 10 anos prosseguiram o movimento de redução que têm vindo a apresen-

tar, situando-se em 5.8 por cento em Setembro (6.6 por cento no início deste ano).

No **Japão**, o crescimento do PIB situou-se em 0.8 por cento no segundo trimestre de 2000 (em termos homólogos), praticamente idêntico ao do início do ano (0.3 por cento em 1999) (gráfico 2.2). Em ambos os trimestres o crescimento baseou-se, fundamentalmente, na procura externa líquida, que passou a apresentar um contributo positivo da ordem dos 0.7 p.p. A procura interna do sector privado apresentou um contributo bastante mais positivo na primeira metade do ano. O consumo privado registou, nos dois primeiros trimestres de 2000, crescimentos em torno de 1 por cento. O ritmo de crescimento da FBCF privada moderou no segundo trimestre (de 5.2 para 1.6 por cento), depois de ter acelerado de forma marcada no trimestre anterior, mas mantendo uma evolução mais favorável do que em 1999. Esta evolução foi compensada por uma menor redução da FBCF pública no segundo trimestre (de -17.6 para -9.0 por cento), em resultado da implementação das medidas para estimular a economia aprovadas em Novembro de 1999.

Os indicadores mais recentes parecem apontar para um dinamismo continuado da FBCF privada. As encomendas internas de máquinas do sector privado continuaram a registar fortes crescimentos homólogos, até Agosto, e os lucros das empresas têm apresentado uma evolução favorável. O aumento gradual da confiança dos consumidores observado até ao segundo trimestre, a par de uma evolução mais positiva das remunerações, poderá reflectir-se favoravelmente no consumo privado. No entanto, alguns factores poderão continuar a influenciar negativamente o consumo, como é o caso da manutenção da taxa de desemprego em níveis historicamente elevados (4.6 por cento em Agosto) e o facto do emprego, até Agosto, continuar a apresentar quedas face ao período homólogo, ainda que menores do que as registadas no ano anterior.

De acordo com o FMI, no conjunto de 2000, o PIB deverá crescer 1.4 por cento (quadro 2.1). A recuperação da actividade, tendo por base o investimento empresarial, é no entanto frágil, persistindo riscos no sentido da baixa na segunda metade do ano, quando é esperada uma queda do investimento público.

O IPC continuou a apresentar quedas face ao período homólogo nos primeiros oito meses de 2000 (-0.7 por cento o que compara com -0.3 por cento em 1999). Os preços internos por grosso, depois das quedas registadas até ao início deste ano, passaram a apresentar variações homólogas ligeiramente positivas (0.1 por cento em Setembro face a -0.6 por cento no final de 1999), em parte traduzindo o aumento dos preços dos produtos petrolíferos.

No dia 11 de Agosto, o Banco do Japão abandonou a política de taxa de juro nula, adoptada em Fevereiro de 1999 para contrariar as pressões deflacionistas, tendo decidido conduzir a *overnight call rate* para níveis em torno de 0.25 por cento. O Banco do Japão considerou que a economia está a evidenciar sinais claros de recuperação, liderada principalmente pelo investimento empresarial, e que, neste contexto, as pressões descendentes sobre os preços, resultantes da fraca procura, estão a diminuir.

No segundo trimestre de 2000, a actividade no **Reino Unido** apresentou um crescimento homólogo de 3.2 por cento, o que compara com aumentos de 3.0 por cento no início do ano e 2.9 por cento no final de 1999 (gráfico 2.1). A procura interna acelerou no segundo trimestre, em grande parte resultado do maior contributo da variação de existências (1.0 p.p. face a 0.2 p.p. no primeiro trimestre). O consumo privado continuou a crescer a taxas elevadas (3.9 e 3.7 por cento no primeiro e segundo trimestres, respectivamente), embora inferiores às do ano anterior, e o consumo público acelerou, depois da correcção registada no início do ano. A FBCF apresentou crescimentos da ordem de 2 por cento nos dois primeiros trimestres do ano, claramente abaixo dos observados em 1999 (5.4 por cento no último trimestre). As exportações líquidas apresentaram um contributo fortemente negativo no segundo trimestre (-1.0 p.p.), em resultado de uma aceleração das importações (10.7 por cento face a 8.5 por cento no trimestre anterior) e de um menor crescimento das exportações (8.7 por cento, o que compara com 9.5 por cento no trimestre anterior).

Em termos de sectores de actividade, a produção industrial acelerou no segundo trimestre (de 1.5 para 2.2 por cento, em termos homólogos), depois do ligeiro abrandamento observado no início do ano, tendo aumentado 1.7 por cento nos três

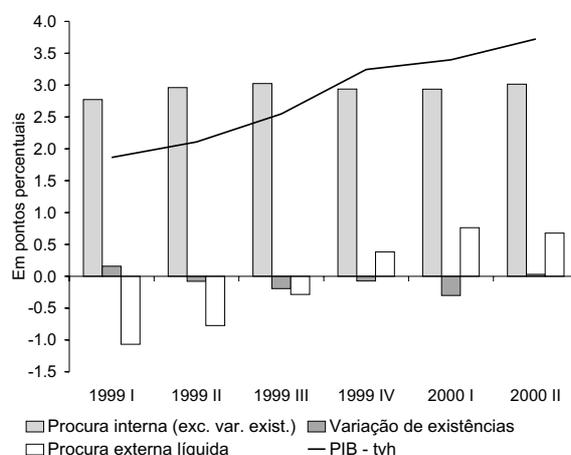
meses até Agosto. A confiança dos empresários, após a recuperação evidenciada ao longo de 1999, manteve-se, até Agosto, a um nível abaixo do observado no início do ano. O sector da construção apresentou alguma desaceleração no segundo trimestre (crescimentos de 4.8 e 2.5 por cento nos dois primeiros trimestres) e a actividade no sector dos serviços voltou a aumentar a taxas superiores a 3 por cento. A avaliar por informação de natureza qualitativa, o sector dos serviços deverá ter continuado a crescer a bom ritmo no terceiro trimestre.

As perspectivas para o ano como um todo são, de acordo com o FMI, de um crescimento significativo da actividade, 3.1 por cento face a 2.2 por cento em 1999, reflectindo em parte a manutenção de um forte crescimento da procura interna.

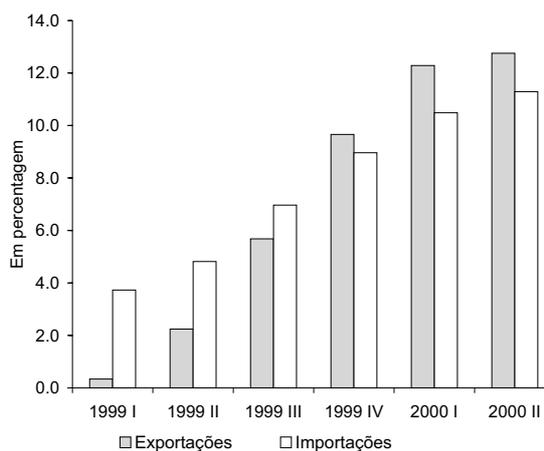
A par do dinamismo da actividade, continuou a observar-se uma trajectória de redução da taxa de desemprego (3.6 por cento⁽³⁾ em Agosto, face a 4.2 por cento em Agosto de 1999) assim como quedas acentuadas do número de desempregados em relação ao período homólogo. As remunerações, depois da aceleração observada no final de 1999/início de 2000, abrandaram no segundo trimestre (de 5.7 para 4.1 por cento, em termos homólogos) e nos três meses até Julho (3.9 por cento). No que se refere à evolução dos preços no consumidor, nos primeiros nove meses deste ano a taxa de variação do IPC excluindo juros de crédito hipotecário manteve-se relativamente estável em cerca de 2.1 por cento (2.3 por cento em 1999). Apesar de os preços dos serviços continuarem a registar crescimentos homólogos significativamente acima dos apresentados pelos preços dos bens – em Setembro, situaram-se em 3.4 e 0.5 por cento, respectivamente — o diferencial entre o aumento dos preços dos bens e dos serviços, que se vinha a alargar desde inícios de 1998, registou nos meses mais recentes alguma redução. Em 2000, segundo o FMI, o crescimento do IPC excluindo juros de crédito hipotecário deverá situar-se em 2.0 por cento (2.3 por cento em 1999) (quadro 2.1).

(3) Baseada no número de pessoas que reclamam benefícios de desemprego.

Gráfico 2.4
ÁREA DO EURO
CONTRIBUTOS PARA O CRESCIMENTO
HOMÓLOGO DO PRODUTO INTERNO BRUTO



EXPORTAÇÕES E IMPORTAÇÕES
DE BENS E SERVIÇOS
Taxa de variação homóloga



Fonte: Eurostat.

2.2 Área do euro

No primeiro semestre de 2000, o PIB na área do euro manteve a trajectória de aceleração observada desde o segundo trimestre de 1999, tendo apresentado um crescimento homólogo de 3.7 por cento no segundo trimestre do corrente (3.4 por cento no trimestre anterior e 3.2 por cento no final de 1999) (gráfico 2.4). A aceleração registada no segundo trimestre resultou do crescimento mais elevado do consumo privado (3.0 por cento, face a 2.4 por cento no trimestre anterior e 2.6 por cento no final de 1999) bem como do maior contributo da variação de existências para o crescimento do PIB (contri-

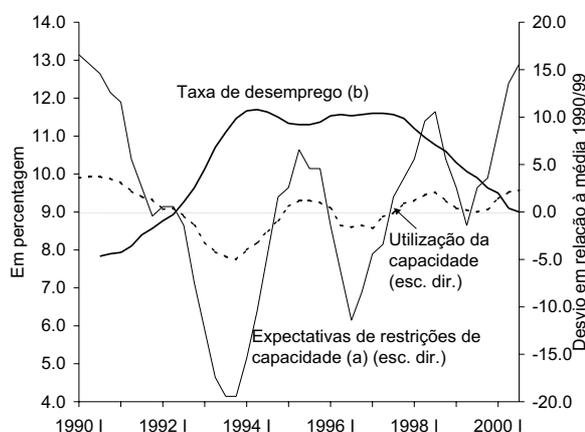
buto nulo depois da correcção observada desde o segundo trimestre de 1999). A FBCF, pelo contrário, desacelerou, ainda que continue a crescer a uma taxa significativa (4.8 por cento). Tal como observado desde o final de 1999, a procura externa líquida deu um contributo positivo para o crescimento no segundo trimestre, semelhante ao do trimestre anterior. As importações de bens e serviços⁽⁴⁾ aceleraram novamente (de 10.5 por cento no final de 1999 para 11.3 por cento), em linha com o maior crescimento da procura global (5.6 por cento face a 5.1 por cento no final de 1999). As exportações⁽⁵⁾ continuaram a acentuar o crescimento na primeira metade deste ano (12.3 e 12.8 por cento no primeiro e segundo trimestres, respectivamente), num contexto de evolução favorável da economia mundial e de depreciação efectiva do euro. Esta evolução dos volumes de trocas com o exterior, combinada com o forte aumento dos preços das importações (reflexo, nomeadamente, do aumento do preço do petróleo) traduziu-se numa redução do excedente da balança de bens e serviços (de 1.4 por cento do PIB no primeiro semestre de 1999 para 0.6 por cento do PIB na primeira metade de 2000). A balança corrente passou a apresentar um défice equivalente a 0.4 por cento do PIB (excedente de 0.5 por cento no período homólogo), reflectindo igualmente a deterioração das restantes componentes que não a balança de bens e serviços.

A produção industrial manteve, até ao segundo trimestre, a trajectória de aceleração observada desde meados do ano passado (crescimento homólogo de 5.9 por cento face a 4.8 por cento no primeiro trimestre e 4.1 por cento no final de 1999), beneficiando do desenvolvimento favorável do enquadramento externo da área do euro. Nos três meses até Julho, registou-se um crescimento um pouco menor (5.6 por cento). A confiança no sector industrial, depois da melhoria registada nos dois primeiros trimestres deste ano, apresentou alguma estabilização nos últimos meses. O dinamismo da actividade na indústria foi acompanhado por um novo aumento da utilização de capacidade na indústria transformadora, de 83.7 por cento em Abril para 83.9 por cento em Julho, estando ligeiramente acima do valor registado em meados de 1998 (83.7 por cento). Adicionalmente, tem vindo a aumentar

(4) Inclui comércio entre países participantes na área do euro.

(5) Ver nota 4 em pé-de-página.

Gráfico 2.5
ÁREA DO EURO - TAXA DE DESEMPREGO
E UTILIZAÇÃO DE CAPACIDADE
NA INDÚSTRIA TRANSFORMADORA



Fonte: Eurostat e Comissão Europeia.

Notas:

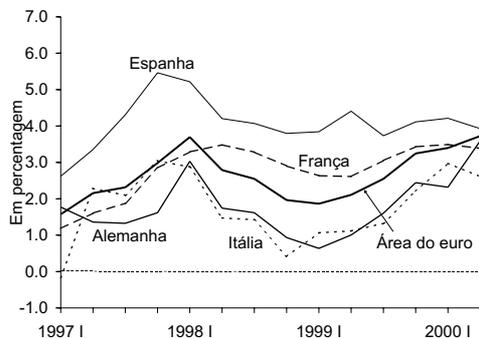
- Uma subida do indicador corresponde a um aumento da percentagem dos industriais que consideram que a capacidade não é suficiente relativamente às expectativas de produção.
- O terceiro trimestre de 2000 corresponde à média dos três meses até Agosto.

o número de empresários que consideram que a capacidade instalada não é suficiente dadas as expectativas de produção (gráfico 2.5).

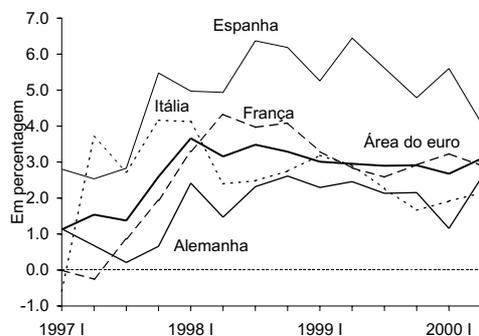
Na segunda metade do ano, e de acordo com as últimas projecções do FMI, a expansão económica na área do euro deverá continuar a bom ritmo, ainda que ligeiramente abaixo do do início do ano, beneficiando quer do enquadramento internacional quer da manutenção da confiança dos agentes económicos em níveis elevados. O crescimento do PIB deverá situar-se em 3.5 por cento em 2000 (2.4 por cento em 1999) (quadro 2.1).

Nas quatro maiores economias da área do euro, a actividade caracterizou-se por um dinamismo apreciável na primeira metade de 2000. Na Alemanha, o PIB apresentou um crescimento mais elevado do que no final de 1999, aproximando-se do crescimento da média da área do euro. Em Itália, a actividade apresentou-se, na primeira metade do ano, mais dinâmica do que no final de 1999, embora tendo registado uma moderação no segundo trimestre (mais acentuada do que era, em geral, esperado) (gráfico 2.6). Quer a França quer a Espanha continuaram, neste período, a crescer a ritmos

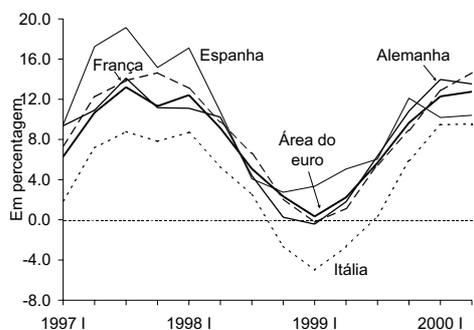
Gráfico 2.6
**PRODUTO INTERNO BRUTO
 E COMPOSIÇÃO DA DESPESA**
 Taxa de variação homóloga
 Produto interno bruto



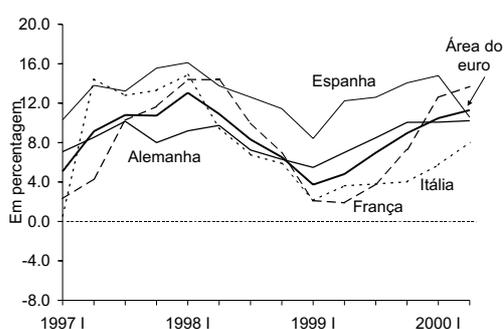
Procura interna



Exportações



Importações



Fonte: Datastream e Eurostat.

idênticos aos observados no final de 1999, o que, no caso da Espanha, correspondeu a aumentos ainda acima do conjunto da área do euro.

O PIB na Alemanha acelerou de 2.3 para 3.6 por cento, em termos homólogos, no segundo trimestre (2.4 por cento no final de 1999). Esta aceleração ficou a dever-se ao crescimento mais elevado da procura interna (2.6 por cento face a 1.2 por cento no início do ano), em resultado do maior contributo da variação de existências e de uma aceleração do consumo privado, que, após o fraco crescimento evidenciado no início do ano, registou um aumento semelhante ao do final de 1999. Quer as exportações quer as importações mantiveram um ritmo de crescimento semelhante ao do trimestre anterior (cerca de 14 e 10 por cento, respectivamente), o que no caso das exportações corresponde a uma aceleração face ao final de 1999. Em Itália, o crescimento do PIB foi de 2.6 por cento no segundo trimestre, após a forte aceleração registada no início do ano (de 2.2 por cento no final de 1999 para 3.0 por cento no primeiro trimestre). A procura interna apresentou um crescimento um pouco maior nestes dois trimestres (cerca de 2 por cento) do que no final de 1999, não obstante ter prosseguido o processo de correcção de existências. As importações continuaram a acelerar (8.0 por cento no segundo trimestre face a 4.0 por cento no final de 1999), enquanto que as exportações cresceram a um ritmo idêntico nos dois primeiros trimestres do ano (9.5 por cento face a 5.9 por cento no final de 1999). No segundo trimestre, a economia francesa manteve um crescimento semelhante ao registado nos dois trimestres anteriores (3.4 por cento). O contributo da procura interna para o crescimento manteve-se em torno de 3 p.p., não obstante alguma desaceleração do consumo privado no segundo trimestre (de 2.9 para 2.5 por cento). O contributo das exportações líquidas continuou ligeiramente positivo, dada a continuada aceleração das exportações (de 8.9 por cento no final de 1999 para 14.7 por cento no segundo trimestre) e das importações (de 7.3 para 13.7 por cento). Em Espanha, o PIB continuou a apresentar um crescimento significativo no segundo trimestre (3.9 por cento) e próximo do registado nos dois trimestres anteriores (4.2 e 4.1 por cento, respectivamente). O contributo da procura interna para o crescimento continuou a ser muito elevado (acima de 4 p.p.) apesar de, no segundo trimestre, se ter registado uma desacele-

ração considerável da generalidade das componentes da procura interna. Paralelamente, as importações cresceram a uma taxa mais moderada neste trimestre (10.6 por cento face a cerca de 14 por cento nos dois trimestres anteriores), enquanto que as exportações mantiveram um crescimento idêntico ao do início do ano (cerca de 10 por cento).

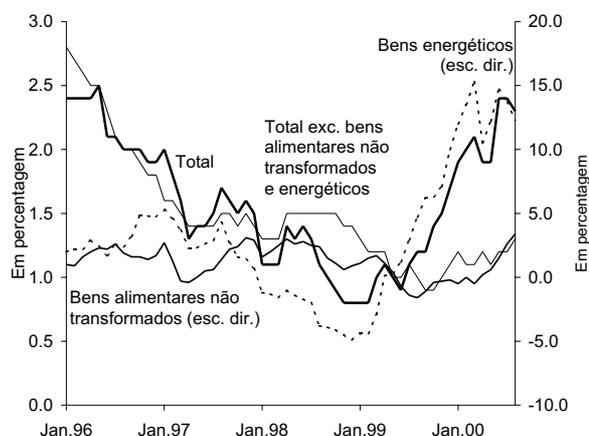
Para o ano como um todo, as estimativas do FMI apontam para uma aceleração da actividade nestas economias, devendo o crescimento do PIB situar-se em 2.9 por cento na Alemanha (1.4 por cento em 1999), 3.1 por cento em Itália (1.4 por cento), 3.5 por cento em França (2.9 por cento) e 4.1 por cento em Espanha (4.0 por cento).

O dinamismo da actividade na área do euro durante a primeira metade deste ano continuou a ser acompanhado por uma maior utilização dos recursos no mercado de trabalho (gráfico 2.5). A taxa de desemprego, depois da trajectória de redução evidenciada até meados deste ano, apresentou alguma estabilização até Agosto, situando-se em 9.0 por cento no trimestre terminado neste mês (9.9 por cento no mesmo período do ano anterior), e o número de desempregados continuou a registar reduções significativas face ao período homólogo. No primeiro trimestre, o emprego⁽⁶⁾ aumentou 1.9 por cento em termos homólogos (1.8 por cento no quarto trimestre). No segundo trimestre, o emprego deverá ter mantido um ritmo de crescimento elevado, a avaliar pela informação disponível de natureza qualitativa. No que se refere à evolução das remunerações, dever-se-á verificar uma aceleração moderada em 2000. As remunerações por trabalhador⁽⁷⁾, no primeiro trimestre deste ano, apresentaram um crescimento homólogo mais elevado do que no final de 1999 (2.1 por cento, o que compara com 1.6 por cento no quarto trimestre e 1.8 por cento no conjunto de 1999), compensado em parte por um maior crescimento da produtividade. Os custos unitários de trabalho aceleraram ligeiramente no primeiro trimestre, ainda que tenham mantido um crescimento moderado (0.5 por

(6) As estimativas de crescimento do emprego na área do euro, elaboradas pelo BCE, foram significativamente revistas em alta, dado ter ocorrido uma revisão dos dados para a Alemanha, que reflectiu a inclusão de um grande número de trabalhadores a tempo parcial que auferem baixos rendimentos.

(7) Estimativas do BCE com base em dados nacionais.

Gráfico 2.7
ÁREA DO EURO - ÍNDICE HARMONIZADO DE
PREÇOS NO CONSUMIDOR
Taxa de variação homóloga



Fonte: Eurostat.

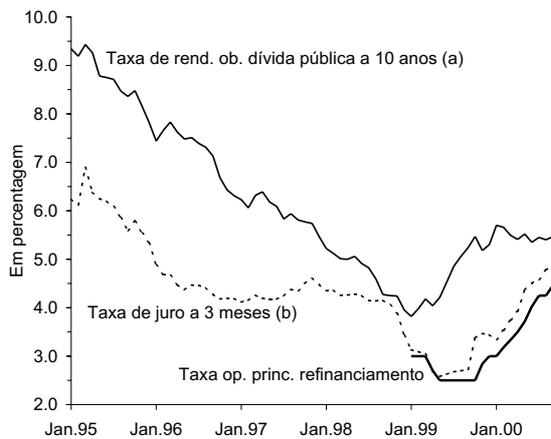
cento, face a 0.2 por cento no final do ano passado e 1.1 por cento em 1999).

A manutenção do preço internacional do petróleo em níveis elevados, associada à depreciação nominal do euro, continuou a condicionar a evolução dos preços no consumidor até Agosto (gráfico 2.7). Neste mês, o IHPC registou uma subida de 2.3 por cento, em termos homólogos, o que compara com 2.4 por cento nos dois meses anteriores e 1.7 por cento em Dezembro de 1999. Nos meses mais recentes, a par de um crescimento ligeiramente menos elevado da componente energética, registou-se uma aceleração dos preços dos bens alimentares não transformados. Excluindo estas componentes, o aumento do IHPC situou-se em 1.3 por cento em Agosto, face a 1.2 por cento nos dois meses anteriores e 1.1 por cento no final de 1999.

Com o objectivo de contrariar os riscos para a estabilidade de preços a médio prazo, num contexto de forte expansão da actividade económica e dada a evolução do preço do petróleo e da taxa de câmbio do euro, o Conselho do BCE decidiu aumentar as taxas de intervenção em Agosto e, novamente, em Outubro de 2000, num total de 0.5 p.p., passando a taxa mínima de proposta nas operações principais de refinanciamento a situar-se em 4.75 por cento.

Nos mercados financeiros, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a 10 anos

Gráfico 2.8
ÁREA DO EURO – TAXAS DE JURO

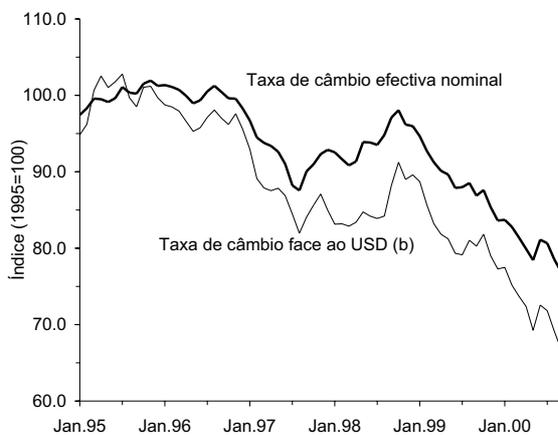


Fonte: Bloomberg e Banco Central Europeu.

Notas:

- (a) Até Dezembro de 1998, média ponderada pelo PIB das taxas a 10 anos nacionais. Desde Janeiro de 1999 média ponderada pelos montantes nominais em circulação.
- (b) Libor a 3 meses do ECU até Dezembro de 1998 e Euribor desde Janeiro de 1999.

Gráfico 2.9
TAXA DE CÂMBIO DO EURO^(a)



Fonte: Banco de Portugal e Banco Central Europeu.

Notas:

- (a) (+) Apreciação do EUR.
- (b) ECU até Dezembro de 1998.

apresentaram-se relativamente estáveis nos últimos meses, estando ligeiramente abaixo do nível do início do ano (5.5 por cento na média do mês de Setembro face a 5.7 por cento em Janeiro) (gráfico 2.8). O euro continuou a apresentar uma trajectória de depreciação face ao dólar norte-americano, ape-

nas temporariamente interrompida em Junho, encontrando-se, em Setembro, depreciado em 13.7 por cento face ao nível médio de Dezembro de 1999 (gráfico 2.9). Em termos nominais efectivos, o euro encontrava-se depreciado em 8.1 por cento face a Dezembro do ano passado. No dia 22 de Setembro de 2000, por iniciativa do BCE, as autoridades monetárias dos EUA, Japão, Reino Unido e Canadá associaram-se ao BCE numa intervenção concertada nos mercados cambiais, justificada pela sua preocupação partilhada acerca das consequências potenciais dos recentes movimentos da taxa de câmbio do euro para a economia mundial. Apesar de na sequência da intervenção o euro ter apresentado alguma valorização face ao dólar, exibiu posteriormente nova tendência de depreciação.

3. PROCURA E PRODUÇÃO

A economia portuguesa deverá registar em 2000 um crescimento económico semelhante ao estimado para o ano anterior (entre 2¼ e 3¼ por cento, o que compara com 3.0 por cento em 1999) (quadro 1.1). Deverá, contudo, processar-se uma alteração qualitativa: o contributo da procura interna para o crescimento económico será menor e deverá registar-se um contributo menos negativo da procura externa líquida para o crescimento.

O menor crescimento da procura interna em 2000 reflectirá principalmente o abrandamento do consumo privado (quadro 1.1). Este menor crescimento do consumo privado deve ser associado sobretudo à alteração das expectativas dos consumidores e ao aumento dos encargos com o serviço da dívida dos particulares, na sequência do forte aumento do seu endividamento nos anos recentes. Em menor grau, o consumo público e a variação de existências também contribuem para a desaceleração da procura interna. A FBCF, pelo contrário, deverá apresentar uma ligeira aceleração face a 1999.

O contributo menos negativo da procura externa líquida para o crescimento económico em 2000 resultará da aceleração das exportações e de uma pequena redução da taxa de crescimento das importações. A aceleração das exportações observar-se-á quer ao nível das mercadorias — em linha com a aceleração da actividade observada na generalidade dos principais parceiros comerciais — quer ao nível dos serviços, em particular, dos ser-

viços de turismo. A moderação prevista para o crescimento das importações é determinada pela desaceleração da procura interna.

A actual previsão do crescimento económico não difere, no essencial, da apresentada no *Boletim Económico* de Março (quadro 1.1). Verificam-se, no entanto, algumas diferenças de composição, em particular ao nível da procura interna. O consumo privado deverá apresentar uma desaceleração superior ao então previsto, enquanto que quer o consumo público quer a FBCF deverão registar um crescimento mais forte que o previsto em Março. Deste modo, o contributo da procura interna para o crescimento mantém-se próximo do previsto em Março. O mesmo acontece com o contributo da procura externa líquida, apesar de uma ligeira revisão em alta do intervalo de crescimento das exportações.

De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, o crescimento da economia portuguesa no primeiro semestre de 2000 terá acelerado ligeiramente face ao segundo semestre de 1999. Voltou a observar-se uma desaceleração da procura interna explicada pela moderação do crescimento do consumo privado e também pela redução de existências. Porém, a FBCF terá registado uma aceleração, relativamente generalizada a todas as suas componentes. Do mesmo modo, o contributo negativo da procura externa líquida para o crescimento voltou a ser menos significativo no primeiro semestre de 2000 em resultado quer da aceleração das exportações quer da moderação do crescimento das importações (gráfico 1.1). A evolução estimada para a economia no primeiro semestre de 2000 é ilustrada pelo comportamento do indicador de confiança na indústria, na construção e no comércio (gráfico 3.1).

Para o segundo semestre, a previsão apresentada para o conjunto do ano tem implícito que o crescimento da procura interna vai continuar a reduzir-se, essencialmente, em resultado de um abrandamento da FBCF. Esta evolução deverá, no entanto, ser parcialmente compensada por uma aceleração das exportações e alguma moderação adicional do crescimento das importações. Deste modo, o ritmo de crescimento da actividade no segundo semestre deverá ser inferior ao do primeiro semestre, fazendo com que o crescimento no conjunto do ano de 2000 se situe em níveis similares aos estimados para 1999.

Gráfico 3.1
PORTUGAL - INDICADOR DE CONFIANÇA
NA INDÚSTRIA, CONSTRUÇÃO
E COMÉRCIO



Fonte: Comissão Europeia, INE "Inquérito Mensal de Conjuntura ao Comércio" e Banco de Portugal.

Notas:

(a) Média aritmética simples dos indicadores de confiança da indústria, da construção, do comércio a retalho e do comércio por grosso.

O **consumo privado**, após ter registado crescimentos muito elevados em 1998 e 1999, deverá abrandar em 2000. O crescimento previsto para este agregado situa-se entre 2¾ e 3¼ por cento (6.1 e 4.9 por cento em 1998 e 1999, respectivamente), o que corresponde a uma desaceleração mais acentuada do que a prevista no *Boletim Económico* de Março (que apontava para um intervalo entre 3¼ e 3¾ por cento). Assim, o consumo privado deverá apresentar em 2000 um crescimento próximo do previsto para o produto, após dois anos em que o diferencial de crescimento entre os dois agregados atingiu cerca de 2 p.p.

O abrandamento do consumo privado deverá verificar-se apesar da ligeira aceleração prevista para o rendimento disponível real dos particulares, o que permitirá uma interrupção da tendência de redução da taxa de poupança observada nos anos recentes. Este comportamento do consumo privado está relacionado com a alteração significativa das expectativas dos consumidores. O indicador de confiança dos consumidores registou uma queda desde Março passado, que estará associada essencialmente à inversão da trajectória das taxas de juro (gráfico 3.2). A recente subida destas taxas e os elevados níveis de endividamento atingidos

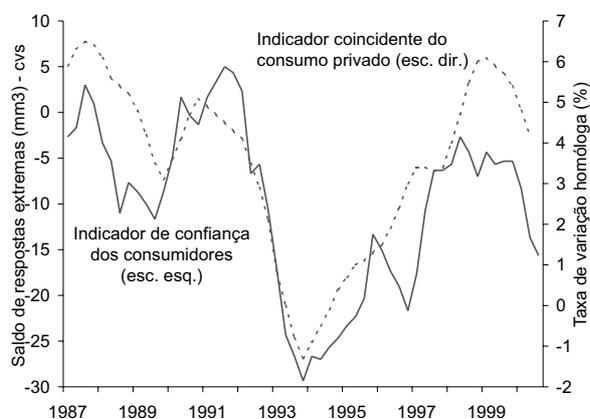
pelos particulares determinam um aumento dos encargos das famílias quer com juros quer com amortizações. Enquanto o aumento dos juros pagos implica uma redução da taxa de crescimento do rendimento disponível, o aumento dos encargos com as amortizações dos empréstimos contraídos obriga a um aumento da poupança⁽⁸⁾. A recente subida das taxas de juro, associada a expectativas de novos aumentos, poderão constituir igualmente um incentivo à poupança. A conjuntura de elevados preços internacionais do petróleo, se bem que apenas parcialmente traduzida nos preços dos combustíveis ao consumidor, poderá estar também a contribuir para incertezas acrescidas sobre efeitos futuros na inflação e na actividade.

O abrandamento do consumo privado é ilustrado pelo andamento do indicador coincidente do consumo privado, que resume a informação de natureza qualitativa sobre este agregado (gráfico 3.2). Este abrandamento tem-se feito sentir especialmente ao nível da despesa em bens duradouros. Destaque-se, em particular, o contributo dado pela queda das aquisições de automóveis ligeiros de passageiros incluindo todo-o-terreno. No período de Janeiro a Setembro de 2000, o número de unidades vendidas destes veículos registou uma redução de 6.0 por cento⁽⁹⁾, após aumentos muito acentuados nos dois anos anteriores (quadro 3.1). Refira-se que o consumo real deste tipo de bens terá registado uma queda menos acentuada, dado que se continuou a observar uma maior preferência por automóveis de gama mais elevada. De acordo com o índice de volume de negócios no comércio a retalho, o consumo de outro tipo de bens duradouros tem vindo igualmente a desacelerar ao longo do ano, após um forte aumento no primeiro trimestre (quadro 3.1). Pelo contrário, a desaceleração do consumo de bens correntes e de serviços, em 2000, deverá ser relativamente moderada.

(8) Note-se que no apuramento do rendimento disponível dos particulares são deduzidos os juros pagos pelos particulares (e somados os juros recebidos), mas não as amortizações dos empréstimos contraídos. Em princípio, estas amortizações serão financiadas a partir da poupança (isto é, pela diferença entre o rendimento disponível e o consumo privado). A alternativa seria o financiamento das amortizações ser conseguido através de um aumento adicional de endividamento, mas esta não deve ser a via dominante na presente conjuntura.

(9) Salvo indicação em contrário, as taxas de variação referidas no texto correspondem a taxas de variação homóloga.

Gráfico 3.2
PORTUGAL - INDICADOR DE CONFIANÇA
DOS CONSUMIDORES E INDICADOR
COINCIDENTE DO CONSUMO PRIVADO



Fonte: Comissão Europeia e Banco de Portugal.

A desaceleração do consumo privado reflectiu-se numa redução da taxa de crescimento do crédito a particulares para outros fins que não habitação (23.2 por cento em Dezembro de 1999 e 15.7 por cento em Agosto de 2000).

De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, em 2000 o **consumo público** crescerá em volume 3.2 por cento – acima da previsão do *Boletim Económico* de Março – após um crescimento de 3.9 por cento em 1999 (quadro 1.1). Em termos nominais, em 2000 o consumo público deverá continuar a registar uma elevada taxa de crescimento, de cerca de 9 por cento. Este aumento do consumo público é explicado, em larga medida, pelo comportamento das despesas com pessoal, resultante do crescimento do número de trabalhadores da função pública e do forte aumento das remunerações no sector público (ver secção 8. *Finanças Públicas*).

A **formação bruta de capital** (que inclui a FBCF e a variação de existências) deverá abrandar ligeiramente em 2000. Tal reflecte o comportamento previsto para a componente de variação de existências. A FBCF deverá acelerar marginalmente face a 1999 (entre 5¼ e 5¾ por cento, após 5.3 por cento em 1999). Esta estimativa constitui uma revisão em alta do intervalo previsto no *Boletim Económico* de Março (quadro 1.1).

Prevê-se que o contributo da variação de existências para o produto seja negativo em 2000. A evidência de uma redução de existências é forneci-

Quadro 3.1

PORTUGAL – INDICADORES DA PROCURA

Taxas de variação homóloga

				Último mês	1998					1999				2000						
	1998	1999	2000 ^(a)		1998		1999		2000		1998		1999		2000					
					1ºS	2ºS	1ºS	2ºS	1ºS	1ºT	2ºT	3ºT	4ºT	1ºT	2ºT	3ºT				
Consumo privado																				
Índice de volume de negócios no comércio a retalho	11.1	6.7	6.3	Jul.	12.3	10.2	6.1	7.2	6.9	11.3	13.1	9.5	10.7	7.6	4.7	6.6	7.8	7.2	6.6	
Índice de volume de negócios no comércio a retalho - bens duradouros	10.9	6.8	6.6	Jul.	13.4	8.8	5.2	8.3	7.9	12.2	14.6	7.4	10.1	6.3	4.1	9.5	7.3	11.7	4.5	
Vendas de automóveis ligeiros de passageiros incluindo todo-o-terreno.	17.9	11.4	-6.0	Set.	13.7	22.4	24.7	-1.9	-4.5	5.5	21.9	23.1	21.9	34.9	15.9	12.0	-14.5	-1.2	-7.9	-9.5
Crédito bancário a particulares (exc.habitação).....	23.1	23.2	15.7	Ago.	18.0	23.1	29.6	23.2	15.9	17.9	18.0	19.0	23.1	18.3	29.6	27.6	23.2	29.8	15.9	
Investimento																				
Vendas de cimento.....	4.7	3.1	5.8	Ago.	4.6	4.7	2.1	4.0	7.1	10.0	-0.2	0.2	9.9	-0.6	4.8	5.6	2.3	13.4	1.2	
Obras adjudicadas	-27.1	9.3	50.3	Set.	-26.2	-28.2	-14.6	41.8	72.1	-14.8	-36.9	-14.5	-40.5	-26.5	0.3	14.3	77.6	92.7	53.1	10.9
Obras promovidas	-27.1	75.6	-5.5	Set.	-31.2	-23.0	95.8	58.0	-9.8	-22.6	-40.2	-12.9	-34.3	38.8	172.0	45.3	76.8	-5.0	-13.0	2.9
Licenças para Habitação - construções novas - número fogos	14.4	10.1	-1.2	Jul.	14.6	14.3	14.0	6.5	0.2	13.2	15.8	16.8	11.9	17.4	11.0	6.6	6.5	8.4	-7.6	
Crédito bancário a particulares para habitação	34.8	29.7	22.4	Ago.	31.4	34.8	36.9	29.7	22.6	29.5	31.4	32.6	34.8	36.5	36.9	32.5	29.7	26.3	22.6	
IPI de bens de equipamento, excluindo fabricação de automóveis e carroçarias.	8.8	-2.6	-3.3	Jul.	9.5	8.1	-1.9	-3.3	-3.9	8.5	10.6	8.4	7.8	0.4	-4.2	-3.7	-2.9	-5.7	-2.1	
Importações de bens de equipamento, excluindo material de transporte ^(b)	22.3	8.8	13.3	Jun.																
Exportações de bens de equipamento, excluindo material de transporte ^(b)	20.3	19.2	7.3	Jun.																
Vendas de veículos comerciais ligeiros.....	12.0	1.3	9.3	Set.	8.9	14.8	5.2	-2.2	14.3	14.7	2.9	6.9	21.0	-0.5	11.7	12.7	-12.5	17.2	11.5	-1.2
Vendas de veículos comerciais pesados	14.6	19.4	7.2	Set.	28.2	2.5	21.8	16.8	10.2	62.1	2.0	4.0	1.3	10.8	35.2	34.0	3.2	17.6	2.8	0.2
Matrículas de veículos comerciais pesados	22.4	17.5	3.4	Ago.	32.2	13.2	17.9	17.0	6.0	48.5	18.1	0.9	26.9	13.2	23.1	25.8	9.2	7.9	4.1	
Comércio Externo^(b)																				
Exportações totais.....	6.3	3.3	10.7	Jun.	11.0	1.9	0.8	6.0	10.7	12.5	9.5	5.6	-1.3	1.5	0.1	4.2	7.8	11.2	10.1	
Exportações totais excluindo combustíveis	7.1	3.2	10.6	Jun.																
Exportações de bens de consumo	4.1	2.1	4.1	Jun.																
Exportações de bens de equipamento.....	14.0	7.0	2.6	Jun.																
Exportações de bens intermédios.....	5.1	1.2	27.5	Jun.																
Exportações de combustíveis	-27.9	11.1	15.1	Jun.																
Importações totais	12.6	9.2	15.3	Jun.	16.3	9.1	4.9	13.8	15.3	16.0	16.6	11.3	7.3	5.2	4.6	11.8	15.6	20.0	10.6	
Importações totais excluindo combustíveis	15.6	7.6	11.7	Jun.																
Importações de bens de consumo	17.8	12.9	7.2	Jun.																
Importações de bens de equipamento.....	21.9	12.1	11.4	Jun.																
Importações de bens intermédios	8.0	-0.9	15.2	Jun.																
Importações de combustíveis	-23.3	38.3	75.0	Jun.																

Fonte: INE, Direcção Geral de Viação, ACAP, Cimpor, Secil e ANEOP.

Notas:

(a) Valores acumulados até ao último mês disponível.

(b) As taxas de variação das exportações e importações resultam da comparação das versões definitivas, em 1998, da comparação de valores declarados preliminares para o período de Janeiro a Dezembro, em 1999, e da comparação de valores declarados preliminares para o período de Janeiro a Junho, em 2000.

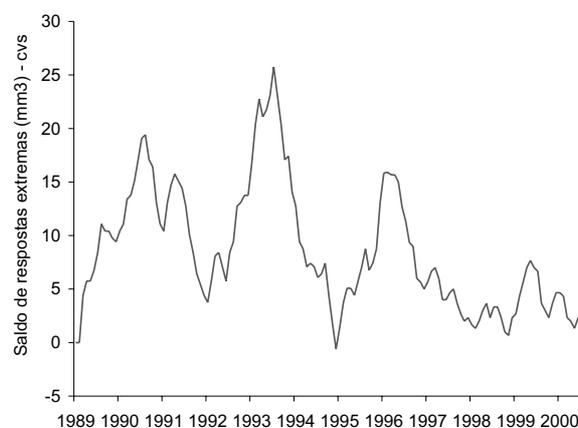
da pelos inquéritos à indústria e ao comércio (gráficos 3.3 e 3.4). Na indústria, essa redução de existências poderá explicar, em parte, as indicações contraditórias fornecidas pelo índice de produção industrial e pelo índice de volume de negócios na indústria (quadro 3.2). É de admitir que uma parte da aceleração das exportações de mercadorias observada na primeira metade de 2000 tenha sido satisfeita, não só por aumento da produção, mas também pela redução do nível de existências. No comércio por grosso, a informação qualitativa sugere igualmente uma redução de existências, enquanto que no comércio a retalho, a subida dos s.r.e. relativos ao nível de existências indiciam que o abrandamento do consumo privado terá sido superior ao esperado (gráfico 3.4).

A FBCF deverá manter, em 2000, um ritmo de crescimento elevado. Estima-se que quer a FBCF em equipamento quer a FBCF em construção cresçam a um ritmo próximo do observado no ano anterior. Em termos intra-anuais, após um crescimento bastante forte da FBCF na primeira metade do ano, deverá observar-se uma desaceleração de todas as componentes no segundo semestre, particularmente acentuada no caso do material de transporte.

Relativamente à FBCF em construção, deve assinalar-se o comportamento diferenciado das obras públicas e da construção de edifícios em 2000: no primeiro caso, observar-se-á uma recuperação, enquanto no segundo se registará uma desaceleração. As diferenças são ilustradas pelos resultados do inquérito de conjuntura à construção e obras públicas (gráfico 3.5). A aceleração da FBCF em obras públicas em 2000 resulta, em grande medida, do crescimento muito significativo das obras promovidas em 1999 (75.6 por cento, em valor) (quadro 3.1)⁽¹⁰⁾. No que diz respeito à FBCF em construção habitacional, o abrandamento é igualmente sugerido pela evolução das licenças para a

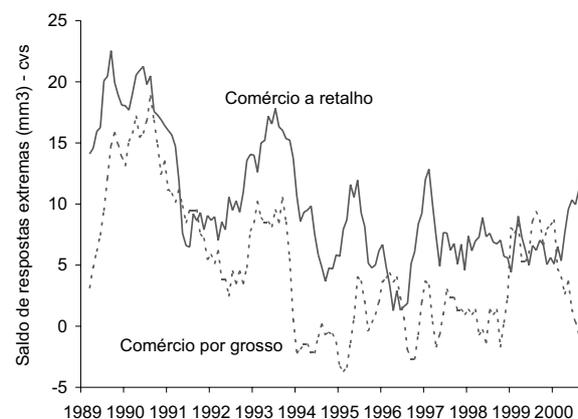
(10) Pelo contrário, ao longo do ano corrente, tem-se verificado uma redução das obras promovidas (-5.5 por cento até Setembro), cujo impacto, dados os desfasamentos temporais que se verificam entre a promoção, a adjudicação e o início das obras, deverá ocorrer sobretudo no próximo ano. De notar porém que, ao contrário das promoções de obras pelo Estado (aumento de 135.4 por cento em 1999, redução de 34.1 por cento até Setembro de 2000), as promoções pelas autarquias mantêm uma elevada taxa de crescimento nominal (52.8 e 40 por cento, respectivamente, em 1999 e até Setembro de 2000).

Gráfico 3.3
PORTUGAL – APRECIÇÃO SOBRE O NÍVEL DE EXISTÊNCIAS NA INDÚSTRIA^(a)



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

Gráfico 3.4
PORTUGAL – APRECIÇÃO SOBRE O NÍVEL DE EXISTÊNCIAS NO COMÉRCIO A RETALHO E POR GROSSO^(a)



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

Nota:

- (a) O saldo de respostas extremas será positivo quando a percentagem de respostas que indicam que as existências estão acima do normal é superior à percentagem de respostas em sentido contrário.

construção de habitações, cuja taxa de crescimento tem vindo a diminuir gradualmente desde o início de 1999, atingindo já valores negativos no segundo trimestre de 2000. De igual modo, o crédito a particulares destinado à habitação está em desaceleração (22.4 por cento em Agosto de 2000, o que compara com 29.7 por cento em Dezembro de 1999)

Quadro 3.2

PORTUGAL – INDICADORES DA OFERTA

		1998	1999	2000 ^(a)	Último mês	1998					1999				2000					
						1ºS	2ºS	1ºS	2ºS	1ºS	1ºT	2ºT	3ºT	4ºT	1ºT	2ºT	3ºT	4ºT	1ºT	2ºT
Indústria																				
Índices de produção industrial (base 95)																				
Indústria transformadora	tvh	3.7	1.1	-1.4	Jul.	4.2	3.3	0.0	2.3	-2.0	4.4	3.9	4.1	2.6	0.8	-0.7	1.2	3.4	-2.1	-1.8
Indústria de bens de consumo	tvh	5.6	-0.8	-2.6	Jul.	5.2	5.9	-2.2	0.7	-2.5	4.1	6.2	6.9	5.0	-1.3	-3.1	0.0	1.3	-4.4	-0.7
Indústria de bens de investimento	tvh	5.5	-4.4	-13.3	Jul.	8.0	2.9	-2.4	-6.6	-14.7	8.1	7.9	10.2	-2.9	2.6	-7.0	-7.8	-5.6	-13.1	-16.4
Indústria de bens intermédios	tvh	5.9	6.7	1.9	Jul.	6.0	5.9	6.5	6.9	1.6	6.0	5.9	6.4	5.4	5.4	7.6	6.4	7.3	3.3	-0.1
Índices de volume de negócios (base 95)																				
Indústria transformadora	tvh	6.2	-0.1	7.2	Jul.	8.9	3.6	-1.8	1.6	7.3	11.1	6.9	5.4	1.8	-1.8	-1.8	-0.9	3.9	8.1	6.6
Indústria de bens de consumo	tvh	6.0	-1.1	3.3	Jul.	8.5	3.6	-2.1	-0.1	4.1	10.6	6.6	5.7	1.5	-2.7	-1.6	-1.4	1.4	4.4	3.8
Indústria de bens de investimento	tvh	12.2	-2.5	-2.9	Jul.	17.7	7.2	-0.9	-4.1	-3.8	19.4	16.3	16.6	-0.1	5.5	-6.5	-7.9	-0.6	-5.7	-1.9
Indústria de bens intermédios	tvh	4.8	2.3	12.0	Jul.	6.5	3.2	0.2	4.5	12.1	8.9	4.4	3.0	3.3	-1.0	1.2	2.6	6.4	14.2	10.0
Taxa de utilização da capacidade produtiva																				
Indústria transformadora	%	82	81	81	2ºT	82	81	80	81	81	83	81	81	82	80	81	81	82	80	82
Indústria de bens de consumo	%	80	79	80	2ºT	79	80	79	79	80	80	78	80	80	79	78	80	78	79	81
Indústria de bens de investimento, excl.fabricação de automóveis	%	87	88	89	2ºT	88	87	87	89	89	85	90	89	85	85	89	90	88	89	89
Indústria de fabricação de automóveis	%	82	81	76	2ºT	83	80	82	80	76	85	82	79	82	81	82	80	80	78	75
Indústria de bens intermédios	%	83	82	83	2ºT	84	83	81	82	83	84	83	83	82	80	82	81	84	81	84
Construção																				
Taxa de utilização da capacidade produtiva	%	79	76	77	2ºT	81	77	75	77	77	82	79	77	76	73	76	77	76	76	78

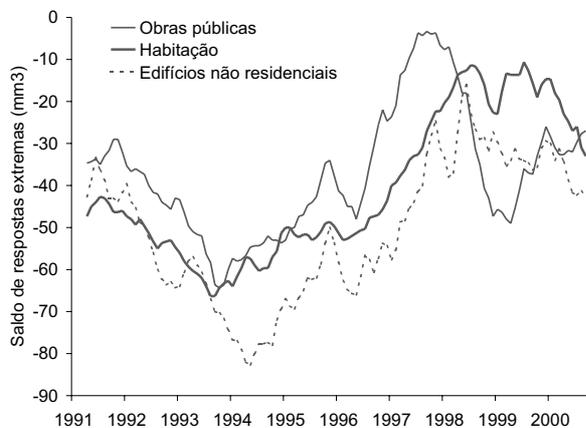
Fonte: INE.

tvh= taxa de variação homóloga

Nota:

(a) Valores acumulados até ao último mês disponível.

Gráfico 3.5
PORTUGAL – CARTEIRA DE ENCOMENDAS
DO SECTOR DE CONSTRUÇÃO
E OBRAS PÚBLICAS
Principais subsectores

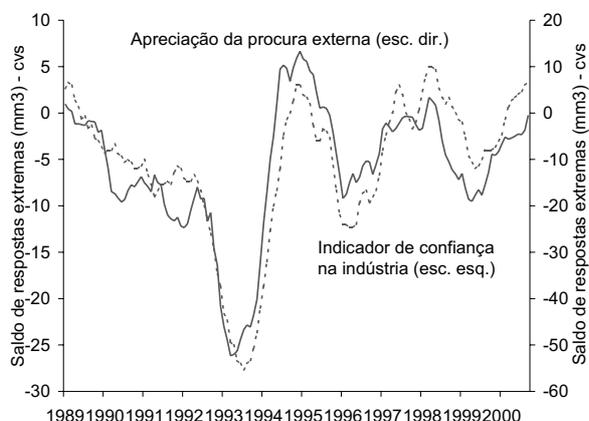


Fonte: INE, "Inquérito Mensal de Conjuntura à Construção e Obras Públicas".

(quadro 3.1). Esta evolução reflecte os níveis elevados já atingidos pelo endividamento das famílias, o forte aumento das aquisições de habitação no passado recente, a alteração do comportamento das taxas de juro (valores médios de 4.9, 5.0, 6.2 e 6.6 por cento, respectivamente, em Junho e Dezembro de 1999 e Junho e Setembro de 2000, nas operações de crédito a mais de 5 anos a particulares e emigrantes), e as alterações ao regime de crédito bonificado à habitação.

A manutenção, em 2000, de uma taxa de crescimento elevada da FBCF em equipamento pode ser associada à melhoria da confiança na indústria – reflectindo, em larga medida, a apreciação mais positiva da carteira de encomendas externas (gráfico 3.6) – e ao nível relativamente elevado de utilização da capacidade produtiva no sector (quadro 3.2). O forte crescimento nominal das importações de bens de equipamento, excluindo material de transporte, observado até Junho ilustra o dinamismo da FBCF em máquinas (quadro 3.1). Relativamente aos indicadores de investimento em material de transporte, assinala-se que as vendas de veículos comerciais ligeiros, após um elevado crescimento no primeiro semestre, registaram uma redução no terceiro trimestre (14.3 e -1.2 por cento, respectivamente). Por outro lado, as vendas de veículos comerciais pesados aumentaram 10.2 por

Gráfico 3.6
PORTUGAL – INDICADOR DE CONFIANÇA
NA INDÚSTRIA E APRECIACÃO
DA PROCURA EXTERNA



Fonte: Comissão Europeia.

cento no primeiro semestre, desacelerando para 0.2 por cento no terceiro trimestre.

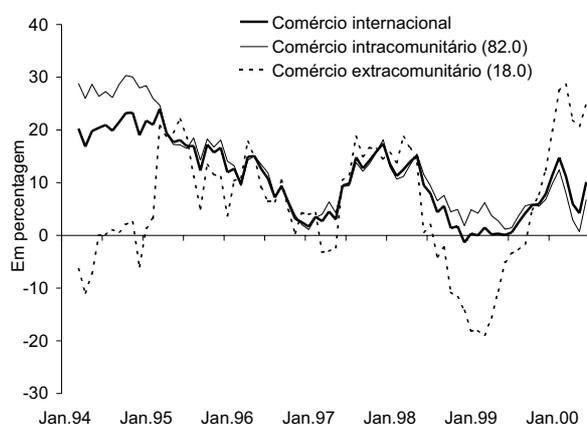
As exportações de bens e serviços deverão crescer entre 8¼ e 8¾ por cento em 2000 (4.6 por cento em 1999). Esta aceleração reflectirá, em larga medida, o maior crescimento da procura externa dirigida aos produtores portugueses, na sequência da aceleração da actividade económica na área do euro (ver *Enquadramento Internacional*), assim como esforços acrescidos das empresas residentes na colocação dos seus produtos nos mercados externos num contexto de desaceleração da procura doméstica. Adicionalmente, verificar-se-á uma recuperação das exportações de serviços em 2000, reflectida no bom comportamento das receitas de turismo.

Relativamente ao *Boletim Económico* de Março, o intervalo de previsão para a taxa de crescimento das exportações de bens e serviços situa-se agora entre limites acima dos então apresentados, em ½ p.p. Esta revisão está relacionada com o comportamento quer das exportações de mercadorias quer das exportações de serviços, que apresentaram um dinamismo apreciável na primeira metade do ano. Refira-se que se verificou uma revisão em alta do crescimento económico nos principais parceiros comerciais para 2000, face ao previsto na altura em que foi divulgado o *Boletim Económico* de Março.

Na primeira metade do ano, as exportações de mercadorias terão registado um crescimento real

Gráfico 3.7
PORTUGAL – EXPORTAÇÕES
DE MERCADORIAS

Taxa de variação homóloga não acumulada,
do trimestre terminado no mês
Em termos nominais



Fonte: INE.

Nota: A variação nominal não acumulada foi calculada pelo Banco de Portugal com base nos valores declarados definitivos até 1998. Em 1999 e 2000, a variação foi calculada com base na informação mais recente disponível para o ano corrente, face a valores comparáveis apurados para o período homólogo do ano anterior. Entre parêntesis, encontra-se o peso de cada mercado de destino no total das exportações portuguesas em 1998.

de cerca de 8.0 por cento⁽¹¹⁾ (6.1 por cento em 1999). Prevê-se para o segundo semestre uma aceleração, em resultado de um comportamento mais dinâmico das exportações de material de transporte que, na primeira metade do ano, foram condicionadas pela interrupção temporária da produção numa das grandes unidades fabris do sector.

Em termos nominais, observou-se uma acentuada recuperação das exportações de mercadorias para mercados extra-comunitários na primeira metade do ano (aumento de 28.2 por cento, que compara com uma queda de 3.7 por cento no ano anterior) (gráfico 3.7). No entanto, também se registou uma aceleração das vendas nominais para países

(11) De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, os preços das exportações de mercadorias aumentaram 2.7 por cento na primeira metade de 2000. Segundo informação da Direcção Geral de Relações Económicas Internacionais, estes preços subiram 1.6 por cento no primeiro trimestre do ano.

da União Europeia (aumento de 6.5 por cento na primeira metade de 2000, face a 4.0 por cento em 1999). Por tipo de bens, assinala-se o forte aumento nominal das exportações de bens intermédios no primeiro semestre de 2000, que estará, em parte, associada a subidas de preços (quadro 3.1). Pelo contrário, as exportações de material de transporte apresentaram uma taxa de variação negativa no mesmo período, pelos motivos acima referidos. As exportações de bens de consumo, onde se incluem produtos como o vestuário e calçado, apresentaram igualmente uma variação nominal bastante inferior à do total. Este comportamento diferenciado é qualitativamente consistente com as indicações fornecidas pelo índice de volume de negócios da indústria no mercado externo.

Estima-se que o crescimento real das **importações de bens e serviços** se situe no intervalo entre 8 e 8½ por cento em 2000, o que compara com 9.0 por cento em 1999. A ligeira desaceleração espelha o menor dinamismo previsto para a procura global e resultará do comportamento das compras de mercadorias ao exterior. Pelo contrário, prevê-se uma aceleração das importações de serviços, em linha com a evolução registada na primeira metade do ano (veja-se a secção *Balança de Pagamentos*).

De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, no primeiro semestre de 2000, as importações de mercadorias terão registado um crescimento real de cerca de 8.5 por cento (10.3 por cento em 1999) e uma subida de preços de 7.6 por cento⁽¹²⁾. Este aumento dos preços de compras ao exterior reflecte a acentuada subida do preço do petróleo nos mercados internacionais e a depreciação do euro (ver Caixa 2 – *A subida nos preços internacionais de petróleo: alguns efeitos sobre a economia portuguesa*).

Em termos nominais, verifica-se que as importações de bens intermédios registaram uma taxa de crescimento muito elevada no primeiro semestre, acelerando fortemente face ao ano anterior – o que, em parte, resulta de subidas de preços – mas que indicia igualmente uma evolução positiva da actividade industrial (quadro 3.1). Pelo contrário, as importações de bens de consumo tem registado taxas de variação inferiores às observadas no con-

(12) No primeiro trimestre de 2000, de acordo com a Direcção Geral de Relações Económicas Internacionais, os preços de importação de mercadorias aumentaram 7.0 por cento.

junto do ano anterior, o que é compatível com a desaceleração estimada para o consumo privado. Finalmente, refira-se ainda que as importações de bens de equipamento tem vindo a desacelerar, após um crescimento muito elevado no início do ano.

Em termos sectoriais, a evolução da actividade no primeiro semestre de 2000 foi caracterizada por uma aceleração da construção e, em menor grau, da indústria, enquanto os serviços se mantiveram como um dos sectores mais dinâmicos. Refira-se que a actividade no sector da agricultura, silvicultura e pescas terá registado uma quebra após o forte crescimento verificado em 1999, dando por isso um contributo negativo para o crescimento do produto na primeira metade do ano.

A actividade no **sector industrial** deverá ter crescido, na primeira metade de 2000, a um ritmo ligeiramente superior ao do ano anterior. Esta evolução é sugerida pelo indicador de confiança no sector que continuou a melhorar — prolongando a tendência observada desde meados de 1999 — para o que foi determinante o comportamento da procura externa (gráfico 3.6). Refira-se que o índice de produção industrial aponta para uma queda da produção do sector — de 2.0 por cento no primeiro semestre de 2000, por oposição ao aumento de 2.3 por cento na segunda metade de 1999 — que é difícil de conciliar com a evolução da confiança e dos s.r.e. relativos à tendência da produção observada no primeiro semestre de 2000 (gráfico 3.8). Pelo contrário, o índice de volume de negócios na indústria transformadora apresentou um aumento de 7.3 por cento no primeiro semestre do ano, que compara com uma subida de 1.6 por cento no segundo semestre de 1999. Mesmo tendo em conta a aceleração dos preços na produção e a redução de existências, este indicador sugere uma variação positiva da produção do sector na primeira metade do ano. A aceleração das exportações de mercadorias, bem como das importações de bens intermédios no mesmo período sugerem igualmente um maior dinamismo deste sector. Esta ideia é ainda reforçada pelo nível elevado da taxa de utilização da capacidade produtiva (quadro 3.2).

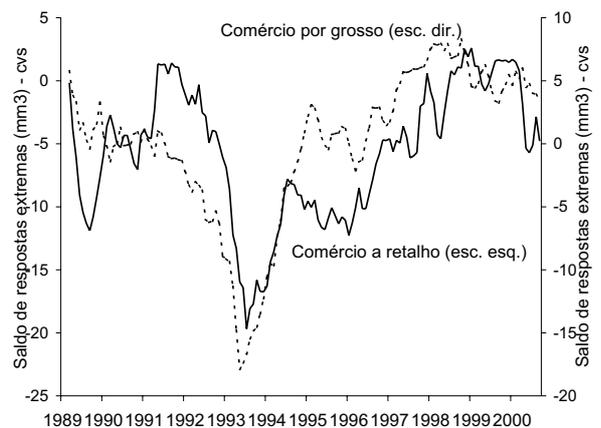
A actividade na **construção** apresentou um crescimento elevado no primeiro semestre do ano, mas registou alguma desaceleração no período mais recente. As vendas de cimento, após um aumento de 7.1 por cento no primeiro semestre, au-

Gráfico 3.8
PORTUGAL - TENDÊNCIA DA PRODUÇÃO
OBSERVADA NOS ÚLTIMOS MESES
E ÍNDICE DE PRODUÇÃO INDUSTRIAL



Fonte: Comissão Europeia e INE.

Gráfico 3.9
PORTUGAL - INDICADOR DE CONFIANÇA
NO COMÉRCIO



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

mentaram 2.7 por cento no trimestre terminado em Agosto. O nível de utilização de capacidade produtiva do sector aumentou para 77 por cento no primeiro semestre de 2000 (75 por cento no período homólogo).

A informação escassa disponível sugere que o sector de **serviços** terá mantido um crescimento apreciável na primeira metade do ano. No entanto, a informação de natureza qualitativa sugere que se verificou uma desaceleração da actividade no sector do comércio, mais acentuada no caso do co-

mércio a retalho, o que deve ser relacionado com a evolução do consumo privado no mesmo período (gráfico 3.9). No subsector da restauração e hotelaria, ter-se-á verificado uma recuperação da actividade associada ao comportamento das despesas de turismo de não residentes. Dados preliminares sobre as dormidas totais na hotelaria apontam para um crescimento de 2.0 por cento no primeiro semestre deste ano (1.0 por cento no conjunto de 1999). Embora se perspetive algum abrandamento para este sector na segunda metade do ano, deverá atingir no conjunto do ano de 2000 uma taxa de crescimento claramente superior à verificada em 1999.

4. MERCADO DE TRABALHO

Em 2000, os principais indicadores do mercado de trabalho continuaram a revelar uma forte ligação à evolução cíclica da economia, prevendo-se um aumento da taxa de actividade, um aumento do emprego total e por conta de outrem, uma redução da taxa de desemprego e alguma aceleração dos salários nominais.

De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, a **taxa de desemprego** deverá situar-se em cerca de 4 por cento no conjunto do ano (4.4 por cento em 1999), mantendo-se assim abaixo da estimativa para a taxa natural de desemprego⁽¹³⁾. No primeiro semestre de 2000, a taxa de desemprego fixou-se em 4.1 por cento, reduzindo-se em 0.5 p.p. face ao período homólogo do ano anterior. O número de desempregados diminuiu 10.8 por cento em relação ao primeiro semestre de 1999, tendo-se registado uma redução quer do número de indivíduos que procuram novo emprego (8.1 por cento) quer do número de indivíduos à procura de primeiro emprego (25.7 por cento).

O Banco de Portugal prevê que o **emprego** total aumente entre 1 e 1½ por cento em 2000 (1.8 por cento em 1999). No primeiro semestre, a variação do emprego total foi de 1.6 por cento, para o que contribuiu o crescimento do emprego por conta de outrem (2.4 por cento), já que o emprego por conta própria⁽¹⁴⁾ apresentou uma redução de 0.7 por cento. A análise por tipo de contrato permite concluir

(13) Ver nota 1 em pé de página.

(14) Inclui trabalhadores por conta própria, trabalhadores familiares não remunerados e outros.

que o crescimento do emprego por conta de outrem na primeira metade do ano resultou de um aumento quer dos trabalhadores contratados a prazo (9.1 por cento) quer dos trabalhadores com contrato permanente (0.4 por cento).

Estima-se que o crescimento das **remunerações** nominais por trabalhador no sector privado deverão crescer a uma taxa de 5.6 por cento em 2000 (5.1 por cento no ano anterior). Com o nível da taxa de desemprego a situar-se abaixo da estimativa da taxa natural de desemprego, o diferencial entre os salários nominais efectivamente pagos e as remunerações implícitas na contratação colectiva deverá, assim, manter-se positivo e próximo do observado em 1999 (cerca de 2 p.p.). No período de Janeiro a Agosto de 2000, a variação dos salários acordados em processo de negociação colectiva para o sector privado situou-se em 3.6 por cento⁽¹⁵⁾, o que compara com 3.3 por cento no conjunto do ano de 1999.

5. INFLAÇÃO

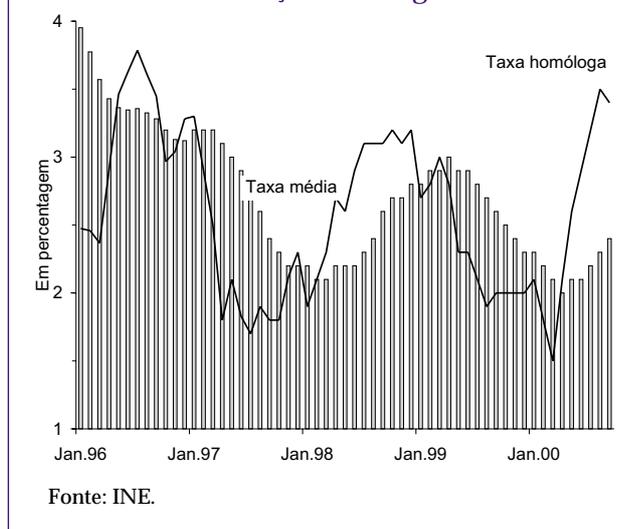
No terceiro trimestre de 2000, a taxa de inflação em Portugal manteve o perfil ascendente verificado desde o final do primeiro trimestre. A taxa de variação homóloga do IPC, que tinha diminuído de 2.0 por cento em Dezembro para 1.5 em Março, aumentou para 2.9 por cento em Junho e para 3.4 por cento em Setembro (gráfico 5.1). A taxa de variação média inverteu a tendência de diminuição que vinha registando desde Maio de 1999, passando de um valor mínimo de 2.0 por cento em Abril de 2000 para 2.4 por cento em Setembro⁽¹⁶⁾.

A aceleração dos preços no consumidor em 2000, apesar de estar patente de uma forma generalizada em vários bens e serviços do IPC, terá sido amplificada pelo aumento dos preços dos combustíveis no final de Março e ainda por alguns efeitos de natureza irregular.

(15) Refira-se, contudo, que o crescimento apurado para 2000 foi afectado por um contrato do sector de vestuário, calçado e curtumes, abrangendo 114.1 mil trabalhadores, que contempla um aumento das remunerações de 5.8 por cento, bastante acima da média do sector privado.

(16) Como referido no *Boletim Económico* de Junho, a evolução das taxas de variação homóloga do IHPC em 2000 encontra-se influenciada pelas alterações metodológicas introduzidas neste índice no início do ano. Por este motivo, a análise da evolução dos preços em 2000 baseia-se sobretudo no IPC.

Gráfico 5.1
PORTUGAL – ÍNDICE DE PREÇOS NO
CONSUMIDOR
Taxas de variação homóloga e média



A subida dos preços dos combustíveis no final de Março terá tido um impacto directo de cerca de 0.45 pontos percentuais no aumento da taxa de variação homóloga do IPC, provocando adicionalmente aumentos de preços em sectores particularmente sensíveis aos preços dos combustíveis (gás e serviços de transportes) (quadro 5.1). A classe do IPC “Transportes” registou um aumento da sua taxa de variação homóloga de 3.2 por cento em Março para 5.4 por cento em Junho e 5.7 por cento em Setembro. No mesmo sentido, a taxa de variação homóloga da classe “Habitação, água, electricidade, gás e outros combustíveis” aumentou de 2.9 por cento em Março para 3.9 por cento em Junho e 4.0 por cento em Setembro⁽¹⁷⁾.

Adicionalmente, verificou-se uma significativa aceleração dos preços de alguns produtos alimentares, os quais são caracterizados por uma elevada volatilidade. A taxa de variação homóloga da classe “Produtos alimentares e bebidas não alcoólicas” passou de um valor negativo de -0.6 por cento em Março para 1.8 por cento em Junho e 2.9 por cento

(17) Esta evolução terá sido particularmente influenciada pelo índice de preços da componente “Gás”, cuja taxa de variação homóloga passou de 6.5 por cento em Março, para 15.8 por cento em Junho e 20.2 por cento em Setembro.

(18) Refira-se que esta aceleração dos preços dos produtos alimentares a partir do primeiro trimestre se verificou na generalidade dos restantes países da área do euro (ver Caixa 3 – *Preços dos alimentares na área do euro*).

Quadro 5.1
PORTUGAL – ÍNDICE DE PREÇOS
NO CONSUMIDOR
Taxas de variação homóloga em percentagem

	1999		2000	
	Dez.	Mar.	Jun.	Set.
Produtos alimentares e bebidas não alcoólicas	0.7	-0.6	1.8	2.9
Bebidas alcoólicas e tabaco	2.9	0.9	0.4	0.9
Vestuário e calçado	1.1	-1.2	1.3	1.5
Habitação, água, electricidade, gás e outros combustíveis	1.5	2.9	3.9	4.0
Acessórios, equipamento doméstico e manutenção corrente da habitação	1.7	1.6	1.7	2.1
Saúde	3.7	3.4	2.9	2.9
Transportes	3.3	3.2	5.4	5.7
Comunicações	-2.8	-4.8	-5.0	-4.1
Lazer, recreação e cultura	-1.0	-0.5	0.6	1.2
Educação	4.9	5.0	5.0	5.1
Hotéis, cafés e restaurantes	3.3	3.0	4.2	3.9
Bens e serviços diversos	3.8	4.1	3.9	4.5
Total	2.0	1.5	2.9	3.4

Fonte: INE.

em Setembro⁽¹⁸⁾. A aceleração destes preços ao longo do segundo trimestre esteve sobretudo relacionada com a dissipação de efeitos base, associados ao facto dos preços de alguns produtos alimentares, entre os quais a batata (incluída na rubrica “féculas e amidos”) terem registado um comportamento particularmente favorável no mesmo período do ano passado. Já no terceiro trimestre, observou-se uma nova aceleração dos preços de alguns produtos alimentares, mais uma vez com destaque para a rubrica “féculas e amidos”. Com efeito, cerca de 0.6 p.p. do aumento de 1.9 p.p. verificado pela taxa de variação homóloga do IPC entre Março e Setembro de 2000 foram consequência directa da evolução dos preços da rubrica “féculas e amidos”.

O indicador de tendência da inflação homóloga, média aparada a 10 por cento⁽¹⁹⁾, que excluiu os efeitos directos associados ao aumento dos pre-

(19) A média aparada a dez por cento é calculada com base em taxas de variação homóloga dos itens do IPC. Sobre a forma de cálculo dos indicadores de tendência de inflação habitualmente utilizadas pelo Banco de Portugal, veja-se C.Coimbra e P.D. Neves, (1997), “Indicadores de tendência de inflação”, *Boletim Económico do Banco de Portugal*, Volume 3, Número 1, Março de 1997.

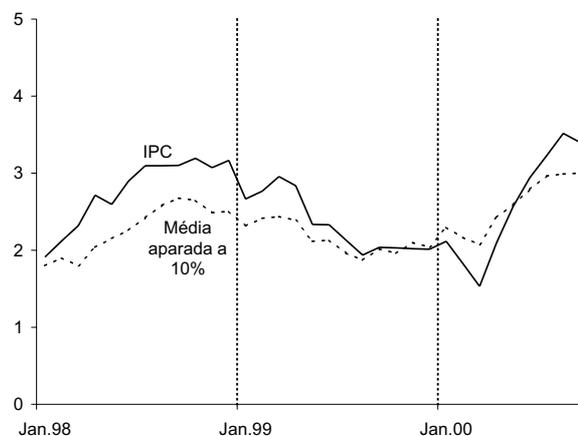
ços dos combustíveis⁽²⁰⁾ e o comportamento irregular dos preços de alguns bens, nomeadamente alimentares, corrobora a análise da evolução do IPC anteriormente descrita (gráfico 5.2). No primeiro trimestre, este indicador manteve-se acima da taxa de variação homóloga do IPC (2.2 e 1.8 por cento, respectivamente), sugerindo que o crescimento dos preços nesse período estava a ser negativamente influenciado por efeitos irregulares; no segundo trimestre a média aparada registou um aumento menos pronunciado, passando para perto dos valores observados para o IPC (2.6 e 2.5 por cento), reflectindo a dissipação desses efeitos irregulares; no terceiro trimestre a média aparada registou novamente uma subida menos acentuada, para níveis inferiores aos da taxa de variação homóloga do IPC (3.0 e 3.4 por cento), indiciando que parte dessa aceleração dos preços no consumidor tenha sido influenciada pela ocorrência de crescimentos anormalmente elevados de alguns preços⁽²¹⁾. De qualquer forma, o aumento da média aparada bem como o maior ritmo de crescimento da generalidade das classes do IPC apontam para uma tendência de aceleração do IPC, a qual é fundamentada pela deterioração dos principais factores explicativos da inflação.

A informação disponível para o primeiro trimestre confirma a trajectória esperada de aceleração dos deflatores de importação, justificada pela aceleração da generalidade dos preços internacionais e pela depreciação da taxa de câmbio do euro. De acordo com a Direcção Geral das Relações Económicas e Internacionais, a taxa de variação homóloga do deflator das importações de mercadorias situou-se em 7.0 por cento no primeiro trimestre de 2000 (o que compara com uma redução de 1.1 por cento em 1999). Subjacente a esta evolução esteve principalmente o comportamento dos preços

(20) A partir de Abril, os combustíveis passaram a pertencer ao conjunto de itens com um peso total de 10 por cento no IPC cujos preços registaram as maiores taxas de variação homóloga.

(21) No mesmo sentido, a partir do terceiro trimestre, a distribuição seccional das variações dos preços das componentes do IPC tem apresentado um coeficiente de assimetria positivo e sucessivamente mais elevado, depois dos valores negativos observados no primeiro trimestre. Esta evolução indica que, no cálculo da média aparada, a exclusão dos itens com variações negativas mais extremas tem produzido um efeito sucessivamente menos significativo e que, simetricamente, as variações de preços acima da média se têm tornado cada vez mais dominantes.

Gráfico 5.2
PORTUGAL - MEDIDAS DE TENDÊNCIA
Taxas de variação homóloga



Fonte: INE e Banco de Portugal.

de importação de combustíveis, tendo o respectivo deflator apresentado um crescimento homólogo de 130.9 por cento (26.7 por cento em 1999) e, em menor escala, o deflator dos bens intermédios que registou uma variação homóloga 4.6 por cento (decréscimo de 4.8 por cento em 1999). Relativamente ao deflator das importações de bens de consumo, registou-se um decréscimo de 0.3 por cento, depois de um aumento de 0.4 por cento em 1999⁽²²⁾. A evolução mais recente do preço do petróleo e da taxa de câmbio do euro em relação ao dólar (ver secção 2. *Enquadramento internacional da economia portuguesa*), além de aumentar a probabilidade de se verificar um novo aumento, em Portugal, dos preços dos combustíveis no consumidor, deixa antever a manutenção de pressões para uma evolução mais desfavorável dos preços de importação.

No que concerne aos factores explicativos internos da inflação, apesar de alguma desaceleração do consumo privado ao longo do ano (ver secção 3. *Procura e produção*), persistem tensões a nível do mercado de trabalho, as quais se têm traduzido na

(22) O comportamento trimestral do deflator das importações de bens de consumo apresenta uma elevada irregularidade estatística, verificando-se ainda que esta informação é frequentemente sujeita a revisões. Tomando em consideração a média móvel das taxas de variação homóloga dos últimos quatro trimestres (implícitas nos sucessivos valores acumulados disponibilizados ao longo de 1999), verifica-se uma aceleração do deflator das importações de 0.4 por cento no quarto trimestre de 1999 para 0.8 por cento no primeiro trimestre de 2000.

manutenção de um elevado ritmo de crescimento dos salários (ver secção 4. *Mercado de trabalho*), cujos efeitos são já visíveis na evolução dos preços de alguns serviços. Uma aceleração subsequente dos salários nominais em resposta ao aumento da inflação poderá impedir que se verifique um retorno mais rápido da inflação para os níveis observados nos dois anos anteriores. Existem, assim, riscos de o actual aumento da taxa de inflação em 2000 ganhar um carácter mais permanente através da sua transmissão para os custos internos de produção.

A subida da taxa de inflação em Portugal reflecte em parte a aceleração dos preços no consumidor nos restantes países da área do euro. Assim, o diferencial de inflação entre Portugal e a área do euro subiu de forma menos acentuada do que a aceleração de preços verificada em Portugal (gráfico 5.3).

O diferencial entre as taxas de variação homóloga do IHPC em Portugal e na área do euro, que se situava, em termos médios, em 0.3 pontos percentuais no quarto trimestre de 1999, diminuiu primeiramente para um valor negativo de -0.4 pontos percentuais no primeiro trimestre, aumentando posteriormente para 0.3 e 1.0 pontos percentuais no segundo e terceiro trimestres, respectivamente⁽²³⁾. Estes valores estão significativamente influenciados pelo comportamento diferenciado dos preços dos combustíveis no consumidor entre Portugal e os restantes países da área do euro. Desde o início de 1999, os preços dos combustíveis registaram um aumento significativo nos outros países da área do euro, enquanto em Portugal esses preços foram apenas aumentados em Março de 2000, permanecendo inalterados desde essa data.

Assim, excluindo os produtos energéticos, esse diferencial de inflação apresenta uma maior estabilidade, diminuindo de 1.2 p.p. no quarto trimestre de 1999 para 0.8 p.p. no primeiro trimestre de 2000 e aumentando posteriormente para 0.9 e 1.6 p.p. nos segundo e terceiro trimestres, respectivamente. Refira-se que o aumento deste diferencial no terceiro trimestre se deveu sobretudo à evolu-

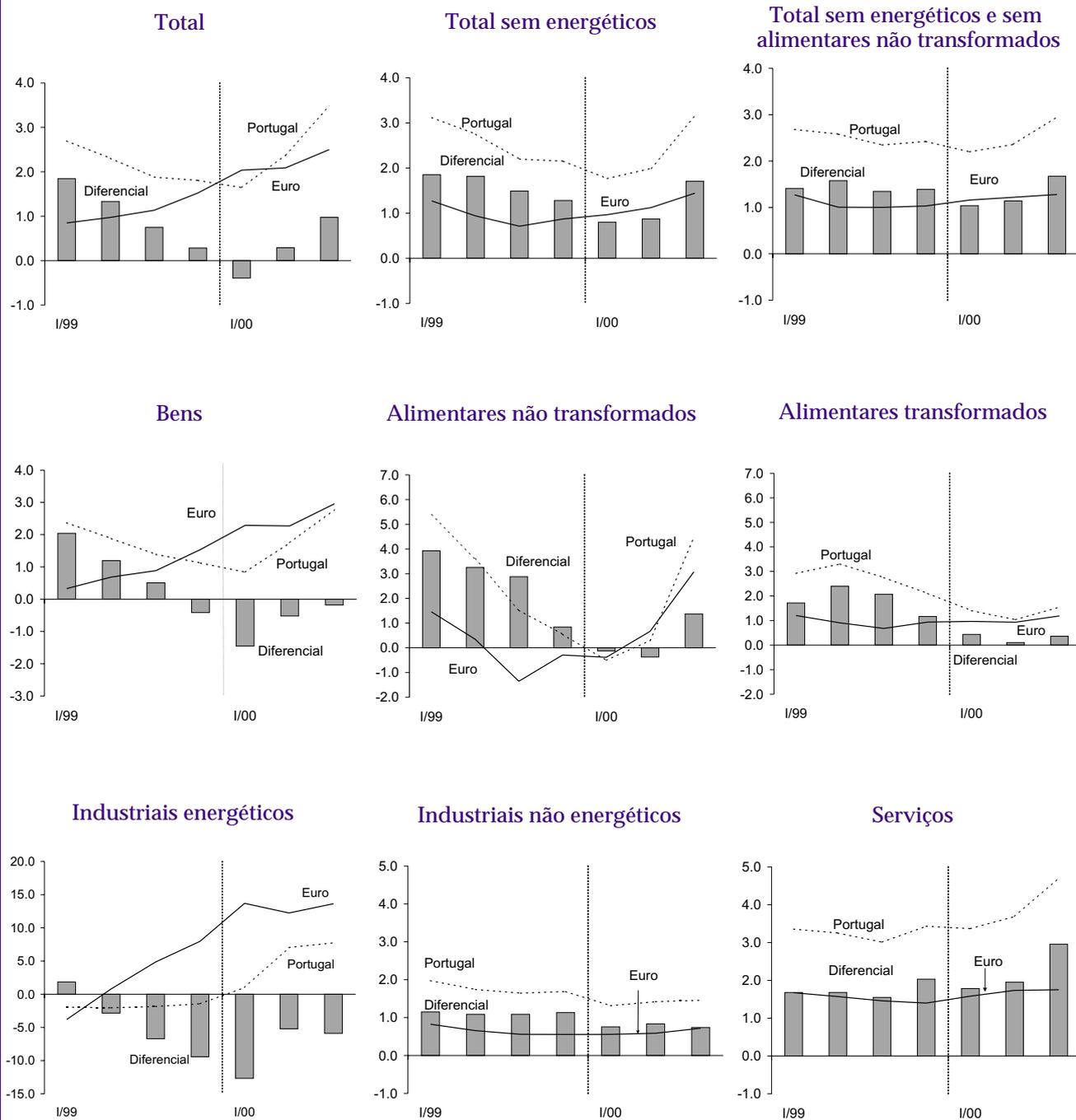
ção dos preços dos serviços e dos alimentares não processados. No caso dos bens alimentares não processados o diferencial entre as taxas de variação homóloga passou de um valor negativo de -0.4 p.p. no segundo trimestre para 1.2 p.p. no terceiro trimestre, o que salienta que os efeitos irregulares subjacentes à evolução destes preços terão tido um maior contributo para a evolução da inflação em Portugal (ver Caixa 3 – *Preços dos bens alimentares na área do euro*). No caso dos serviços, o diferencial de crescimento homólogo destes preços aumentou de 2.0 p.p. no segundo trimestre para um valor médio de 2.9 p.p. nos três meses seguintes, sendo 0.4 p.p. desse aumento atribuível às mudanças metodológicas do IHPC relacionadas com a inclusão das despesas de turismo efectuadas por não residentes⁽²⁴⁾.

Assim, considerando as diferentes componentes do IHPC, verifica-se que os principais contributos para a variação do diferencial de inflação desde o início de 2000 tiveram origem (i) na diferente política de fixação de preços dos combustíveis no consumidor em Portugal, (ii) no crescimento irregular dos preços de alguns bens alimentares, mais acentuada em Portugal do que no conjunto da área, e (iii) no enviesamento provocado pelas alterações metodológicas no IHPC português. Com efeito, excluindo os preços dos energéticos e dos bens alimentares não processados e anulando o impacto das alterações metodológicas no IHPC relacionadas com a inclusão das despesas efectuadas por não residentes, estima-se que a subida do diferencial de inflação ao longo dos primeiros três trimestres tenha sido bastante menos acentuada. O nível do diferencial corrigido, que se encontrava em 1.4 p.p. em 1999 (tanto em média anual como no último trimestre), terá diminuído para 1.1 p.p. no primeiro trimestre de 2000, aumentando posteriormente para 1.2 p.p. no segundo trimestre e para 1.5 p.p. no terceiro trimestre.

(23) Apesar das limitações de análise em 2000, o IHPC de Portugal é ainda o indicador mais correcto para analisar o diferencial de inflação em relação à área do euro. De qualquer forma, para minimizar os enviesamentos resultantes das alterações estatísticas introduzidas em Janeiro de 1999, é preferível analisar a evolução desses diferenciais em termos de médias trimestrais.

(24) Como referido no último *Boletim Económico*, uma das alterações metodológicas introduzidas no IHPC em Janeiro de 1999 foi a inclusão do consumo efectuado por não residentes, o que se traduziu, nomeadamente pelo aumento do peso da rubrica “serviços de alojamento”. Como o novo índice foi ligado ao anterior com as taxas de variação em cadeia desde Dezembro de 1999, e atendendo à forte sazonalidade dos preços dos serviços de alojamento, a evolução da taxa de variação homóloga do IHPC em 2000 estará enviesada para cima (baixo) nos períodos do ano onde se verifica tradicionalmente uma maior (menor) afluência turística.

Gráfico 5.3
ÍNDICE HARMONIZADO DE PREÇOS NO CONSUMIDOR – TOTAL E AGREGADOS
 Taxas de variação homóloga e diferenciais



Fonte: Eurostat.

6. BALANÇA DE PAGAMENTOS

O défice agregado das Balanças Corrente e de Capital, no conjunto do ano de 2000, deverá atingir um valor entre 9 e 10 por cento do PIB, que compara com 6.8 por cento do PIB em 1999. Esta previsão para 2000 corresponde a uma revisão de alargamento do défice em 0.5 pontos percentuais face à previsão publicada no *Boletim Económico* de Março. Tal resulta principalmente de uma revisão na baixa do saldo das transferências públicas correntes e de capital com a União Europeia. De qualquer forma, o aumento em 2000 do défice agregado das balanças corrente e de capital continuará a reflectir, essencialmente, o comportamento da balança de mercadorias, muito influenciada este ano pela evolução dos termos de troca. De facto, em 2000 a significativa perda de termos de troca deverá contribuir em cerca de 1.2 p.p. para o agravamento do défice comercial em percentagem do PIB. As exportações de mercadorias deverão apresentar um crescimento real superior ao das importações, pelo que o efeito volume deverá ser menos negativo do que em anos anteriores, embora ainda bastante significativo.

O défice resultante da soma dos saldos das Balanças Corrente e de Capital atingiu 10.7 por cento do PIB na primeira metade de 2000⁽²⁵⁾, face a 6.5 por cento do PIB no primeiro semestre de 1999 (quadro 6.1). Este resultado teve a sua origem na deterioração da Balança Corrente que apresentou um défice de 11.5 por cento do PIB no primeiro semestre de 2000 (8.2 por cento do PIB no mesmo período do ano anterior). Adicionalmente, o excedente da Balança de Capital reduziu-se de 1.7 por cento para 0.8 por cento do PIB, quando se compararam os primeiros semestres de 1999 e 2000.

No primeiro semestre deste ano, tal como em 1999, o aumento do défice da **Balança Corrente** resultou, essencialmente, de um maior défice no comércio de mercadorias⁽²⁶⁾. Este défice registou

uma forte deterioração, aumentando 2.6 p.p. do PIB face ao primeiro semestre do ano anterior, de 11.3 por cento para 13.9 por cento do PIB. As exportações de mercadorias continuaram a acelerar nos primeiros seis meses do ano, em linha com o comportamento da procura externa dirigida aos produtores portugueses. No entanto, as importações mantiveram um crescimento nominal superior ao das exportações, o que reflecte, em parte, a forte perda de termos de troca observada neste período, associada ao comportamento dos preços internacionais das matérias-primas, em particular do petróleo (ver Caixa 2 – *A subida nos preços do petróleo: alguns efeitos sobre a economia portuguesa*). De acordo com estimativas do Banco de Portugal, os preços de exportação de mercadorias terão apresentado um aumento de 2.7 por cento, em termos homólogos, enquanto os preços de importação terão crescido 7.6 por cento no primeiro semestre de 2000.

O excedente da **Balança de Serviços** ascendeu a 0.7 por cento do PIB nos primeiros seis meses de 2000, face a 1.0 por cento do PIB no mesmo período de 1999. Registou-se, neste período, um aumento do défice de serviços de transporte (resultante da evolução dos saldos de serviços de fretes de mercadorias e de transporte aéreo de passageiros) e do défice de outros serviços fornecidos por empresas. Por outro lado, o saldo de viagens e turismo melhorou na primeira metade de 2000, de 2.1 para 2.2 por cento do PIB. As receitas de turismo cresceram 12.6 por cento, em termos nominais, face ao o período homólogo, enquanto as despesas em viagens e turismo efectuadas no exterior por residentes aumentaram 12.7 por cento.

O défice da **Balança de Rendimentos** situou-se em 1.3 por cento do PIB no primeiro semestre deste ano, nível idêntico ao verificado no mesmo período de 1999. Ao nível dos rendimentos de “Outro Investimento”, verificou-se um aumento do défice, em linha com o crescente recurso das instituições financeiras monetárias residentes a fontes de financiamento externas. Pelo contrário, o défice de rendimentos de investimento directo apresentou uma redução na primeira metade deste ano.

O excedente de **Transferências Correntes** diminuiu de 3.4 por cento do PIB no primeiro semestre de 1999 para 3.1 por cento do PIB na primeira metade de 2000. Esta redução resultou da evolução das transferências públicas, em particular de me-

(25) Para o cálculo dos rácios das diversas componentes da Balança de Pagamentos em percentagem do PIB nos primeiros semestres de 1999 e 2000, utilizaram-se estimativas semestrais do PIB nominal, calculadas pelo Banco de Portugal.

(26) Note-se que as exportações e importações de mercadorias utilizadas no apuramento deste saldo comercial correspondem a estimativas do Banco de Portugal, que incluem correcções aos dados do comércio externo do primeiro semestre divulgados pelo INE com o objectivo de antecipar futuras revisões.

Quadro 6.1

PORTUGAL - BALANÇA DE PAGAMENTOS

Em milhões de euros

	Janeiro-Dezembro 1999		Janeiro a Junho 1999			Janeiro a Junho 2000			Saldo em % PIB	
	em % PIB		Débito	Crédito	Saldo	Débito	Crédito	Saldo	Jan-Jun 1999	Jan-Jun 2000
Balança corrente	-9 568.1	-9.0	24 545.6	20 195.2	-4 350.4	28 510.9	22 155.4	-6 355.5	-8.2	-11.5
Mercadorias.....	-13 324.8	-12.5	17 981.9	11 965.8	-6 016.1	20 988.0	13 274.8	-7 713.1	-11.3	-13.9
Serviços.....	1 510.3	1.4	2 965.4	3 471.3	505.9	3 380.2	3 771.4	391.2	1.0	0.7
Transportes.....	-557.7	-0.5	906.9	624.7	-282.2	1 054.4	636.4	-418.0	-0.5	-0.8
Viagens e turismo.....	2 688.1	2.5	957.2	2 050.1	1 092.9	1 078.9	2 308.9	1 230.0	2.1	2.2
Seguros.....	-31.7	0.0	50.0	31.0	-19.1	50.8	27.4	-23.5	0.0	0.0
Direitos de utilização.....	-247.9	-0.2	137.2	14.0	-123.2	146.5	10.9	-135.7	-0.2	-0.2
Outros serviços.....	-180.6	-0.2	792.5	716.3	-76.2	920.9	743.9	-177.0	-0.1	-0.3
Operações governamentais.....	-159.9	-0.1	121.5	35.2	-86.4	128.7	44.0	-84.7	-0.2	-0.2
Rendimentos.....	-1 453.8	-1.4	2 631.0	1 965.7	-665.4	3 130.9	2 392.3	-738.5	-1.3	-1.3
Rendimentos de trabalho.....	11.0	0.0	56.3	64.6	8.3	51.3	65.1	13.8	0.0	0.0
Rendimentos de investimento.....	-1 464.8	-1.4	2 574.7	1 901.1	-673.6	3 079.6	2 327.2	-752.4	-1.3	-1.4
Transferências correntes.....	3 700.2	3.5	967.3	2 792.4	1 825.1	1 011.8	2 716.8	1 705.0	3.4	3.1
Transferências públicas.....	527.2	0.5	680.8	1 132.2	451.4	722.0	891.6	169.6	0.9	0.3
Transferências privadas.....	3 173.0	3.0	286.5	1 660.3	1 373.8	289.8	1 825.2	1 535.4	2.6	2.8
Balança de capital	2 303.1	2.2	74.7	999.1	924.5	69.4	495.4	426.0	1.7	0.8
Transferências de capital.....	2 311.8	2.2	57.6	989.9	932.3	59.0	474.4	415.4	1.8	0.7
Transferências públicas.....	2 297.2	2.1	3.4	935.8	932.4	2.1	410.7	408.5	1.8	0.7
Transferências privadas.....	14.6	0.0	54.2	54.1	-0.1	56.8	63.7	6.9	0.0	0.0
Aquisição/cedência de activos não prod. não fin.	-8.7	0.0	17.1	9.3	-7.8	10.4	21.0	10.6	0.0	0.0
Balança financeira	9 647.4	9.0	405 707.6	410 262.7	4 555.1	434 315.4	439 424.1	5 108.7	8.6	9.2
Investimento directo.....	-1 872.5	-1.8	9 766.4	9 828.9	62.5	11 113.3	10 354.2	-759.1	0.1	-1.4
Investimento de Portugal no exterior.....	-2 912.3	-2.7	4 260.1	4 207.3	-52.8	3 759.5	1 892.9	-1 866.6	-0.1	-3.4
Investimento do exterior em Portugal.....	1 039.8	1.0	5 506.3	5 621.6	115.3	7 353.8	8 461.3	1 107.5	0.2	2.0
Investimento de carteira.....	7 305.3	6.8	98 071.5	97 775.5	-295.9	97 821.0	92 819.2	-5 001.8	-0.6	-9.0
Activos.....	-4 222.5	-4.0	60 318.1	56 015.8	-4 302.3	42 747.2	39 704.9	-3 042.3	-8.1	-5.5
Passivos.....	11 527.8	10.8	37 753.4	41 759.7	4 006.3	55 073.8	53 114.3	-1 959.5	7.5	-3.5
Derivados financeiros.....	189.1	0.2	714.8	771.0	56.2	2 010.6	2 078.2	67.6	0.1	0.1
Outro investimento.....	4 313.0	4.0	279 208.7	284 064.2	4 855.5	292 079.9	302 710.1	10 630.2	9.1	19.2
Activos.....	-2 056.7	-1.9	208 211.7	210 653.9	2 442.2	232 807.9	232 801.7	-6.2	4.6	0.0
Passivos.....	6 369.7	6.0	70 997.0	73 410.2	2 413.2	59 272.0	69 908.3	10 636.4	4.5	19.2
Activos de reserva.....	-287.5	-0.3	17 946.2	17 823.0	-123.2	31 290.6	31 462.4	171.8	-0.2	0.3
Erros e omissões	-2382.4	-2.2			-1 129.2			820.8	-2.1	1.5
Por memória:										
Balança Corrente + Balança de Capital	-7 265.0	-6.8	24 620.3	21 194.4	-3 425.9	28 580.2	22 650.7	-5 929.5	-6.5	-10.7

Fonte: Banco de Portugal.

nores recebimentos dos fundos estruturais da União Europeia. A diminuição dos recebimentos líquidos da União Europeia no primeiro semestre de 2000 é explicada, em larga medida, pelo facto de 2000 ser o ano de arranque do terceiro Quadro Comunitário de Apoio, devendo inverter-se em 2001. Por outro lado, o excedente de transferências privadas, constituído essencialmente por remessas de emigrantes, apresentou um valor ligeiramente superior ao registado no primeiro semestre de 1999 (2.8 e 2.6 por cento do PIB, respectivamente).

O excedente da **Balança de Capital** reduziu-se para 0.8 por cento do PIB nos primeiros seis meses deste ano, valor que compara com 1.7 por cento do PIB um ano antes. O menor excedente reflecte a diminuição das transferências públicas recebidas por Portugal. Tal como referido relativamente às transferências correntes, esta redução é explicada, essencialmente, pelo facto de 2000 ser o ano de início de um novo Quadro Comunitário de Apoio.

A **Balança Financeira** apresentou uma entrada de capitais equivalente a 9.2 por cento do PIB no primeiro semestre de 2000, face a 8.6 por cento do PIB no mesmo período de 1999, reflexo do aumento das necessidades de financiamento da economia portuguesa (quadro 6.2 e gráfico 6.1). Esta entrada de fundos na economia portuguesa resultou das operações financeiras com o exterior efectuadas sobre activos e passivos das instituições financeiras monetárias, das Autoridades Monetárias (essencialmente através de operações efectuadas no âmbito do sistema TARGET) e das administrações públicas. As sociedades não financeiras e particulares e as instituições financeiras não monetárias residentes estiveram na origem de saídas líquidas de fundos.

Nos primeiros seis meses de 2000, as operações de **investimento directo** do exterior em Portugal e de Portugal no exterior resultaram num défice equivalente a 1.4 por cento do PIB (saldo de 0.1 por cento na primeira metade de 1999). Neste período, o investimento directo do exterior em Portugal aumentou de 0.2 por cento para 2.0 por cento do PIB. No entanto, o investimento directo de Portugal no exterior apresentou, igualmente, um aumento acentuado neste período, de 0.1 por cento para 3.4 por cento do PIB. No que se refere ao investimento directo do exterior na economia portuguesa, os sectores de “comércio por grosso e a retalho, reparações, alojamento e restauração” e de

“actividades financeiras” destacam-se pelos montantes recebidos de investimento directo na primeira metade de 2000. Quanto às aplicações de investimento directo de Portugal no exterior na primeira metade deste ano, estas foram efectuadas maioritariamente por sociedades gestoras de participações sociais (SGPS) de diversos grupos económicos nacionais.

Na primeira metade do ano, registou-se uma saída líquida de fundos da economia portuguesa associada a operações de **investimento de carteira** equivalente a 9.0 por cento do PIB (saída de 0.6 por cento do PIB no primeiro semestre de 1999). O sector não residente apresentou um desinvestimento líquido em activos nacionais equivalente a 3.5 por cento do PIB (investimento líquido de 7.5 por cento do PIB na primeira metade de 1999). Esta saída de fundos resultou, principalmente, do significativo desinvestimento líquido no segmento de títulos de participação no capital de empresas residentes, equivalente a 8.9 por cento do PIB (desinvestimento de 1.6 por cento do PIB no período homólogo). Os investidores não residentes continuaram a direccionar as suas aplicações para obrigações de dívida pública (6.3 por cento do PIB), embora em montante inferior ao do mesmo período de 1999 (9.3 por cento do PIB). Por seu turno, o investimento de carteira de Portugal no exterior reduziu-se de 8.1 por cento para 5.5 por cento do PIB. Este investimento continuou a ser direccionado, essencialmente, para obrigações e outros títulos de dívida de longo prazo, tendo-se verificado um desinvestimento líquido em títulos de participação no capital. O investimento de carteira no exterior continuou a ser efectuado maioritariamente por instituições financeiras não monetárias residentes, especialmente por fundos de investimento.

As operações incluídas na rubrica “**Outro Investimento**” continuaram a originar significativas entradas líquidas de fundos na economia portuguesa durante a primeira metade deste ano, em montante muito superior ao do período homólogo, 19.2 por cento e 9.1 por cento do PIB, respectivamente. Em particular, as operações de “Outro Investimento” efectuadas por instituições do sector monetário (incluindo o Banco de Portugal) representaram uma entrada líquida de fundos equivalente a 22.4 por cento do PIB na primeira metade deste ano (12.5 por cento no primeiro semestre de 1999).

Quadro 6.2

PORTUGAL – BALANÇA FINANCEIRA^(a)

Em percentagem do PIB

	Jan.-Dez. 1999	Janeiro-Junho 1999			Janeiro-Junho 2000		
	Variação líquida	Variação de passivos	Variação de activos	Variação líquida	Variação de passivos	Variação de activos	Variação líquida
Balança financeira	9.0	11.0	-2.4	8.6	14.0	-4.8	9.2
Investimento directo	-1.8	0.2	-0.1	0.1	2.0	-3.4	-1.4
Investimento de carteira	6.8	7.5	-8.1	-0.6	-3.5	-5.5	-9.0
Derivados financeiros	0.2	-1.3	1.5	0.1	-3.6	3.7	0.1
Outro investimento	4.0	4.5	4.6	9.1	19.2	0.0	19.2
Activos de reserva	-0.3	-	-0.2	-0.2	-	0.3	0.3
Por sector institucional residente:							
Autoridades monetárias	-1.0	0.7	1.3	2.0	0.1	7.8	8.0
Investimento de carteira	0.3	-	0.4	0.4	-	-1.4	-1.4
Derivados financeiros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Outro investimento	-1.1	0.7	1.1	1.8	0.1	9.0	9.1
Activos de reserva	-0.3	-	-0.2	-0.2	-	0.3	0.3
Administrações públicas	8.4	9.2	0.0	9.2	5.7	-0.8	4.8
Investimento de carteira	8.5	9.3	0.0	9.3	5.6	-0.8	4.8
Derivados financeiros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Outro investimento	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.1	0.0	0.1
Instituições financeiras monetárias	7.5	3.8	5.8	9.6	12.3	0.6	12.9
Investimento directo	-0.7	0.2	-0.2	-0.1	-1.2	-0.3	-1.5
Investimento de carteira	1.0	-0.5	-0.9	-1.3	-2.0	2.8	0.8
Derivados financeiros	0.2	-1.2	1.4	0.2	-3.3	3.5	0.2
Outro investimento	6.9	5.3	5.5	10.7	18.7	-5.4	13.3
Instituições financeiras não monetárias	-4.7	0.1	-7.3	-7.3	-2.2	-5.2	-7.4
Investimento directo	-0.1	0.3	-0.1	0.2	-0.1	-0.1	-0.2
Investimento de carteira	-4.6	-0.2	-7.3	-7.5	-2.0	-5.5	-7.5
Derivados financeiros	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.3	0.2	0.0
Outro investimento	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	0.4
Sociedades não financeiras e particulares	-1.1	-2.8	-2.1	-4.9	-1.9	-7.2	-9.1
Investimento directo	-1.0	-0.2	0.2	0.0	3.3	-3.0	0.3
Investimento de carteira	1.6	-1.1	-0.3	-1.5	-5.1	-0.6	-5.6
Derivados financeiros	-0.1	-0.2	0.0	-0.1	-0.1	0.0	-0.1
Outro investimento	-1.7	-1.3	-2.0	-3.3	0.0	-3.7	-3.7

Fonte: Banco de Portugal.

Nota:

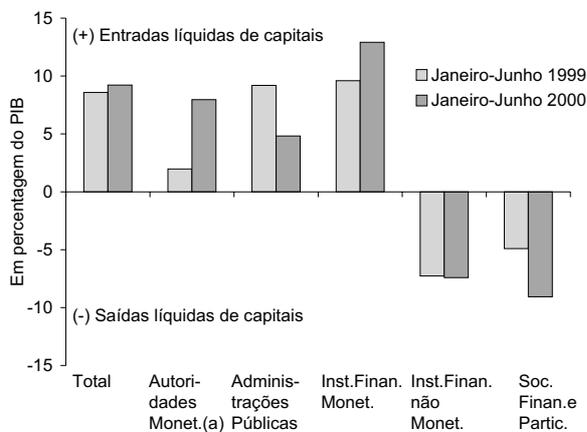
(a) Um sinal (+) significa um aumento de passivos externos ou uma diminuição de activos externos, isto é uma entrada de capitais.

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

A maioria das operações de “Outro Investimento” foram efectuadas directamente por instituições financeiras monetárias, cujo endividamento externo continuou a aumentar de forma acentuada na primeira metade deste ano. A captação directa de recursos externos por parte das instituições financeiras monetárias através de operações de emprés-

timos e depósitos apresentou um valor equivalente a 13.3 por cento do PIB no primeiro semestre de 2000 (10.7 por cento do PIB no período homólogo). Na primeira metade de 2000, o saldo das operações de empréstimos e depósitos efectuadas pelas instituições financeiras monetárias no âmbito do sistema TARGET, registadas como variação de ac-

Gráfico 6.1
PORTUGAL – BALANÇA FINANCEIRA
Saldos



Fonte: Banco de Portugal.

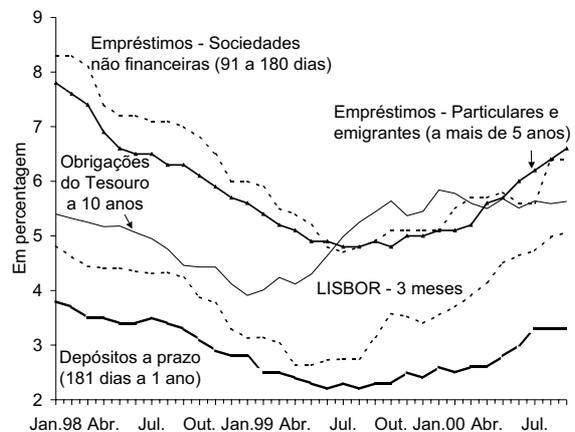
Nota: Inclui pagamentos internacionais efectuados pelas instituições financeiras monetárias residentes através do sistema TARGET a partir de Janeiro de 1999.

tivos externos das Autoridades Monetárias, atingiu 9.1 por cento do PIB, o que compara com 2.9 por cento do PIB no primeiro semestre do ano anterior. Pelo contrário, as operações incluídas na rubrica “Outro Investimento” efectuadas por sociedades não financeiras e particulares (essencialmente empréstimos e depósitos) resultaram numa saída líquida de capitais equivalente a 3.7 por cento do PIB (3.3 por cento do PIB na primeira metade de 1999). Em particular, as sociedades não financeiras e particulares aumentaram os seus depósitos em bancos não residentes em montante equivalente a 3.6 por cento do PIB (1.9 por cento do PIB no período homólogo).

7. TAXAS DE JURO E CRÉDITO

No terceiro trimestre de 2000, as taxas de juro activas e passivas dos bancos continuaram a exibir uma trajectória ascendente, situando-se em níveis semelhantes aos observados no segundo semestre de 1998. Esta evolução resultou directamente das decisões de política monetária do BCE. Desde Novembro de 1999 até meados de Outubro de 2000, as taxas de intervenção do BCE aumentaram 2.25 pontos percentuais. Este aumento repercutiu-se nas taxas do mercado monetário e, consequente-

Gráfico 7.1
PORTUGAL – TAXAS DE JURO BANCÁRIAS,
DO MERCADO MONETÁRIO E DO
MERCADO DE CAPITAIS



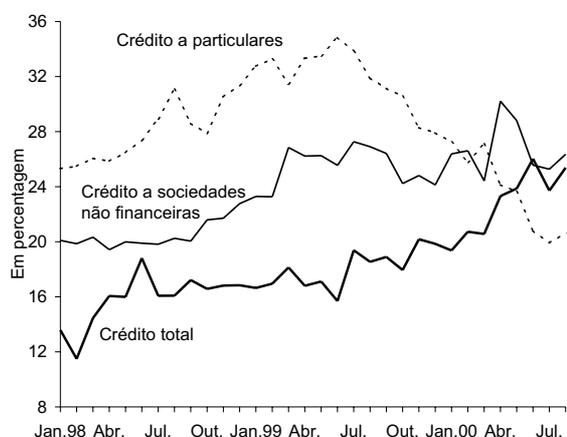
Fonte: Banco de Portugal.

mente, nas taxas de juro bancárias. Por seu turno, as taxas das obrigações do Tesouro a 10 anos mantiveram-se relativamente estáveis desde o último trimestre de 1999. Deste modo, a inclinação da curva de rendimentos em Portugal diminuiu significativamente ao longo de 2000.

Em Setembro de 2000, as taxas de juro dos depósitos a prazo (181 dias a um ano) situaram-se em 3.3 por cento, o que compara com o mínimo de 2.2 por cento observado em Junho e Agosto de 1999 (gráfico 7.1). Este aumento foi inferior ao registado nas taxas bancárias activas. Em Setembro, a taxa de juro dos novos empréstimos a sociedades não financeiras (prazo de 91 a 180 dias) situou-se em 6.4 por cento (mínimo de 4.7 por cento em Julho de 1999). No prazo de 181 dias a um ano, a taxa de juro a sociedades não financeiras fixou-se em 6.2 por cento, o que compara com um mínimo de 4.3 por cento em Agosto de 1999. Por seu turno, a taxa dos empréstimos a particulares (operações por prazo superior a 5 anos) situou-se em 6.6 por cento, superior em 1.8 pontos percentuais ao mínimo observado em Julho, Agosto e Outubro de 1999.

A variação das taxas de juro dos empréstimos encontra-se associada, por um lado, aos efeitos desfasados de decisões passadas de política monetária e, por outro, a expectativas de alterações futuras nas taxas de intervenção da autoridade monetária. Deste modo, será de esperar que a subida

Gráfico 7.2
PORTUGAL - CRÉDITO INTERNO
Taxas de variação homóloga



Fonte: Banco de Portugal.

das taxas de juro bancárias observada desde meados de 1999 continue nos próximos meses, mesmo sem subidas adicionais das taxas de intervenção do BCE.

Apesar da trajetória crescente do custo do crédito, os agregados de crédito continuaram a registar, ao longo de 2000, taxas de crescimento elevadas. A taxa de variação do crédito interno total continuou a registar uma trajetória ascendente, situando-se em 25,4 por cento em Agosto, o que compara com 19,9 por cento em Dezembro de 1999 (gráfico 7.2). Esta evolução esteve associada ao perfil de evolução do crédito líquido às Administrações Públicas. Por seu turno, o crescimento do crédito interno ao sector privado tem-se situado em torno dos 27 por cento desde Janeiro de 1999. Esta estabilidade traduz evoluções distintas do crédito a particulares, por um lado, e do crédito a sociedades não financeiras e a IFNM, por outro. Enquanto o primeiro tem registado uma desaceleração significativa desde o terceiro trimestre de 1999, o segundo (que inclui, para além dos empréstimos bancários, o papel comercial e outros títulos emitidos por aqueles sectores e detidos pelos bancos) tem mantido taxas de crescimento elevadas em termos históricos, acelerando desde Janeiro de 1999.

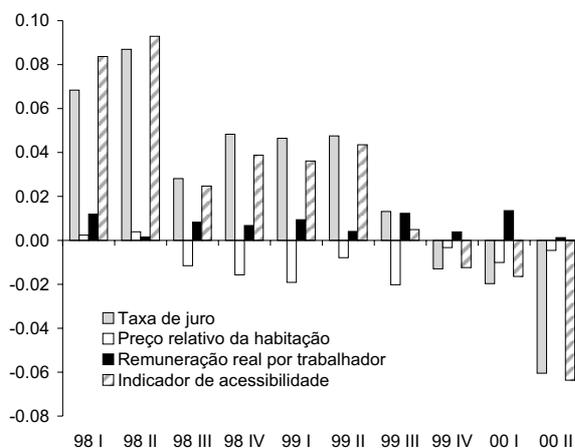
O crédito líquido às Administrações Públicas tem registado taxas de decréscimo progressivamente menores desde o mínimo observado em Ja-

neiro de 2000 (-85,5 por cento). Nesse mês, as aplicações das Administrações Públicas junto das Instituições Financeiras Monetárias atingiram o valor máximo na década (11,3 mil milhões de euros), decrescendo posteriormente de forma significativa, situando-se em 7,5 mil milhões de euros em Agosto. Em particular, as aplicações junto do Banco de Portugal diminuíram de 3,0 mil milhões de euros em Janeiro de 2000 para valores próximos de zero a partir de Março. Por sua vez, o crédito às Administrações Públicas continuou a decrescer de forma progressiva, em linha com o observado ao longo de 1999 (passando de 11,8 mil milhões de euros em Janeiro de 1999 para 10,8 mil milhões de euros em Agosto de 1999 e para 9,0 mil milhões de euros em Agosto de 2000). Reflectindo estas evoluções, em Agosto de 2000, a taxa de variação homóloga do crédito líquido às Administrações Públicas foi de 13,4 por cento (primeira variação homóloga positiva desde o final de 1995).

Como acima referido, durante os primeiros oito meses de 2000, o crédito ao sector residente não monetário manteve taxas de crescimento elevadas, compreendidas entre 25,7 e 28,0 por cento (taxas verificadas respectivamente em Fevereiro e em Abril).

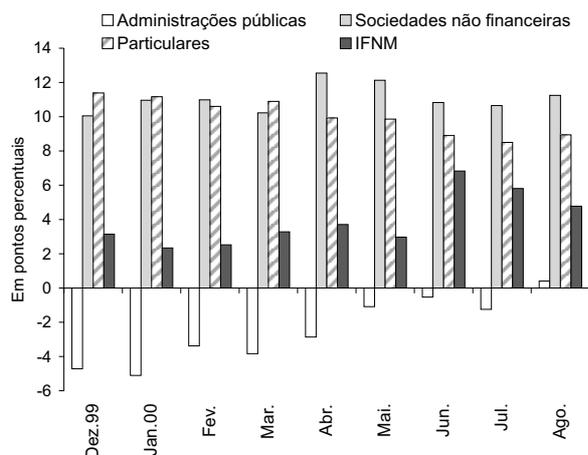
Em Agosto, a variação homóloga do crédito a particulares situou-se em 20,6 por cento (27,9 por cento em Dezembro de 1999). Por finalidades, esta desaceleração ocorreu simultaneamente no crédito destinado à aquisição de habitação e no crédito para consumo e outros fins. O primeiro, que representa cerca de 75 por cento do crédito total aos particulares, registou uma desaceleração de 29,7 por cento em Dezembro de 1999 para 22,4 por cento em Agosto de 2000. O crédito para consumo e outros fins, de comportamento mais volátil que o crédito à habitação, observou uma desaceleração análoga, de 23,2 por cento em Dezembro de 1999 para 15,7 por cento em Agosto de 2000. Tal como indicado em *Boletins Económicos* anteriores, a desaceleração do crédito a particulares estará fundamentalmente relacionada com os níveis de endividamento já atingidos, com a trajetória ascendente das taxas de juro bancárias e com as alterações no regime de crédito bonificado introduzidas em 1999. Esta evolução reflectiu-se igualmente na redução da acessibilidade ao mercado de habitação, observável desde o último trimestre de 1999 (gráfico 7.3).

Gráfico 7.3
PORTUGAL - INDICADOR DE
ACESSIBILIDADE E SEUS COMPONENTES



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 7.4
PORTUGAL - CONTRIBUTOS PARA A
TAXA DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA DO
CRÉDITO INTERNO TOTAL



Fonte: Banco de Portugal.

Nos últimos trimestres, o crédito a sociedades não financeiras tem registado taxas de crescimento elevadas. Em Agosto, a taxa de variação homóloga foi de 26,4 por cento, o que compara com 25,6 por cento no final do primeiro semestre e com 24,1 por cento em Dezembro de 1999. Em termos de decomposição por ramo de actividade, o crédito bancário a sociedades não financeiras registou taxas de crescimento elevadas nas suas principais componentes. Em Agosto de 2000, os agregados de crédito destinados aos ramos de serviços, construção e indústria transformadora registaram taxas

de variação de 28,6, 37,6 e 20,4 por cento, respectivamente.

Em termos de contributos para o crescimento do crédito a sociedades não financeiras, destacam-se os ramos da construção (com um contributo de 6,5 p.p. em Agosto, o que compara com 5,3 p.p. em Dezembro de 1999), das actividades imobiliárias (3,6 p.p. em Agosto e 3,5 p.p. em Dezembro), das actividades de serviços prestados principalmente às empresas (3,5 p.p. em Agosto e 4,5 p.p. em Dezembro) e do comércio por grosso excepto veículos automóveis (2,0 p.p. em Agosto e 1,7 p.p. em Dezembro). No actual contexto de subida de taxas de juro, a evolução do crédito às sociedades não financeiras estará associada a vários factores: o dinamismo no investimento das empresas (com taxas de crescimento claramente superiores às do PIB), a diminuição da poupança deste sector (resultante nomeadamente de um aumento do custo dos factores de produção) e a reestruturação de grupos económicos, traduzida em fusões e aquisições de empresas. A combinação destes efeitos tem gerado um aumento das necessidades de financiamento das sociedades não financeiras, com os consequentes efeitos sobre o crédito concedido a este sector.

O crédito a IFNM acelerou significativamente entre Dezembro de 1999 e Agosto de 2000, tendo a taxa de variação homóloga aumentado de 27,2 para 43,7 por cento. A taxa de variação homóloga registou um máximo de 65,8 por cento em Junho, mês em que ocorreu uma reclassificação estatística de operações de crédito que ocorreram em Abril, e que inicialmente foram classificadas como crédito a sociedades não financeiras⁽²⁷⁾. Este facto pode ser observado no gráfico 7.4, que apresenta os contributos das várias componentes do crédito interno total.

Relativamente ao crédito concedido pelas IFNM, a informação disponível para o primeiro semestre de 2000 sugere uma aceleração deste agregado. Em Junho, as taxas de variação homóloga do crédito concedido pelas sociedades de locação financeira, pelas sociedades financeiras para aquisição a crédito e pelas sociedades de *factoring* (que representam mais de 85 por cento do total do cré-

(27) Este facto explica parcialmente a forte aceleração verificada no crédito a sociedades não financeiras em Abril, posteriormente revertida em Junho, dada a reclassificação acima referida.

Quadro 7.1

PORTUGAL – CRESCIMENTO DO CRÉDITO

Em percentagem

	2000							
	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.
Crédito interno total								
Taxa de variação homóloga	19.4	20.7	20.6	23.3	23.9	26.0	23.7	25.4
Taxa trimestral anualizada	23.6	23.1	23.7	26.8	28.2	29.9	26.6	25.4
Crédito ao sector privado								
Taxa de variação homóloga	26.0	25.7	26.2	28.0	26.3	27.8	26.2	25.8
Taxa trimestral anualizada	23.3	23.9	26.7	29.0	29.8	30.0	27.3	27.0
Crédito a particulares								
Taxa de variação homóloga	27.2	25.8	27.1	24.1	23.6	20.8	19.9	20.6
Taxa trimestral anualizada	21.2	23.8	23.9	22.4	21.5	19.2	18.7	18.2
Crédito a sociedades não financeiras								
Taxa de variação homóloga	26.4	26.6	24.4	30.2	28.8	25.6	25.3	26.4
Taxa trimestral anualizada	24.8	26.1	29.2	31.7	33.5	31.7	24.7	20.9
Crédito a IFNM								
Taxa de variação homóloga	20.3	22.0	29.3	34.1	26.7	65.8	56.3	43.7
Taxa trimestral anualizada	25.8	16.4	27.6	44.5	48.8	68.5	72.8	91.4

Fonte: Banco de Portugal.

Nota: As taxas trimestrais anualizadas foram calculadas com base em dados corrigidos de sazonalidade com o *TRAMO-SEATS*.

dito não titulado concedido por IFNM) situavam-se em 23.2, 30.6 e 29.7 por cento, respectivamente (que comparam com 20.8, 24.8 e 17.7 por cento em Dezembro de 1999).

A análise da evolução do crédito interno ao sector privado (que se obtém excluindo do crédito interno total o crédito às Administrações Públicas) pode ser complementado, de forma interessante, pela observação do comportamento das taxas de variação trimestral em cadeia anualizadas. Esta medida permite uma avaliação mais precisa das taxas de crescimento em cada período, ultrapassando a inércia associada à utilização de taxas de variação homóloga. No quadro 7.1, a par das taxas de variação homóloga, são apresentadas taxas de variação trimestrais anualizadas calculadas com base em dados corrigidos de sazonalidade. O quadro sugere que quer o crédito a particulares, quer o crédito a sociedades não financeiras exibem trajectórias de desaceleração nos últimos meses. Apesar da marcada desaceleração destas componentes, o crédito ao sector privado continua a registar variações compatíveis com taxas de crescimento anuais de mais de 25 por cento.

A análise do balanço consolidado dos bancos (quadro 7.2) confirma o dinamismo do crédito ao sector privado da economia. Revela igualmente uma discrepância crescente entre a captação de depósitos e a concessão de crédito das instituições financeiras monetárias ao sector privado residente. De Dezembro de 1999 a Agosto de 2000 o crédito interno aumentou 19828 milhões de euros (16095 milhões de euros no período homólogo). As principais contrapartidas desta evolução foram uma diminuição de 12861 milhões de euros nos activos líquidos sobre o exterior (diminuição de 7577 milhões de euros no período homólogo), um aumento de 5621 milhões de euros no capital e reservas (diminuição de 301 milhões em igual período do ano precedente) e um aumento de 2207 milhões de euros na emissão de títulos de dívida (aumento de 662 milhões no período homólogo). Note-se a reduzida importância da captação de depósitos durante os primeiros oito meses de 2000, que correspondeu apenas a 6.9 por cento da variação do crédito interno ao sector privado, o que compara com 30.3 por cento em igual período de 1999 (87.6 e 125.0 por cento, respectivamente no conjunto dos anos de

Quadro 7.2

PORTUGAL – BALANÇO CONSOLIDADO DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS MONETÁRIAS

Milhões de euros

	Saldo		
	Ago.2000	Variações	
		Ago.2000/ /Dez. 1999	Ago.1999 / /Dez. 1998
Activos líquidos sobre o exterior	-3 712	-12 861	-7 577
Banco de Portugal	15 534	-3 089	-95
Outras instituições financeiras monetárias	-19 246	-9 772	-7 482
Dos quais: denominados em euros	-18 506	-7 947	-9 563
Crédito às administrações públicas	8 959	195	-1 757
Crédito interno (excepto às administrações públicas)	149 433	19 828	16 095
Particulares	64 095	7 055	8 541
Sociedades não financeiras	66 093	9 567	6 770
Instituições financeiras não monetárias	19 244	3 207	784
Circulação monetária	5 214	-407	219
Depósitos e equiparados — Total	115 904	1 370	4 870
Titulos excepto capital	15 523	2 207	662
Unidades de participação em Fundos do Mercado Monetário	111	111	0
Capital e reservas	26 468	5 621	-301
Diversos (líquidos)	-8 540	-1 740	1 311

Fonte: Banco de Portugal.

1995 e 1990). Neste contexto, a captação de recursos no exterior tem excedido claramente as aplicações no exterior, acentuando a posição devedora das instituições financeiras monetárias face ao exterior.

8. FINANÇAS PÚBLICAS

De acordo com os dados enviados à Comissão Europeia pelo Instituto Nacional de Estatística no final de Agosto, no âmbito do procedimento relativo aos défices excessivos, o défice das administrações públicas⁽²⁸⁾ deverá situar-se em 1.5 por cento do PIB, em 2000 (quadro 8.1). Este valor coincide com o apresentado no Orçamento para 2000, na actualização do Programa de Estabilidade e na notificação de Fevereiro do procedimento dos défices excessivos e representa uma diminuição de 0.5 p.p. do PIB relativamente ao valor observado em 1999. O saldo primário deverá aumentar de 1.2 por cento do PIB, em 1999, para 1.7 por cento do PIB,

em 2000. De referir, no entanto, que o valor do défice em 2000 é influenciado pela receita prevista da venda das licenças de UMTS (*Universal Mobile Telecommunications System*), no montante de 0.4 p.p. do PIB⁽²⁹⁾.

As contas das administrações públicas para 1999 e 2000 utilizadas na notificação de Agosto, divulgadas em Setembro pelo Ministério das Finanças, mostram um acentuado crescimento das receitas e das despesas em 2000 (quadro 8.2). As receitas totais em percentagem do PIB deverão aumentar 1.7 p.p., em 2000, verificando-se uma contribuição significativa de todas as rubricas, com excepção das receitas dos impostos sobre a produção e a importação. Estas últimas deverão manter o seu rácio relativamente ao PIB, apesar da forte expansão das receitas do IVA, em virtude da diminuição da colecta do Imposto sobre Produtos Petrolíferos

(28) Apurado de acordo com a metodologia das Contas Nacionais-SEC95.

(29) De acordo com a decisão do Eurostat, as receitas da venda das licenças de UMTS devem ser registadas com o sinal negativo na aquisição líquida de activos não financeiros não produzidos, que faz parte das despesas de capital nas Contas Nacionais.

Quadro 8.1

PORTUGAL – PROCEDIMENTO DOS DÉFICES EXCESSIVOS

Notificações de 2000

	Notificação de Fevereiro de 2000					Notificação de Agosto de 2000						
	PIB		Défice		Dívida		PIB		Défice		Dívida	
	Milhões de euros	Milhões de euros	Porcentagem do PIB	Milhões de euros	Porcentagem do PIB	Milhões de euros	Milhões de euros	Porcentagem do PIB	Milhões de euros	Porcentagem do PIB		
1996	85287.5	3256.2	3.8	54238.8	63.6	86580.3	3446.7	4.0	54258.7	62.7		
1997	91162.3	2344.8	2.6	54942.1	60.3	94020.4	2424.2	2.6	54964.0	59.4		
1998	98227.8	2074.5	2.1	55493.3	56.5	99603.0	2277.5	2.3	55479.3	55.7		
1999	103924.0	2049.1	2.0	59056.7	56.8	105629.4	2128.9	2.0	58923.5	55.8		
2000	109912.6	1702.4	1.5	62798.7	57.1	111716.3	1715.9	1.5	62114.3	55.6		

Fonte: Procedimento dos défices excessivos: Fevereiro e Agosto de 2000.

Quadro 8.2

PORTUGAL – CONTAS DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS

	1999	2000	1999 ^(a)	2000
	Em percentagem do PIB		Taxas de crescimento	
Receitas totais	43.5	45.2	9.4	10.1
Receita corrente	41.3	42.7	9.1	9.3
Impostos sobre o rendimento e património	10.5	10.7	11.6	7.8
Impostos sobre a produção e a importação	15.2	15.2	10.6	5.7
Contribuições sociais	11.7	12.1	6.8	9.7
Outras receitas correntes	1.8	2.4	0.2	40.9
Vendas	2.1	2.3	7.5	13.5
Receitas de capital	2.2	2.6	16.7	24.3
Despesas totais	45.5	46.8	8.6	8.8
(Despesas totais excluindo UMTS)	(45.5)	(47.1)	(8.6)	(9.6)
Despesa corrente	39.0	40.7	8.2	10.4
Transferências correntes	17.1	18.2	10.1	12.3
Prestações sociais	13.7	14.3	8.7	10.6
Subsídios	1.0	1.2	11.7	21.0
Outras transferências correntes	2.3	2.6	18.5	18.3
Juros	3.2	3.2	-1.4	5.4
Despesa com pessoal	14.6	15.1	9.0	9.8
Consumo intermédio	4.1	4.2	5.2	8.4
Despesas de capital	6.5	6.1	11.4	-0.9
(Despesas de capital excluindo UMTS)	(6.5)	(6.4)	(11.4)	(5.0)
Saldo total	-2.0	-1.5		
(Saldo total excluindo UMTS)	(-2.0)	(-1.9)		
Saldo primário	1.2	1.7		

Fonte: Ministério das Finanças, Direcção-Geral do Orçamento e Banco de Portugal.

Nota:

(a) Estimativas do Banco de Portugal, não totalmente comparáveis com as taxas de variação apuradas para 2000 a partir da informação disponibilizada pelo Ministério das Finanças.

(ISP). A quebra de receita do ISP resulta da política da fixação de preços dos combustíveis.

Do lado da despesa, observa-se um aumento das despesas correntes primárias em percentagem do PIB de 1.7 p.p. As despesas com pessoal deverão aumentar 9.8 por cento, muito acima da actualização da tabela de vencimentos, que se situou em 2.5 por cento. De facto, o crescimento do número de funcionários públicos, os efeitos de várias revisões de carreiras e o acentuado acréscimo do subsídio do Estado para a Caixa Geral de Aposentações (CGA) contribuíram para a expansão desta rubrica significativamente acima da taxa de crescimento do PIB. De acordo com a informação do Ministério das Finanças, as despesas em consumo intermédio aumentarão 8.4 por cento, enquanto as prestações sociais deverão registar um aumento de 10.6 por cento, confirmando a tendência de forte crescimento observada nos últimos anos. De referir que as prestações sociais do regime dos funcionários públicos estão a crescer a uma taxa superior às do regime geral.

Entre as notificações de Fevereiro e Agosto, as despesas em juros foram revistas para cima em 13.1 milhões de contos, reflectindo a subida das taxas de juro ao longo do ano.

As despesas de capital diminuem 0.9 por cento, reflectindo a contabilização, com o sinal negativo, das receitas da venda das licenças de UMTS. Excluindo este efeito, as despesas de capital aumentariam 5.0 por cento, o que representa uma desaceleração relativamente a 1999. Esta evolução resulta da entrada em vigor tardia do Orçamento e do facto de 2000 ser o primeiro ano de um novo Quadro Comunitário de Apoio.

As estimativas do rácio da dívida no final de 1999 e de 2000 situam-se em 55.8 e 55.6 por cento, apresentando uma redução relativamente aos valores notificados em Fevereiro de 1.0 e 1.5 p.p., respectivamente, devida à revisão dos níveis do PIB nominal e do *stock* da dívida (quadro 8.1). Em 2000, o rácio da dívida previsto para o final do ano diminui 0.9 p.p. na sequência da revisão do PIB e 0.6 p.p. devido à redução do *stock* da dívida, parte dos quais explicados pela diminuição do valor considerado para as regularizações de dívidas pelo Tesouro.

9. CONCLUSÃO

A prolongada e substancial redução das taxas de juro nominais e reais que se observou até meados de 1999 foi considerada em grande parte irreversível porque associada a um novo regime macro-económico caracterizado por estabilidade de preços. Tal levou a um aumento da riqueza e a um significativo abrandamento das restrições de liquidez sentidas pelas famílias e empresas, com os consequentes efeitos expansivos na procura interna e aumento de endividamento do sector privado. Estes efeitos expansivos foram exacerbados por uma política orçamental pró-cíclica, traduzida em crescimentos muito acentuados do consumo público.

Uma parte substancial da expansão da procura foi satisfeita por oferta externa, com repercussão mais limitada sobre o crescimento económico, contribuindo para um considerável alargamento do défice conjunto das balanças corrente e de capital, que teve como contrapartida um forte recurso a endividamento externo. Por sua vez, tornaram-se evidentes alguns sinais de perda de quota de mercado das exportações e de menor atractividade da economia portuguesa como destino de investimento directo estrangeiro. Neste período, os salários cresceram claramente acima da produtividade, que por sua vez apresentou crescimentos insuficientes.

Conforme referido em *Boletins Económicos* anteriores, não seria favorável que a economia portuguesa continuasse a apresentar uma expansão tão forte da procura interna, porque tal levaria a atingir níveis de endividamento insustentáveis que implicariam numa excessiva vulnerabilidade a choques internos ou externos. Desta forma, a prevista desaceleração da procura interna e a interrupção da tendência de queda da taxa de poupança dos particulares em 2000 insere-se no processo de ajustamento desejável da economia. Um maior crescimento da procura interna a curto prazo viria a ter como consequência, no médio prazo, ajustamentos mais acentuados e prolongados. Isto é particularmente relevante num contexto em que os instrumentos ao dispor das autoridades para gerir uma situação deste tipo são bastante limitados.

Nestas circunstâncias, a questão fundamental prende-se com a necessidade de promover a competitividade da economia portuguesa num contex-

to de acrescida concorrência internacional, decorrente de um processo de crescente integração económica e financeira internacional e, em particular, da participação na área do euro. Só com condições de competitividade melhoradas será possível aumentar o potencial de crescimento e prosseguir o processo de convergência real. Para tal concorrem diversos factores: por um lado, importa garantir que os salários não continuarão a crescer acima da produtividade; por outro lado, convém ter presente que os efeitos desfavoráveis sobre a economia portuguesa do aumento do preço do petróleo, que se afigura mais persistente do que o antecipado, dependerão em larga medida da forma como este se transmite aos salários. Dado que essa transmissão não é evidente na generalidade dos países da área do euro, muito embora a repercussão sobre os preços no consumidor do aumento do preço internacional do petróleo tenha sido mais intensa nesses países do que em Portugal, uma subida dos sa-

lários em Portugal em resultado da subida do preço da energia traduzir-se-á necessariamente numa deterioração da competitividade da economia portuguesa em relação aos seus parceiros comerciais. Finalmente, numa perspectiva de médio prazo, é fundamental para o aumento do ritmo de crescimento do produto potencial da economia que ocorra uma melhoria da qualidade dos factores produtivos e da eficiência produtiva. O Estado poderá desempenhar um papel importante a este nível através das suas políticas de oferta, como seja o caso das políticas de educação. Para tal importa, contudo, garantir a aplicação de critérios de eficiência na implementação dessas políticas. Importa igualmente garantir flexibilidade no mercado de trabalho português e evitar situações de desincentivo à oferta de trabalho.

Redigido com a informação disponível até 16 de Outubro de 2000

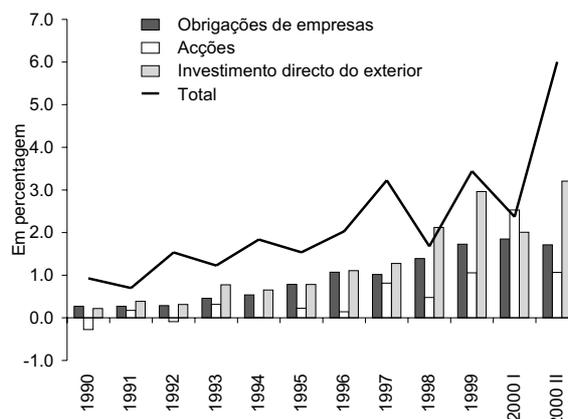
Caixa 1 – EVOLUÇÃO DOS MERCADOS FINANCEIROS

Nos últimos três anos, a evolução dos mercados financeiros internacionais ficou marcada, por um lado, pela forte entrada de capitais nos Estados Unidos, motivada pela expansão económica prolongada, e, por outro lado, por uma elevada sensibilidade dos investidores a alterações não antecipadas das condições económicas e da política monetária. Este último aspecto tem caracterizado os mercados financeiros internacionais, pelo menos desde as vésperas da crise asiática em 1997/1998, e conduziu, desde então, a oscilações na volatilidade em alguns mercados, nomeadamente nos mercados de acções e de dívida privada ao nível global. Relativamente aos mercados de dívida privada, tem-se assistido ciclicamente a aumentos significativos dos diferenciais tendo como referência as taxas de juro da dívida pública.

Um dos maiores factores de incerteza, a condicionar a evolução dos mercados financeiros neste momento, relaciona-se com a dinâmica de ajustamento dos desequilíbrios na economia americana, na qual o ritmo de crescimento da procura interna, nomeadamente o consumo e investimento privados, tem excedido largamente a evolução do PIB, com a correspondente entrada maciça de capitais com origem no exterior (gráfico 1). Nos últimos anos, e em particular a partir de 1999, estes capitais têm vindo a financiar, em grande parte, o investimento em sectores cujas taxas de crescimento esperadas para os resultados são muito promissoras, nomeadamente os sectores de tecnologias de informação e telecomunicações, e para os quais os índices de cotações apresentaram um crescimento fortíssimo a partir de 1999. Em paralelo, os níveis de endividamento do sector privado não financeiro atingiram, em 1999, os níveis mais elevados dos últimos 20 anos, superiores inclusivamente aos registados em 1989 (gráfico 2).

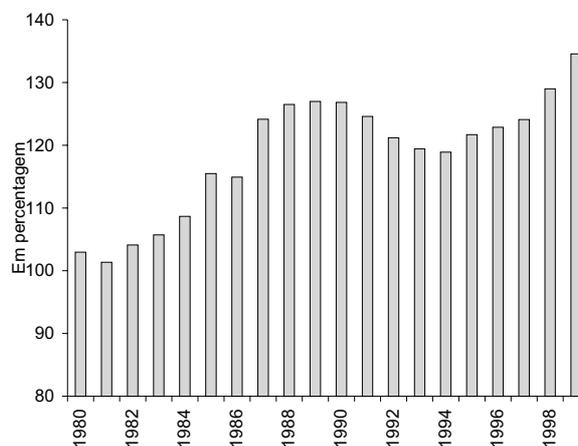
Em Abril e Maio de 2000, algumas notícias apontavam para que as projecções iniciais para os resultados de algumas empresas nos sectores de novas tecnologias poderiam ter revisões significativas em baixa. Estas notícias, assim como a incerteza sobre a magnitude que o aperto da política monetária nos EUA poderia ter até ao fim do ano 2000, tiveram como consequência uma forte correcção dos índices de cotações das acções nesses sectores. Apesar desta queda, tem sido reportado que os níveis registados no mercado de acções americano se encontram ainda historicamente elevados, em particular nos referidos sectores das novas tecnologias.

Gráfico 1
AUMENTO DE PASSIVOS FINANCEIROS DOS
EUA FACE AO EXTERIOR
Total e desagregado por alguns instrumentos
em percentagem do PIB



Fonte: Federal Reserve Board of Governors.

Gráfico 2
ENDIVIDAMENTO DO SECTOR PRIVADO
NÃO FINANCEIRO
Percentagem do PIB



Fonte: Federal Reserve Board of Governors.

De facto, para o índice S&P500, o rácio entre os níveis de preços e os resultados das empresas que participam nesse índice (rácio Price/Earnings ou P/E), que constitui um indicador do número de anos que o fluxo acumulado de resultados, avaliados no período corrente, levaria até atingir o valor das empresas implícito nas cotações, encontra-se no período em análise substancialmente acima do seu valor histórico (gráfico 3), sinalizando, ou a sobrevalorização do índice, ou uma expectativa de forte crescimento dos resultados das empresas americanas. O mesmo indicador calculado para o índice NASDAQ, que incorpora empresas do sector das novas tecnologias, apresenta valores ainda mais elevados do que o S&P500, o que sugere que as actuais cotações neste mercado estarão suportadas em expectativas de crescimento muito forte dos resultados das empresas de novas tecnologias⁽¹⁾. Na área do euro, os rácios P/E encontram-se igualmente em níveis significativamente mais elevados do que a média histórica.

Paralelamente, os diferenciais entre as taxas de rendibilidade das obrigações de longo prazo das empresas e as correspondentes taxas da dívida pública dos EUA com prazo de 10 anos encontram-se nos níveis mais elevados da última década, superiores mesmo aos verificados durante a recessão do princípio dos anos 90 e durante o período mais turbulento que se seguiu à crise asiática em 1997/1998 (gráfico 4). Esta situação sugere condições de financiamento menos favoráveis para as empresas nos EUA, o que pode estar relacionado com uma reavaliação pelos mercados da qualidade do crédito neste país. Note-se, a propósito, que a taxa de incumprimento no crédito bancário às empresas, após se ter reduzido continuamente desde 1991, registou um aumento de cerca de 0.5 pontos percentuais entre Junho de 1998 e Junho de 2000 (gráfico 5). Na área do euro, o aumento dos diferenciais entre as taxas de remuneração das obrigações das empresas e da dívida pública também foi observado no período recente, embora em menor grau que nos EUA (gráfico 6).

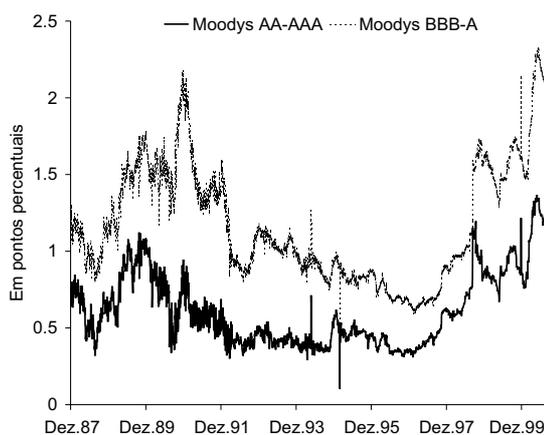
Em simultâneo com esta evolução, a despesa de consumo das famílias nos EUA apresenta-se em níveis muito elevados, reflectindo-se nos mais baixos níveis de poupança deste sector deste o pós-guerra (gráfico 7). Este comportamento das famílias tem sido apontado como correspondendo a uma antecipação de aumentos futuros do rendimento disponível, suportados em expectativas de um aumento significativo e permanente da pro-

Gráfico 3
RÁCIO P/E NOS EUA E NA ÁREA DO EURO



Fonte: Datastream.

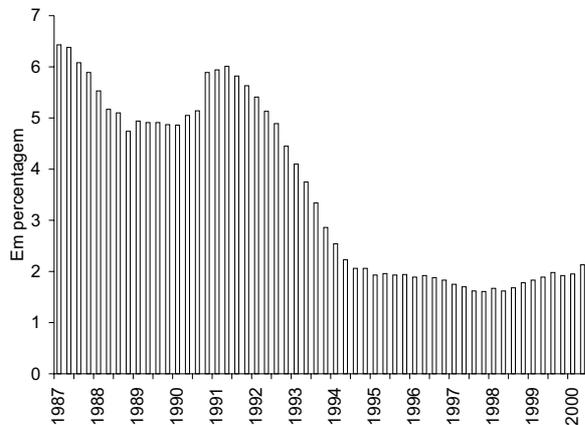
Gráfico 4
DIFERENCIAIS DE TAXA DE RENDIBILIDADE DAS OBRIGAÇÕES DAS EMPRESAS (5-10 ANOS) E DA DÍVIDA PÚBLICA (10 ANOS) NOS EUA



Fonte: Bloomberg e Moodys.

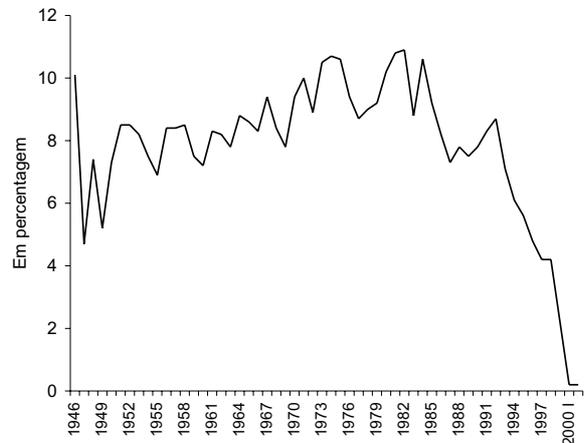
(1) O rácio P/E do índice NASDAQ situava-se em Junho de 1999 em cerca de 120, aumentando posteriormente até meados de Março de 2000, quando chegou a situar-se em 400. Em virtude da correcção em baixa dos preços no NASDAQ ocorrida a partir de Abril de 2000, o rácio P/E neste mercado retornou, em Outubro de 2000, aos níveis registados em Junho de 1999.

Gráfico 5
**TAXAS DE INCUMPRIMENTO DO CRÉDITO
 BANCÁRIO A EMPRESAS NOS EUA**
 Valores ajustados de sazonalidade



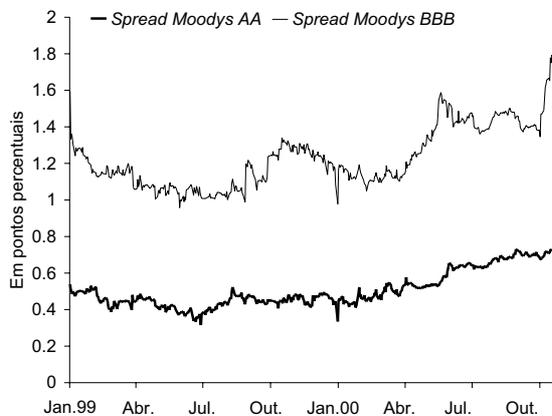
Fonte: Federal Reserve Board of Governors.

Gráfico 7
**TAXA DE POUPANÇA DAS FAMÍLIAS
 NOS EUA**
 Percentagem do rendimento disponível



Fonte: Federal Reserve Board of Governors.

Gráfico 6
**DIFERENCIAIS ENTRE TAXAS DE
 RENDIBILIDADE DAS OBRIGAÇÕES DAS
 EMPRESAS (7-10 ANOS) E DA DÍVIDA PÚBLICA
 (7-10 ANOS) NA ÁREA DO EURO**



Fonte: Bloomberg, Moodys e Banco de Portugal.

atividade da economia americana, já reflectidas na valorização do mercado accionista verificada nos últimos anos.

Refira-se que dados os níveis elevados, por padrões internacionais, de detenção directa e indirecta de acções por parte das famílias americanas (cerca de 210 por cento do rendimento disponível em 1999, que compara com 87.2 por cento em 1994), a forte valorização verificada no mercado accionista nos EUA nos últimos anos teve impactos positivos muito significativos sobre a riqueza deste sector, indicando simultaneamente uma vulnerabilidade acrescida das famílias às oscilações no mercado de acções e sugerindo que os níveis de poupança atingidos por este sector poderão não ser sustentáveis no médio prazo.

É neste contexto que eventuais alterações na confiança dos mercados acerca da manutenção futura dos ganhos de produtividade nos EUA assume espe-

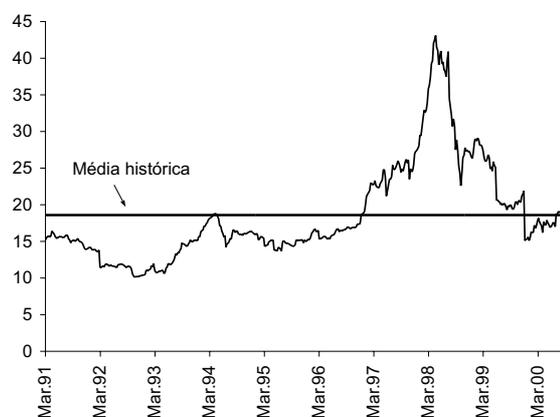
cial importância, já que poderiam estar na base de uma descida acentuada dos preços no mercado accionista neste país. Num cenário deste tipo, seria de esperar uma retracção importante das despesas das famílias e do investimento das empresas, reflectindo-se num abrandamento abrupto da economia americana, com consequências para a estabilidade nos mercados financeiros e na deterioração das condições económicas ao nível global. Neste particular, os avanços da integração financeira e das tecnologias que suportam a realização de transacções, têm conduzido, nos últimos anos, a uma crescente globalização dos investimentos financeiros, reforçando, em paralelo, os mecanismos de contágio entre diferentes mercados. Desta forma, a transmissão de um choque deste tipo aos mercados accionistas das restantes economias seria plausivelmente bastante rápida.

Gráfico 8
ÍNDICES DE COTAÇÕES NO MERCADO ACCIONISTA EM PORTUGAL E NA ÁREA DO EURO



Fonte: Datastream.

Gráfico 9
RÁCIO P/E NO MERCADO DE ACÇÕES EM PORTUGAL



Fonte: Datastream.

Portugal tem acompanhado, ainda que a uma escala mais modesta, as transformações registadas nos principais mercados financeiros internacionais. Em 6 de Março o índice PSI-20 atingiu um máximo histórico, apresentando, dois meses depois, uma descida de 17 por cento face a esse máximo. Esta correcção esteve em linha com a queda observada no mercado de acções americano em Abril de 2000, e penalizou mais fortemente as empresas com maior envolvimento nos sectores de telecomunicações e tecnologias de informação. Posteriormente, os índices portugueses acompanharam, de muito perto, a evolução dos índices representativos do mercado de acções na área do euro, situando-se em 23 de Outubro de 2000 mais de 26 por cento abaixo do valor máximo registado em Março (gráfico 8).

O montante de transacções no mercado de acções em Portugal recuperou significativamente em 2000, da queda registada em 1999. Com efeito, até final de Agosto de 2000, os montantes de acções transaccionadas em bolsa já tinham excedido em 12 por cento os montantes registados para o conjunto do ano de 1999. Esta evolução reflectiu, por um lado, a forte actividade nos meses de Janeiro e Fevereiro de 2000, que esteve associada ao interesse manifestado internacionalmente pelas empresas do sector das telecomunicações e tecnologias de informação, e, por outro lado, às aquisições no sector bancário que se manifestaram em operações de bolsa no mês de Junho.

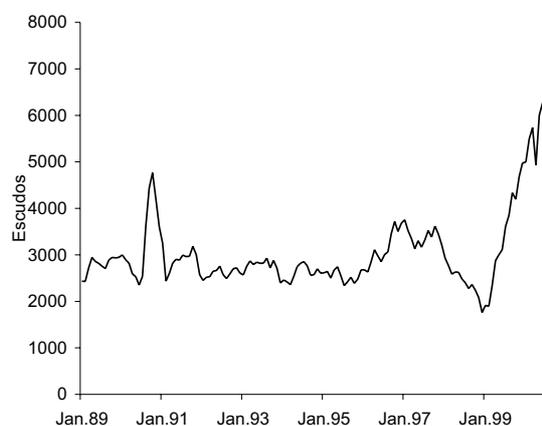
Refira-se ainda que o rácio P/E em Portugal, após ter registado níveis historicamente elevados em meados de 1998 (valores de cerca de 40), reduziu-se substancialmente na segunda metade de 1998 e nos três primeiros trimestres de 1999. Em Outubro de 2000 este rácio situou-se em cerca de 20 apenas marginalmente acima da média histórica para este rácio, calculada para o período entre Março de 1991 e Outubro de 2000 (gráfico 9).

**Caixa 2 – A SUBIDA DO PREÇO DO PETRÓLEO:
ALGUNS EFEITOS SOBRE A ECONOMIA PORTUGUESA**

A subida dos preços do petróleo no mercado internacional constitui um importante choque desfavorável sobre a economia portuguesa no ano de 2000. Os preços do petróleo em dólares têm mantido a tendência de subida que se iniciou em 1999. Esta subida de preços tem sido agravada pela depreciação do euro face ao dólar, a qual se tem também acentuado durante o corrente ano. Na verdade, comparando os níveis médios dos preços do petróleo em euros em Setembro de 2000 e em Dezembro de 1999, observa-se uma subida de 50.5 por cento. Tal subida é ainda mais acentuada se forem comparados os níveis médios dos preços do petróleo em euros em Setembro de 2000 e em Janeiro de 1999. Neste caso, a subida de preços ascende a 291.1 por cento. Em termos históricos, o preço do barril de petróleo em escudos apresenta actualmente valores muito superiores aos registados em 1991 por altura da guerra do Golfo Pérsico (gráfico 1).

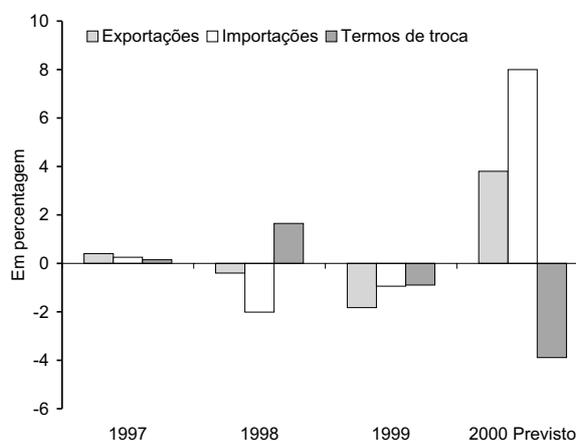
A evolução dos preços do petróleo reflecte-se imediatamente sobre a economia portuguesa através de um agravamento do défice da balança de mercadorias. Em primeiro lugar, este crescimento de preços contribui para um forte aumento do deflator das importações de mercadorias. Este deflator é fortemente influenciado pela evolução do preço do petróleo pois este constitui uma parte importante das compras da economia ao exterior (as importações de produtos energéticos representaram 6.8 por cento no total do valor das importações de mercadorias em 1999). De acordo com estimativas do Banco de Portugal, o deflator das importações de mercadorias deverá registar em 2000 uma taxa de crescimento de 8.0 por cento, o que compara com taxas de crescimento de -2.0 por cento e -0.9 por cento em 1998 e em 1999, respectivamente. Por outro lado, o deflator das exportações de mercadorias deverá registar em 2000 uma taxa de crescimento de 3.8 por cento o que compara com taxas de crescimento de -0.4 por cento e -1.8 por cento em 1998 e 1999, respectivamente (gráfico 2). Esta evolução traduz-se numa variação negativa dos termos de troca de 3.9 por cento no corrente ano. Se, por hipótese, não tivesse ocorrido qualquer subida no preço internacional do petróleo durante o ano de 2000, o Banco de Portugal estima que a taxa de crescimento do deflator das importações de mercadorias seria, tudo o resto constante, de apenas 1.1 por cento, enquanto que a taxa de crescimento do deflator das exportações de mercadorias seria, tudo o resto constante, de 2.4 por cento. Tal situação permitiria um ganho nos termos de troca de 1.2 por cento.

**Gráfico 1
PREÇO DO PETRÓLEO EM ESCUDOS**



Fonte: Datastream.

**Gráfico 2
PORTUGAL – TAXA DE CRESCIMENTO DOS
DEFLADORES DAS IMPORTAÇÕES E
EXPORTAÇÕES DE MERCADORIAS E
EVOLUÇÃO NOS TERMOS DE TROCA**



Fonte: DGREI e Banco de Portugal.

Os efeitos das variações ocorridas nos deflatores das importações e das exportações sobre o défice das contas externas são também passíveis de ser quantificados. Neste contexto, a evolução do saldo da balança de mercadorias pode ser decomposta em três efeitos distintos, nomeadamente no efeito da variação das quantidades exportadas e importadas (efeito volume), no efeito do crescimento médio dos preços do comércio externo (efeito preço) e no efeito da variação relativa dos preços de exportação e importação (efeito termos de troca) (gráfico 3). Este último efeito será negativo em 2000, o que traduz a perda associada à redução do poder de compra no exterior por unidade de receita de exportação. De acordo com estimativas do Banco de Portugal, esta perda ascenderá a 1.2 por cento do produto real em 2000. Pelo contrário, num cenário hipotético de estabilização no nível médio de 1999 dos preços do petróleo durante o ano de 2000, o efeito termos de troca equivaleria a um ganho de cerca de 0.4 por cento do produto real.

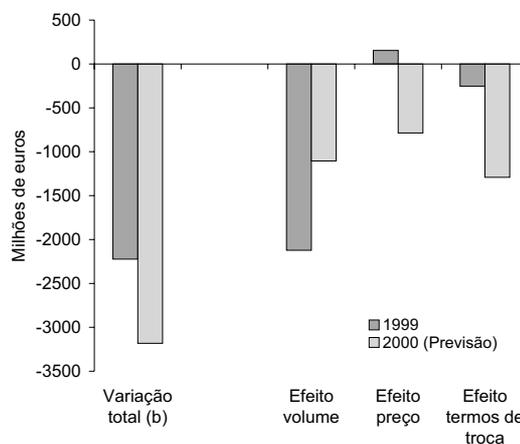
Deste exercício, o qual se baseia apenas na análise de efeitos directos, ou seja não avalia os efeitos das alterações de preços relativos sobre os volumes importados e exportados (o designado efeito de substituição), poderá concluir-se que a perda de rendimento imputável à subida dos preços do petróleo ascende em 2000 a aproximadamente 1.6 por cento do produto real.

Perante o crescimento dos preços do petróleo existem duas alternativas de política. Estas alternativas consistem em não acomodar a subida do preço, fazendo passar os seus efeitos para os consumidores finais ou, alternativamente, proceder a uma acomodação parcial, a qual se traduz numa menor subida dos preços de venda finais por via de uma redução na carga fiscal. No caso nacional adoptou-se a segunda alternativa, ou seja, o governo português decidiu acomodar parte da subida dos preços do petróleo através da redução da taxa efectiva do imposto sobre produtos petrolíferos. Esta decisão tem consequências ao nível da receita fiscal e ao nível da evolução da taxa de inflação interna.

As consequências da adopção de uma política de acomodação parcial deste tipo dependem da natureza do choque nos preços internacionais do petróleo. No caso de o aumento de preços ser temporário, a perda de receita fiscal e o consequente aumento no défice orçamental serão naturalmente mais limitados do que no caso de os novos preços do petróleo se revelarem permanentes. Nesse caso, o impacto no défice orçamental será significativo, sendo necessária a adopção de medidas compensatórias também de carácter permanente. Tais medidas terão que se traduzir num aumento das receitas fiscais e/ou numa redução das despesas públicas de modo a manter os compromissos assumidos no âmbito do Pacto de Estabilidade e Crescimento.

Por fim, a redução na taxa efectiva do imposto sobre produtos petrolíferos tem permitido evitar novas subidas dos preços finais dos combustíveis, minimizando o efeito da subida nos preços do petróleo sobre a taxa de inflação interna. Como medida de comparação, refira-se que o ajustamento parcial dos preços dos combustíveis ocorrido no final de Março de 2000 significou um acréscimo pontual de 9.7 por cento no índice de preços da classe combustíveis e lubrificantes de Abril. Este aumento implicou um acréscimo pontual de 0.45 por cento no índice de preços no consumidor de Abril, o que equivale a uma subida de 0.34 por cento na taxa de inflação média para 2000. Porém, o não ajustamento total dos preços dos combustíveis impede o funcionamento dos mecanismos de resposta de mercado, os quais levariam tendencialmente a uma redução do consumo em resultado da subida de preços. Deste modo, em momentos de subida dos preços do petróleo, são potenciados os efeitos adversos sobre o défice das contas externas e sobre o défice orçamental.

Gráfico 3
PORTUGAL - DECOMPOSIÇÃO DA
VARIAÇÃO DO SALDO DA
BALANÇA DE MERCADORIAS



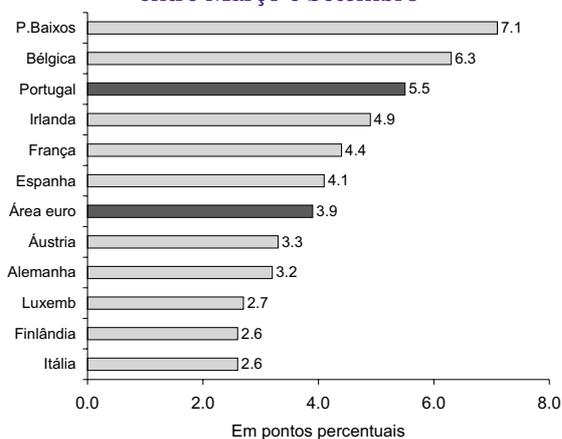
Fonte: Banco de Portugal.

Caixa 3 – PREÇOS DOS BENS ALIMENTARES NA ÁREA DO EURO

Desde o final do primeiro trimestre de 2000, verificou-se uma aceleração dos preços dos bens alimentares não processados em todos os países da área do euro. Esta aceleração foi mais acentuada nos Países Baixos, na Bélgica e em Portugal (gráfico 1). Os bens alimentares não processados do IHPC incluem: carne, produtos vegetais, incluindo batata, peixe e fruta.

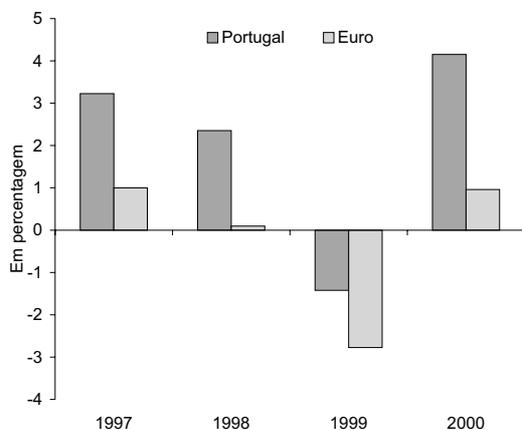
Considerando o crescimento destes preços durante o mesmo período nos anos mais recentes, verifica-se que o valor observado em 2000 para o conjunto da área do euro não é muito diferente dos registados em 1997-98 (gráfico 2). Assim, o aumento da taxa de variação homóloga destes preços em 2000 poderá estar essencialmente ligado com um efeito base decorrente de um comportamento muito favorável dos preços no mesmo período do ano anterior. Em 1999, os preços de alguns produtos agrícolas terão sido afectados por condições meteorológicas extremamente favoráveis.

Gráfico 1
PREÇOS DOS BENS ALIMENTARES
NÃO PROCESSADOS
Aumento da taxa de variação homóloga
entre Março e Setembro



Fonte: Eurostat.

Gráfico 2
PREÇOS DOS BENS ALIMENTARES
NÃO PROCESSADOS
Crescimento de preços entre Março e Setembro

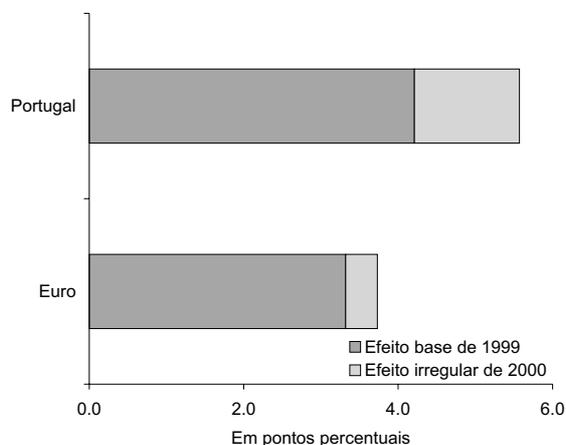


Fonte: Eurostat.

Em Portugal, verificou-se igualmente este efeito base. Mas, adicionalmente, o crescimento dos preços dos produtos alimentares desde o final do primeiro trimestre de 2000 também terá sido excessivo face aos valores observados em 1997-98. Tomando os anos de 1997-98 como referência, é possível decompor o aumento da taxa de variação homóloga, desde Março de 2000, entre o efeito base de 1999 e a nova componente irregular de 2000 (gráfico 3).

Refira-se que, em Portugal, os efeitos destes comportamentos irregulares na evolução do IHPC acabam por ser mais significativos devido ao maior peso dos bens alimentares não processados no índice total (12.7 por cento em Portugal contra 8.2 por cento na área do euro).

Gráfico 3
PREÇOS DOS BENS ALIMENTARES
NÃO PROCESSADOS
Decomposição do aumento da taxa de variação
homóloga entre Março e Setembro



Fonte: Eurostat e Banco de Portugal.

PRINCIPAIS ALTERAÇÕES DE ESTRUTURA NOS MERCADOS DE CÂMBIOS E DE PRODUTOS DERIVADOS EM PORTUGAL EM 1999

1. INTRODUÇÃO

No ano de 1999 realizaram-se dois inquéritos semestrais à actividade dos mercados de câmbios e de produtos derivados, tendo o âmbito da informação recolhida se mantido inalterado face aos inquéritos de 1998 (cobrindo transacções cambiais *spot* e em produtos derivados cambiais e de taxa de juro transaccionados, quer no mercado OTC, quer no mercado de bolsa e montantes nocionais e valores brutos de mercado das posições em aberto em derivados de taxa de câmbio e de taxa de juro). Os resultados dos inquéritos relativos a 1999 revestem-se de uma particular relevância uma vez que são os primeiros realizados após a introdução do euro. Neste texto, procuraram identificar-se as alterações mais significativas verificadas na estrutura dos volumes transaccionados e das posições em aberto no mercado cambial e de derivados portugueses.

A análise intertemporal é dificultada pela quebra de estrutura que se verificou com a introdução da moeda única. Esta dificuldade é, sobretudo, relevante na análise por moedas e no que respeita às operações em euros. A opção de eliminar e não contabilizar, nas séries antes de 1999, as operações realizadas entre as moedas da UE11 é simplificadora.

Por um lado é minimalista, na medida em que apenas contabiliza o impacto directo da eliminação das operações entre as moedas que actualmente compõem o euro (não levando em conta, por exemplo, todas as operações que se pretendiam realizar entre duas moedas da UE11 mas em que, por razões de liquidez, se recorria ao dólar norte-americano como moeda veículo).

Por outro lado, pode ser excessiva, uma vez que, enquanto existiam as diferentes moedas, estas

eram, de facto, investimentos alternativos para os operadores de mercado (a simples eliminação das operações intra-moedas da UE11 nos dados anteriores a 1999 tenderia a sobre-estimar o peso relativo das outras moedas). Dada esta envolvente, optou-se neste trabalho por não apresentar quaisquer séries históricas relativas à desagregação por moedas. As análises que são feitas neste âmbito deverão, assim, ser encaradas com alguma prudência.

Analisando a globalidade dos dados recolhidos, os principais desenvolvimentos a salientar são:

- uma forte redução do *turnover*, quer cambial, quer de derivados de taxa de juro;
- uma relativa manutenção dos montantes das posições em aberto, apesar de alguma redução das posições de derivados cambiais;
- a clara predominância do euro na generalidade dos instrumentos, quer em termos de *turnover*, quer no que respeita às posições;
- a manutenção do papel das instituições financeiras não residentes como principais contrapartes (em particular no segmento dos instrumentos de taxa de juro);
- algum reforço da quota detida pelos clientes não financeiros residentes;
- aumento do *turnover* no mercado organizado (exclusivamente em bolsas estrangeiras), continuando a restringir-se quase exclusivamente aos produtos sobre taxas de juro;
- aumento do grau de concentração no mercado cambial e relativa estabilização no mercado de derivados sobre taxas de juro.

2. PRINCIPAIS ALTERAÇÕES

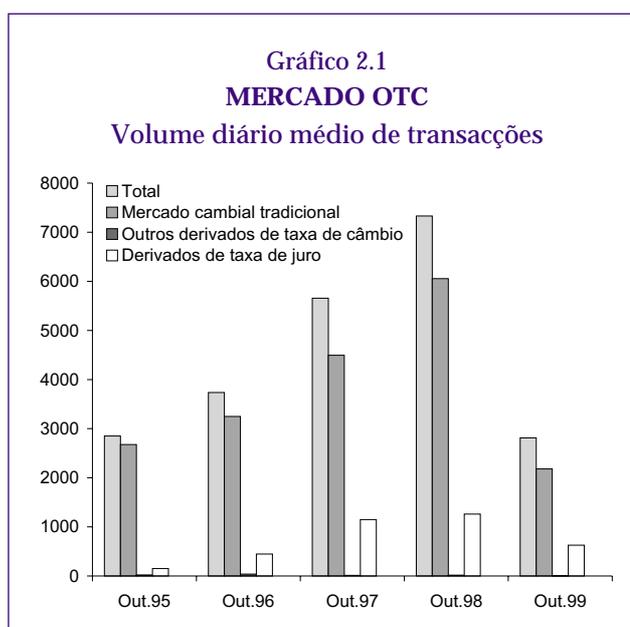
2.1 Mercado OTC

Volumes transaccionados⁽¹⁾

Os resultados dos primeiros inquéritos realizados após a introdução do euro revelam uma redução do volume diário médio de transacções no mercado de balcão superior a 50%⁽²⁾.

O *turnover* contraiu-se tanto no mercado cambial tradicional⁽³⁾ (-64%) e de derivados cambiais (-70%), como no mercado de derivados de taxa de juro OTC (-50%). Com excepção dos *swaps* de taxa de juro (IRS), todos os instrumentos registaram reduções dos volumes transaccionados. Os *foreign exchange swaps*, no mercado cambial, e os FRA, no mercado dos derivados sobre taxas de juro, registaram os decréscimos mais expressivos com quebras de cerca de 70% no *turnover* (gráfico 2.1).

A diminuição foi, assim, mais ampla do que a que resultaria da simples eliminação das transacções entre as moedas que compõem o euro, dado que o peso habitual destas operações representava cerca de 15% do total, em Abril de 1998. A redução dos volumes transaccionados ocorreu sobretudo no primeiro semestre de 1999, já que no segundo semestre se registou uma relativa estabilização dos montantes, tendo o *turnover* aumentado até na generalidade dos instrumentos.



Em termos de estrutura, no entanto, não se verificaram alterações relevantes entre categorias de risco de mercado. As transacções cambiais tradi-

- (1) Os dados sobre as transacções serão sempre referidos em termos de volumes diários médios, corrigidos da duplicação resultante das transacções efectuadas no mercado interbancário doméstico.
- (2) Sempre que não se efectuem referências em contrário, as percentagens referem-se a Outubro de 1999 e as comparações temporais ao período entre Outubro de 1998 e Outubro de 1999.
- (3) O mercado cambial tradicional compreende as operações *spot*, os *outright forwards* e os *foreign exchange swaps*.

Quadro 2.1

VOLUME DIÁRIO MÉDIO DE TRANSACÇÕES OTC

Milhões de dólares

	Total	Mercado cambial tradicional	%	Outros derivados cambiais	%	Derivados taxas juro	%
1995							
Abr.	2457	2382	97	14	1	61	2
Out.	2851	2677	94	21	1	153	5
1996							
Abr.	3028	2715	90	22	1	291	10
Out.	3736	3249	87	39	1	448	12
1997							
Abr.	5006	3484	70	21	0	1501	30
Out.	5657	4495	79	13	0	1149	20
1998							
Abr.	5434	4398	81	38	1	998	18
Out.	7330	6054	83	16	0	1260	17
1999							
Abr.	2635	2099	80	3	0	533	20
Out.	2812	2180	78	5	0	627	22
Variação (%):							
Out. 1998/Out. 1999	-61.6	-64.0		-68.8		-50.2	
Abr. 1999/Out. 1999	6.7	3.9		66.7		17.6	

cionais continuaram a ser preponderantes, enquanto as de derivados sobre taxas de juro mantiveram um peso em torno dos 20 por cento. Desenvolvimentos mais relevantes ocorreram, entretanto, no que respeita à importância dos vários instrumentos intra categorias de risco de mercado.

No **mercado cambial tradicional**, a alteração mais relevante foi a redução em cerca de 70% do *turnover* de *foreign exchange swaps*, devida quase exclusivamente à quebra das transacções em prazos até 7 dias. Tratando-se de um tipo de instrumento tradicionalmente utilizado em prazos muito curtos, como forma de tomar e ceder fundos no mercado interbancário, o seu decréscimo parece reflectir, em grande parte, a substituição do “*fundling*” por via cambial pelo recurso directo ao mercado monetário, num contexto em que a extinção do universo das moedas que actualmente compõem o euro levou ao alargamento da base dos contrapartes com linhas de crédito na moeda local. Esta substituição não se fez de forma uniforme por todos os bancos, existindo instituições que, com a introdução do euro, passaram a recorrer mais intensamente a outros segmentos do mercado monetário, em particular ao mercado tradicional de depósitos, para financiamento em prazos curtos, e outras que não alteraram significativamente a sua estratégia de actuação (quadro 2.2).

Para a diminuição da importância dos *forex swaps* no mercado cambial tradicional, de 55% para 40%, contribuiu ainda o facto de, com a criação do euro, ter deixado de haver necessidade do dólar ser utilizado como moeda-veículo nas operações entre as moedas que compõem o euro (gráfico 2.2).

A quebra de peso dos *forex swaps* induziu a ganhos relativos de importância nos restantes instrumentos do mercado cambial tradicional, pese embora tenham registado igualmente decréscimos de *turnover*. Neste contexto, as operações *spot* passaram a ocupar a posição de instrumento mais transaccionado, o que já não acontecia desde Outubro de 1997. Recorde-se, que a considerável expansão das operações cambiais ocorrida no mercado português a partir dessa data teve associado o desenvolvimento das operações de financiamento no interbancário veiculado através de *swaps* cambiais, tendo as operações *spot* perdido progressiva importância. Não surpreende portanto, que uma redução do volume de transacções traduza agora um movimento inverso.

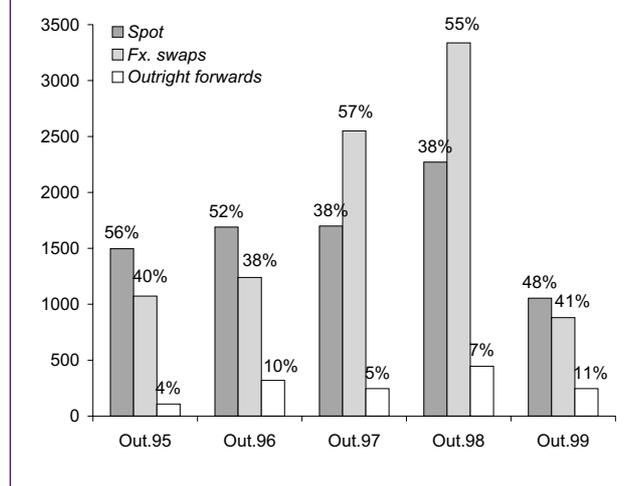
Quadro 2.2

MERCADO CAMBIAL TRADICIONAL

Volume diário médio de transacções

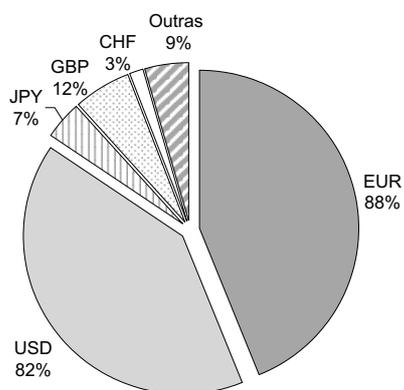
Milhões de dólares				
	Total	Spot	Outright forwards	Fx swaps
1995				
Abr.	2382	1379	126	877
Out.	2677	1496	108	1073
1996				
Abr.	2715	1465	184	1066
Out.	3249	1690	319	1240
1997				
Abr.	3484	1957	223	1304
Out.	4495	1699	246	2550
1998				
Abr.	4398	1834	337	2227
Out.	6054	2271	446	3337
1999				
Abr.	2099	1151	255	693
Out.	2180	1054	246	880
Varição (%):.....				
Out. 1998/Out. 1999. . .	-64.0	-53.6	-44.8	-73.6
Abr. 1999/Out. 1999. . .	3.9	-8.4	-3.5	27.0

Gráfico 2.2
MERCADO CAMBIAL TRADICIONAL
Distribuição por instrumentos



Na **distribuição por moedas**, e comparando, com as já referidas cautelas, o *turnover* expurgado das transacções intra-moedas da UE11, os resultados dos inquéritos de 1999 não parecem sugerir alterações de estrutura importantes, tendo a generalidade das moedas registado diminuições de *turnover*. Com efeito, a queda das transacções com moedas do euro, esteve igualmente associada a uma diminuição das operações com o dólar, dado

Gráfico 2.3
MERCADO CAMBIAL TRADICIONAL
Distribuição por moedas (Out.99)^(a)



Nota:

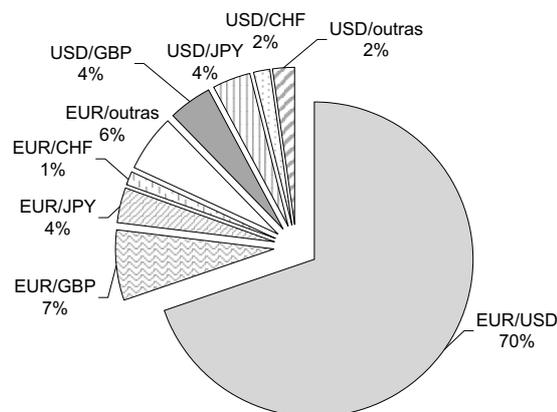
(a) Nos derivados cambiais a desagregação por moedas totaliza 200 % do total das transacções porque são contabilizados os dois lados de cada operação.

o seu já referido papel de moeda-veículo nas transacções. Assim, estas duas moedas ocupam a posição de moedas mais importantes, entrando em mais de 80% das transacções realizadas no mercado cambial tradicional. Apesar da inicial preferência pelo dólar no período após a introdução do euro, constata-se que tal tendência foi posteriormente invertida a favor da moeda europeia, ocupando esta a primeira posição nas transacções em Outubro de 1999 (gráfico 2.3).

Entre as restantes moedas, salienta-se apenas que o ganho extraordinário de peso registado pela libra esterlina em Abril de 1999, foi sobretudo induzido pela queda transitória de importância do euro no período imediato à sua criação, não reflectindo uma preferência pelas operações com a libra, a qual em termos de *turnover* continuou em queda. Neste contexto, o facto de simultaneamente se ter registado alguma recuperação nos volumes transaccionados com o euro permitiu um retorno das quotas por moeda a um padrão algo idêntico ao existente antes da introdução do euro.

O euro/dólar foi o par de moedas mais transaccionado substituindo, assim, o papel anteriormente desempenhado pelos pares das diferentes moedas da UE11 face ao dólar. Paralelamente, os dados sugerem alguma tendência para uma maior actividade em pares de moedas envolvendo outras

Gráfico 2.4
MERCADO CAMBIAL TRADICIONAL
Distribuição por pares de moedas (Out.99)



Quadro 2.3

MERCADO CAMBIAL TRADICIONAL
Distribuição por tipo de contrapartes

Em percentagem do total

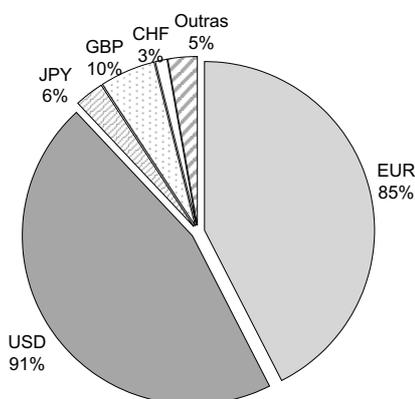
	1998		1999	
	Out.	Out.	Out.	Out.
Empresas financeiras	85	85	85	85
Residentes	13	10	10	10
Não residentes	72	75	75	75
Clientes não financeiros	15	15	15	15
Residentes	12	14	14	14
Não residentes	3	1	1	1
	100	100	100	100
Total residentes	25	24	24	24
Total não residentes	75	76	76	76

moedas europeias não pertencentes ao euro, como a dracma grega, as coroas norueguesa, dinamarquesa e sueca (gráfico 2.4).

Também no que respeita ao **tipo de contrapartes** envolvidas nas transacções não se detectaram movimentos relevantes, continuando 85% do *turnover* total a ser transaccionado com empresas financeiras e cerca de 75% com entidades não residentes (quadro 2.3).

Os volumes transaccionados no **mercado de produtos derivados OTC**, após o assinalável desenvolvimento no triénio 95-98, registaram uma contracção de cerca de 60% em 1999. Em Outubro de 1999, o volume diário médio de transacções em produtos derivados cambiais reduziu-se para 1.1

Gráfico 2.5
DERIVADOS CAMBIAIS OTC
Distribuição por moedas (Out.99)^(a)



Nota:

(a) Nos derivados cambiais a desagregação por moedas totaliza 200 % do total das transacções porque são contabilizados os dois lados de cada operação.

mil milhões de dólares, montante idêntico ao apurado nos inquéritos de 1995, e o dos produtos derivados sobre taxas de juro diminuiu, embora em menor escala, para 0.6 mil milhões de dólares, numa dimensão comparável com os resultados dos inquéritos de 1996.

Dado que as transacções de **derivados cambiais** continuaram a cingir-se quase exclusivamente aos *forwards* cambiais (*outright forwards* e *foreign exchange swaps*), os principais desenvolvimentos coincidem no geral com os já relatados na análise do mercado cambial tradicional. Refira-se, no entanto, no caso dos derivados cambiais, a manutenção, na **distribuição por moedas**, da posição preponderante do dólar, logo seguida do euro (inversamente ao detectado para o total do mercado tradicional), e a perda de importância relativa do iene a favor sobretudo da libra esterlina, que detém agora a posição de terceira moeda mais importante (gráfico 2.5).

A estrutura por **tipo de contrapartes** revelou-se, entretanto, menos estável do que a detectada para o total do mercado cambial tradicional, sugerindo os dados uma tendência para a perda de importância das transacções com empresas financeiras a favor das efectuadas com clientes não financeiros. Esta alteração não correspondeu todavia a um aumento efectivo em termos de *turnover*

Quadro 2.4

DERIVADOS CAMBIAIS OTC
Distribuição por tipo de contrapartes

Em percentagem do total

	1998	1999	1999
	Out.	Abr.	Out.
Empresas financeiras.	91	80	87
Residentes.	12	7	9
Não residentes.	79	73	78
Clientes não financeiros ...	9	20	13
Residentes.	7	16	12
Não residentes.	2	4	1
	100	100	100
Total residentes.	19	23	21
Total não residentes.	81	77	79

com contrapartes não financeiras, o qual tem vindo a reduzir-se desde Outubro de 1998, antes resultou da significativa diminuição do *turnover* com empresas financeiras, principal contraparte nas operações que mais se contraíram com o aparecimento do euro (os *fxswaps*). Recorde-se, por memória, que as empresas financeiras eram contrapartes em cerca de 85% das transacções de *foreign exchange swaps* em Outubro de 1998, percentagem que subiu para 93% em Outubro de 1999 (quadro 2.4).

No mercado de **derivados sobre taxas de juro OTC**, o movimento mais relevante foi registado pelos FRA, cujo *turnover* diminuiu 67%. Este decréscimo, que foi mais notório nas operações contratadas para prazos entre 1 mês e 1 ano, onde habitualmente eram mais transaccionadas, terá estado associado à eliminação da arbitragem entre as taxas de juro das moedas que compõem o euro. Em Outubro de 1999, no entanto, observou-se uma redução da maturidade média dos FRA, que passaram a ser mais transaccionados no prazo de 7 dias a 1 mês (quadro 2.5 e gráfico 2.6).

Inversamente, os IRS registaram um incremento expressivo (de 35%), fruto sobretudo do aumento das transacções em prazos superiores a 1 mês, em que tradicionalmente são mais transaccionados, em particular nos prazos entre 1 mês e 1 ano, o que em certa medida reflectirá o desenvolvimento em aplicações de *swaps* envolvendo a taxa *overnight* do euro — os denominados *eónia swaps* (gráfico 2.7).

Estes movimentos traduziram-se numa perda de importância dos FRA (para 55%), que manteve-

Quadro 2.5

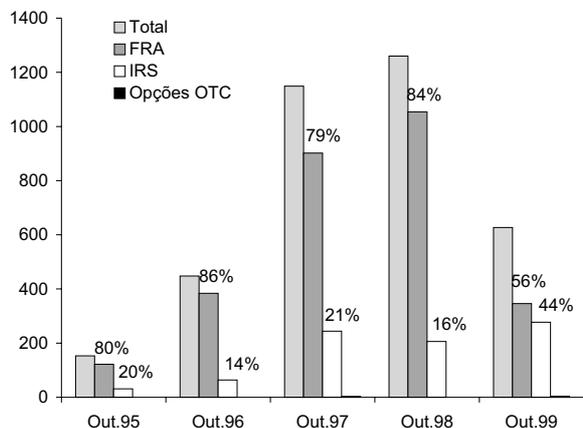
DERIVADOS DE TAXA DE JURO OTC
Volume diário médio de transacções

Milhões de dólares

	Total	FRA	IRS	Opções OTC
1995				
Abr.	61	55	6	0
Out.	153	122	31	0
1996				
Abr.	291	260	31	0
Out.	448	384	64	0
1997				
Abr.	1501	1331	170	0
Out.	1149	902	244	3
1998				
Abr.	998	801	157	40
Out.	1260	1054	206	0
1999				
Abr.	533	345	186	2
Out.	627	346	277	4
Variação (%):				
Out. 1998 /Out. 1999.	-50.2	-67.2	34.5	-
Abr. 1999 /Out. 1999	17.6	0.3	48.9	100.0

Gráfico 2.6

DERIVADOS SOBRE TAXAS DE JURO OTC
Volume diário médio de transacções



ram, no entanto, a sua posição dominante, por contrapartida de um ganho dos IRS (para 44%) neste mercado, do que resultou uma aproximação dos respectivos pesos.

O mercado de derivados sobre taxas de juro continuou, entretanto, a ser caracterizado pela incidência em aplicações sobre taxas de juro de *moedas* pertencentes ao euro e pela exploração

Gráfico 2.7

IRS
Desagregação por prazos (Out.99)

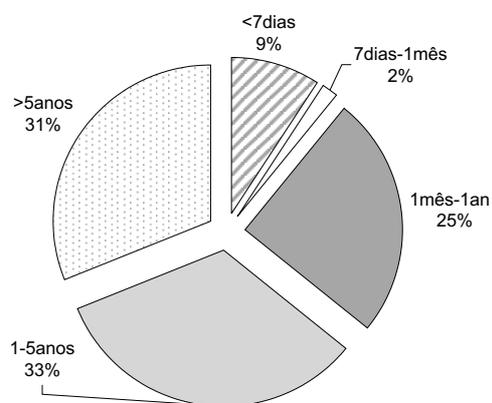
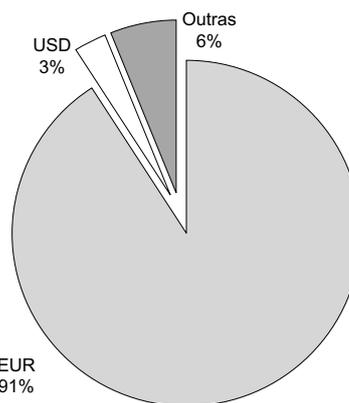


Gráfico 2.8

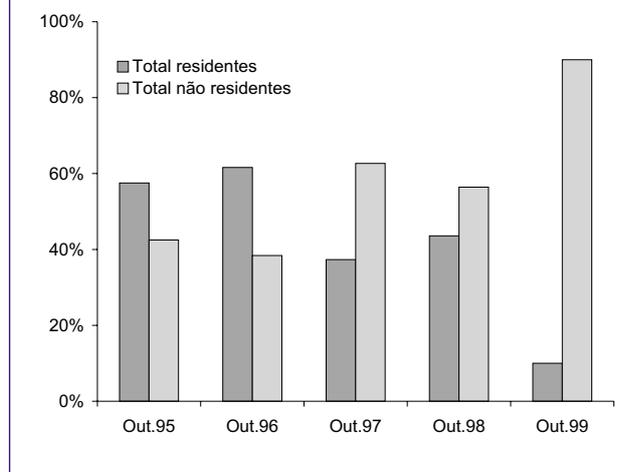
DERIVADOS SOBRE TAXAS DE JURO OTC
Desagregação por taxas de juro (Out.99)



transitória de “nichos” de mercado, de dimensão muito volátil. Em Outubro de 1999, a importância destas aplicações situou-se em 5% (quando em Abril de 1999 tinha ascendido a 15%), tendo envolvido taxas de juro sobre o dólar canadiano, as coroas sueca e dinamarquesa e a dracma grega (gráfico 2.8).

Cerca de 90% do *turnover* total em derivados sobre taxas de juro foi transaccionado com entidades não residentes, o que representa um acréscimo assinalável de importância deste *tipo de contrapartes* nas transacções (por memória, o seu peso situava-se em 56% em Outubro de 1998). Este movimento fez-se sobretudo à custa da diminuição da

Gráfico 2.9
DERIVADOS SOBRE TAXAS DE JURO OTC
Desagregação por tipo de contrapartes



Quadro 2.6

DERIVADOS SOBRE TAXAS DE JURO OTC
Distribuição por tipo de contrapartes

Em percentagem do total

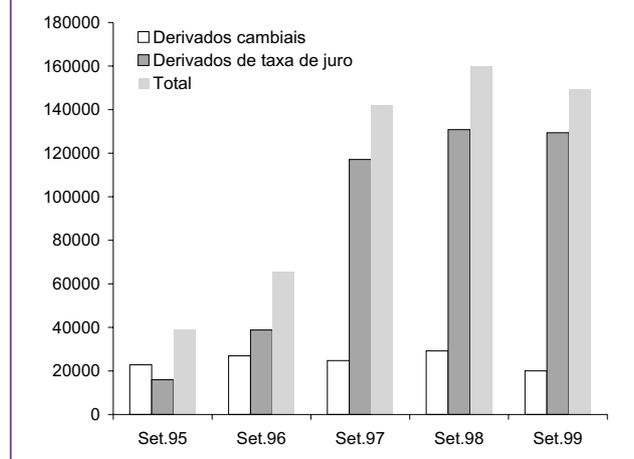
	1995	1996	1997	1998	1999
	Out.	Out.	Out.	Out.	Out.
Empresas financeiras	95	96	99	99	87
Residentes	53	58	37	44	4
Não residentes.	42	38	62	55	83
Clientes não financeiros.	5	4	1	1	13
Residentes	5	4	0	0	6
Não residentes.	0	0	1	1	7
	100	100	100	100	100

participação das empresas financeiras residentes nas transacções, em particular nos FRA. As operações com clientes não financeiros, entretanto, que tinham um peso insignificante anteriormente, aumentaram de peso, passando a representar cerca de 13% do total (gráfico 2.9 e quadro 2.6).

Montantes em carteira

De acordo com os resultados dos inquéritos semestrais do Banco de Portugal realizados em 1999, os montantes nominais das posições em aberto de derivativos OTC reduziram-se apenas ligeiramente face ao ano anterior. Para esta evolução contribuiu sobretudo a significativa redução verificada pelos derivativos cambiais, determinada, em grande medida, pela introdução do euro, uma vez que as posições de derivativos sobre taxas de juro se mantiveram praticamente inalteradas. Neste contexto, o

Gráfico 2.10
POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS OTC



peso dos instrumentos sobre taxas de juro no total das carteiras registou um novo aumento (à semelhança do verificado em termos das transacções), situando-se em Setembro de 1999 em cerca de 87% (gráfico 2.10).

Os **derivados cambiais**, que desde 1995 até 1998 não haviam registado variações significativas em termos das posições em aberto, apresentaram em 1999 uma redução assinalável (embora de menor amplitude do que a verificada em termos de *turnover*), com os montantes nominais a registarem os valores mais baixos desde que esta informação é recolhida (quadro 2.7).

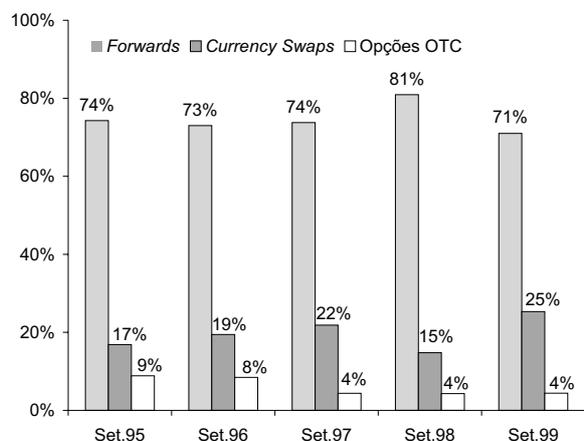
Quadro 2.7

DERIVADOS CAMBIAIS OTC
Montantes em carteira

Milhões de dólares

	Total	Forwards	Currency Swaps	Opções OTC
1995				
Mar.	26955	20009	3595	3351
Set.	22865	16987	3854	2024
1996				
Mar.	25238	19656	3507	2075
Set.	26977	19445	5247	2285
1997				
Mar.	21910	16645	3430	1835
Set.	24742	18256	5405	1081
1998				
Mar.	25336	18558	5049	1729
Set.	29180	23611	4315	1254
1999				
Mar.	19549	14903	3012	1634
Set.	20029	14073	5073	883
Varição (%):				
Set. 1998/Set.1999	-31.4	-40.4	17.6	-29.6
Mar. 1999/Set. 1999.	2.5	-5.6	68.4	-46.0

Gráfico 2.11
**POSIÇÕES EM ABERTO DE
 DERIVADOS CAMBIAIS OTC**
 Desagregação por instrumentos

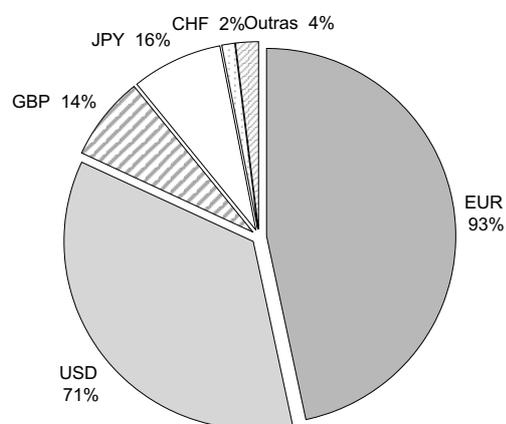


A diminuição verificada nos instrumentos sobre taxa de câmbio ficou a dever-se quase exclusivamente à contracção das posições em *forwards*, que mais do que compensou o aumento verificado pelos *currency swaps*. Deste modo, assistiu-se a uma alteração do peso relativo dos diferentes instrumentos face a 1998 (redução da quota dos *forwards* a par de um aumento do peso dos *currency swaps*) retornando-se à estrutura registada nos anos anteriores (gráfico 2.11).

Em termos da **desagregação por moedas**, importa salientar que, apesar de se ter verificado uma contracção, em valores absolutos das posições denominadas em euros (se comparadas com as posições que em 1998 eram denominadas nas moedas que actualmente pertencem ao euro), em termos de pesos relativos o euro apresenta uma posição dominante, com 93% das posições, sendo seguido pelo dólar com 71% e pela libra esterlina e pelo iene com cerca de 15%. De realçar que, em termos absolutos, também o dólar registou um decréscimo, enquanto a libra esterlina e, em menor escala o iene, registaram aumentos significativos. Importa ainda referir que esta evolução não foi homogénea entre os diferentes instrumentos, de facto, no que se refere aos *currency swaps*, verificou-se um aumento das posições denominadas em euros, mesmo em termos absolutos (gráfico 2.12).

A análise da decomposição por **contrapartes** dos dados recolhidos permite identificar algumas

Gráfico 2.12
**POSIÇÕES EM ABERTO DE
 DERIVADOS CAMBIAIS OTC**
 Desagregação por moedas (Set. 99)^(a)



Nota:

(a) Nos derivados cambiais a desagregação por moedas totaliza 200% do total das posições porque são contabilizados os dois lados de cada operação.

alterações em consequência da introdução da moeda única. Por um lado, o ligeiro aumento da quota dos clientes não financeiros, que já se havia registado em 1998, acentuou-se em 1999, com esta contraparte a deter cerca de 45% das posições; de facto, enquanto as posições em aberto detidas por clientes não financeiros se mantiveram aos níveis de 1998, as detidas por instituições financeiras registaram uma redução para cerca de metade. Esta evolução estará associada aos desenvolvimentos já descritos em termos das transacções: ter-se-á assistido a alguma substituição da obtenção de crédito no mercado cambial interbancário pelo recurso directo ao mercado monetário. Por outro lado, assistiu-se a uma ligeira redução do peso das contrapartes não residentes, o que reflecte igualmente a contracção das posições das instituições financeiras (que detêm cerca de 85% das posições de não residentes). As evoluções atrás descritas verificaram-se de uma forma generalizada nos vários instrumentos (quadro 2.8).

No **segmento dos derivados OTC sobre taxas de juro**, após os fortes crescimentos verificados até 1997, registou-se em 1998 e 1999 uma relativa manutenção (quadro 2.9).

A queda muito acentuada registada pelos FRA foi compensada pelo aumento dos *interest rate*

Quadro 2.8

**POSIÇÕES EM ABERTO
DE DERIVADOS CAMBIAIS OTC**
Desagregação por contrapartes

Em percentagem do total

	1995	1996	1997	1999	1999
	Set.	Set.	Set.	Set.	Set.
Empresas financeiras	75	77	79	71	57
Residentes	13	11	7	11	7
Não residentes	62	66	72	60	50
Clientes não financeiros . .	25	23	21	29	43
Residentes	24	19	20	21	32
Não residentes	1	4	1	8	11
Total residentes	37	30	27	32	39
Total não residentes	63	70	73	68	61

Quadro 2.9

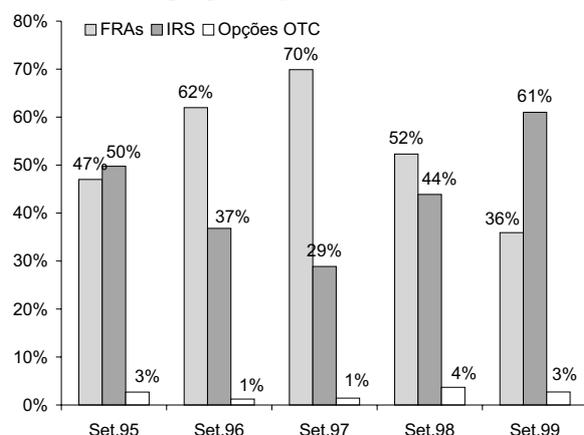
DERIVADOS SOBRE TAXAS DE JURO OTC
Montantes em carteira

Milhões de dólares

	Total	FRA	IRS	Opções OTC	Outros OTC
1995					
Mar.	7552	2707	4845	0	0
Set.	15968	7591	7947	430	0
1996					
Mar.	28488	17709	10293	486	0
Set.	38805	24046	14282	477	0
1997					
Mar.	83853	63373	19472	1008	0
Set.	117103	81229	33809	1664	401
1998					
Mar.	133178	84711	44773	3440	254
Set.	130838	68420	57405	4821	192
1999					
Mar.	130574	66449	62424	1701	0
Set.	129402	46470	78945	3511	476
Variação (%):					
Set. 1998/ Set. 1999 . .	-1.1	-32.1	37.5	-27.2	147.9
Mar. 1999/ Set. 1999 . .	-0.9	-30.1	26.5	106.4	-

swaps. Esta evolução traduziu-se numa alteração significativa do peso relativo dos diferentes instrumentos. Contrariamente ao que se verifica nas transacções, os FRA deixaram de ser o instrumento com maior peso nas carteiras das instituições, lugar que passou a ser ocupado pelos IRS (gráfico 2.13).

Gráfico 2.13
**POSIÇÕES EM ABERTO
DE DERIVADOS SOBRE TAXAS DE JURO OTC**
Desagregação por instrumentos



Em termos da *desagregação por moedas* e analisando o peso relativo da taxa de juro de cada divisa, constata-se alguma redução da quota das taxas de juro das moedas que presentemente constituem o euro, em contrapartida de um ligeiro aumento da quota de diversas outras moedas, nomeadamente moedas europeias não pertencentes à zona euro (como por exemplo a coroa sueca, o franco suíço e as coroas dinamarquesa e norueguesa). Com a introdução do euro e a criação de um mercado global, desapareceram as hipóteses de investimento nas moedas da zona euro, pelo que os investidores terão procurado investimentos alternativos. Importa, no entanto, salientar que a taxa de juro do euro é claramente a taxa preferencial em termos das posições, apresentando uma quota de 73% (gráfico 2.14).

Analisando a evolução de cada instrumento, verifica-se que embora a redução do peso da taxa de juro do euro seja generalizada, em termos absolutos regista-se um aumento das posições detidas em euros nos IRS, enquanto nos FRA se assiste a uma significativa redução.

Relativamente às *contrapartes* verificou-se em 1999 um acentuar da predominância dos não residentes, que se ficou a dever, exclusivamente, ao incremento verificado pelas contrapartes financeiras. De facto, os clientes não financeiros, que haviam registado em 1998 um aumento do peso relativo, voltaram em 1999 a deter um peso sem significado. Esta evolução foi generalizada aos diferentes

Gráfico 2.14
**POSIÇÕES EM ABERTO
 DE DERIVADOS SOBRE TAXAS DE JURO OTC**
 Desagregação por moedas (Set 99)

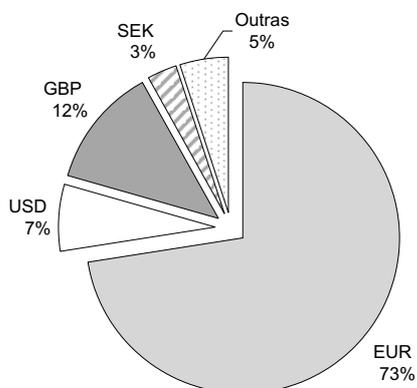
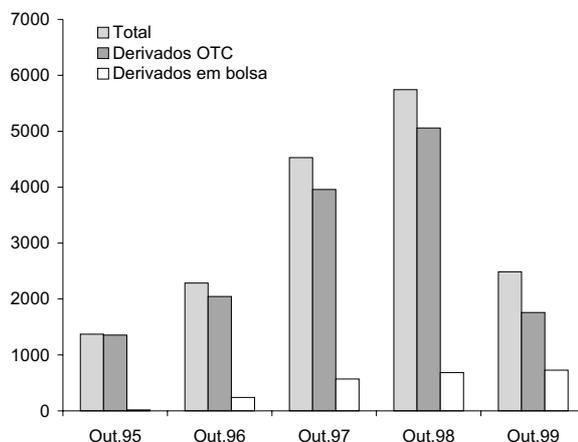


Gráfico 2.15
**TRANSACÇÕES DE DERIVADOS
 OTC E EM BOLSA**



Quadro 2.10

**POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS
 SOBRE TAXAS DE JURO OTC**
 Desagregação por contrapartes

Em percentagem do total

	1995	1996	1997	1998	1999
	Set.	Set.	Set.	Set.	Set.
Empresas financeiras	91	95	98	90	95
Residentes.....	36	38	32	28	13
Não residentes.....	55	57	66	62	82
Clientes não financeiros	9	5	2	10	5
Residentes.....	9	5	2	2	3
Não residentes.....	0	0	0	8	2
	100	100	100	100	100
	100	100	100	100	100
Total residentes	45	43	34	30	16
Total não residentes	55	57	66	70	84

instrumentos derivados sobre taxas de juro (quadro 2.10).

2.2 Mercado organizado

Ao contrário do que sucedeu no mercado OTC, o *turnover* aumentou no mercado de bolsa (cerca de 6%), o que se traduziu no aumento da importância relativa das operações transaccionadas em bolsa, que passaram a deter um peso próximo dos 30% no total global das transacções de produtos derivados sobre taxas de câmbio e de juro (gráfico 2.15).

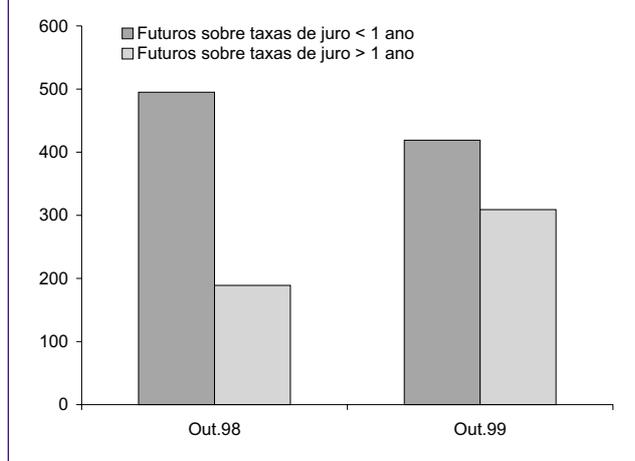
As operações em bolsa continuaram, no entanto, a restringir-se quase exclusivamente aos futuros sobre taxas de juro, tendo o desaparecimento das transacções com a BVLP sido mais do que compensado pelo incremento das aplicações em bolsas estrangeiras, em particular em contratos sobre taxas de juro superiores a 1 ano. Com efeito, após a criação do euro assistiu-se ao progressivo desaparecimento da negociação de contratos sobre taxas de juro na bolsa de derivados portuguesa, não tendo o contrato sobre a LISBOR a 3 meses e o contrato sobre a OT a 10 anos sido transaccionados em Outubro de 1999. Neste mês, as bolsas estrangeiras já se assumiam como a única contraparte neste tipo de transacções.

Os contratos denominados em euros, foram os preferencialmente escolhidos nas transacções em bolsa (74%), em substituição da já anterior opção dominante pelas moedas da UE11. As restantes aplicações limitaram-se às taxas de juro do dólar (18%), da libra esterlina (7%) e do iene (1%).

Comparando com os resultados do inquérito de Outubro de 1998, salientam-se como principais movimentos:

- i) a diminuição ligeira do *turnover* denominado em euros, face ao apurado para as transacções sobre taxas de juro do conjunto das moedas da UE11;
- ii) o incremento do volume de transacções em contratos sobre o dólar;

Gráfico 2.16
TRANSACÇÕES DE FUTUROS
SOBRE TAXAS DE JURO



- iii) a continuação da ausência de expressão de aplicações sobre taxas de juro de outras moedas que não o euro, o dólar, a libra esterlina e o iene;
- iv) e o aumento expressivo do *turnover* nos contratos de futuros sobre taxas de juro superiores a 1 ano, a par da diminuição nos contratos sobre taxas de juro inferiores a 1 ano, apesar de estes manterem a habitual posição relativa de predominância sobre os primeiros (gráfico 2.16).

3. GRAU DE CONCENTRAÇÃO NOS MERCADOS DE CÂMBIOS E DE PRODUTOS DERIVADOS

A informação sobre as transacções recolhida nos inquéritos realizados em 1999 aponta para um aumento do grau de concentração no mercado cambial e para uma relativa estabilização no mercado de derivados sobre taxas de juro. No entanto, importa referir que o número de bancos que reportaram actividade nos diferentes segmentos em

Quadro 3.1

VOLUMES TRANSACCIONADOS Indicadores de concentração

	n ^(a)	Q 3	Q 6
<i>Spot</i>			
Out. 1996	30	54.3	85.1
Out. 1997	29	62.8	85.2
Out. 1998	28	56.3	82.4
Out. 1999	28	67.1	85.2
<i>Derivados cambiais</i>			
Out. 1996	22	68.9	86.7
Out. 1997	23	69.0	87.3
Out. 1998	26	61.6	87.6
Out. 1999	26	75.3	86.3
<i>Derivados taxa juro</i>			
Out. 1996	11	67.5	92.9
Out. 1997	14	69.7	93.2
Out. 1998	15	71.6	96.1
Out. 1999	13	68.6	92.4

Nota:

(a) Ver nota (4) em pé-de-página.

análise se manteve relativamente estável após a introdução do euro (quadro 3.1).

A análise da quota das instituições financeiras⁽⁴⁾ revela o reforço do peso relativo das três entidades mais activas no mercado cambial. No entanto, quando considerado o conjunto das seis maiores instituições, verifica-se uma relativa manutenção do grau de concentração, situando-se a sua quota acima de 85%.

Saliente-se que o grau de concentração das transacções continua a ser superior no segmento dos derivados cambiais do que nas transacções *spot*.

Relativamente aos derivados sobre taxas de juro não se registaram alterações significativas em termos do grau de concentração, continuando seis entidades participantes a deter mais de 90% do total transaccionado neste segmento. De referir que o número de instituições a transaccionar derivados sobre taxas de juro foi, em 1999, metade do número das que operam no segmento dos derivados cambiais, não se alterando assim a realidade observada nos anos anteriores.

(4) 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 várias instituições que compõem um mesmo grupo e não o seu peso individual.

O SISTEMA BANCÁRIO NO PRIMEIRO SEMESTRE DE 2000

1. INTRODUÇÃO

No primeiro semestre de 2000, a actividade dos bancos em Portugal ficou marcada pela concretização de um conjunto de operações de aquisição no sector, que conduziram a um aumento da concentração na generalidade dos segmentos da sua actividade doméstica. O crescimento do crédito ao sector privado manteve-se elevado, em particular o crédito a sociedades não financeiras, o qual não evidenciou sinais de desaceleração. Por seu lado, a subida das taxas de juro no início da segunda metade de 1999 e a existência de expectativas no sentido de aumentos adicionais, em conjugação com os níveis de endividamento já atingidos, deverão ter contribuído para uma desaceleração no ritmo de crescimento do crédito a particulares.

Em face da manutenção de um ritmo de crescimento do crédito bancário superior a 25 por cento e do aumento significativo nas imobilizações financeiras resultante das operações de consolidação concretizadas neste período, os activos totais dos bancos registaram um aumento na respectiva taxa de crescimento⁽¹⁾. Por outro lado, a posição do conjunto dos bancos reforçou-se durante o pe-

ríodo em análise em termos de rentabilidade e eficiência. Na verdade, no primeiro semestre de 2000, a rentabilidade líquida do activo e dos capitais próprios aumentou por comparação com o período homólogo de 1999. Os lucros líquidos aumentaram 21 por cento e representaram 12.4 por cento dos capitais próprios (11.3 por cento em 1999). Estes níveis de rentabilidade reflectiram o menor crescimento dos custos administrativos, a recuperação dos lucros em operações financeiras e o crescimento acentuado das comissões, que compensaram a descida da margem financeira em percentagem do activo médio, num contexto em que, em linha com a fase do ciclo económico, se assistiu à manutenção da trajetória de descida das taxas de incumprimento das carteiras de crédito. Neste contexto de melhoria da rentabilidade, o rácio entre os custos administrativos e o produto bancário, usualmente utilizado para medir a eficiência das instituições, situou-se abaixo de 50 por cento, um valor internacionalmente significativo.

Em termos de solvabilidade, apesar da descida do rácio regulamentar dos fundos próprios, o aumento da totalidade das provisões para crédito para 139.7 por cento do total do crédito em incumprimento (128.6 por cento em Dezembro 1999) e a descida deste para 2 por cento do crédito total (2.2 por cento no final de 1999), reforçaram a solidez da posição dos bancos.

No entanto, o rácio médio de adequação dos fundos próprios decresceu de forma sensível entre Junho de 1999 e Junho de 2000. Subjacente a este resultado está o facto da forte expansão da carteira de crédito ter sido acompanhada de um crescimento mais moderado dos fundos próprios, bem como do acentuado aumento das deduções aos fundos próprios neste período, que ficou a dever-se, em grande parte, ao acréscimo das imobili-

(1) Salvo referência em contrário, o agregado considerado na presente secção refere-se ao conjunto dos bancos, da Caixa Geral de Depósitos e da Caixa Económica Montepio Geral, com excepção dos bancos com sede no *off-shore* da Madeira, cuja actividade se desenvolve predominantemente com não-residentes e tem uma correspondência reduzida com as condições económicas domésticas. São consideradas como bancos, e incluídas no agregado, as sucursais de instituições de crédito com sede em outro Estado-membro da União Europeia, com excepção daquelas que não sejam classificáveis como instituições financeiras monetárias. Além disso, os dados apresentados referem-se à actividade global, *i.e.*, integram a actividade desenvolvida nas agências domésticas e no exterior, incluindo a actividade *off-shore*, para cada instituição considerada individualmente e não em termos consolidados. Para a apreciação pelo mercado dos bancos cotados na Bolsa são mais relevantes os dados consolidados.

zações financeiras decorrente das operações de aquisição concretizadas no primeiro semestre de 2000. O grau de permanência da redução verificada neste rácio dependerá, em larga medida, da consolidação da reestruturação do sector, no seguimento das já mencionadas operações de aquisição, permitindo a recomposição dos fundos próprios dos bancos envolvidos.

À semelhança do sucedido nos últimos anos, a continuação de um crescimento dos activos a taxa superior ao da captação de recursos de clientes, conduziu os bancos a terem que realizar aumentos de capital e a recorrer aos mercados monetários internacionais e à emissão de obrigações.

O nível de endividamento do sector privado deverá apresentar novamente, no conjunto do ano 2000, um aumento significativo. Os encargos com juros das famílias e das empresas, em percentagem, respectivamente do rendimento disponível e do PIB, deverão registar uma subida, em consequência do forte crescimento do endividamento de ambos os sectores e do aumento das taxas de juro já verificada até ao momento.

A taxa de crescimento dos preços da habitação manteve-se relativamente estável durante o primeiro semestre de 2000, em níveis inferiores aos máximos verificados em meados de 1999, em linha com a desaceleração do crédito à habitação iniciada na segunda metade de 1999. A despeito de os créditos à habitação terem registado uma desaceleração ao longo do primeiro semestre de 2000, a manutenção de um forte crescimento deste segmento do mercado de crédito, assim como do conjunto de outros segmentos relacionados com o sector imobiliário, continuou a reflectir-se num peso acrescido das actividades relacionadas com este sector no total do crédito concedido pelos bancos.

O aumento das taxas de juro e o nível de endividamento já atingido pelo sector privado, reforçarão as desacelerações da procura interna e da expansão do crédito. Esta evolução levará os bancos a conter também o recurso ao endividamento externo que tem apresentado um crescimento acelerado nos últimos anos.

2. ESTRUTURA DO MERCADO BANCÁRIO

O sistema bancário português conheceu nos últimos anos um processo de reestruturação particularmente dinâmico, que se manifestou nomeada-

Quadro 2.1

QUOTA DE MERCADO DOS CINCO MAIORES GRUPOS BANCÁRIOS

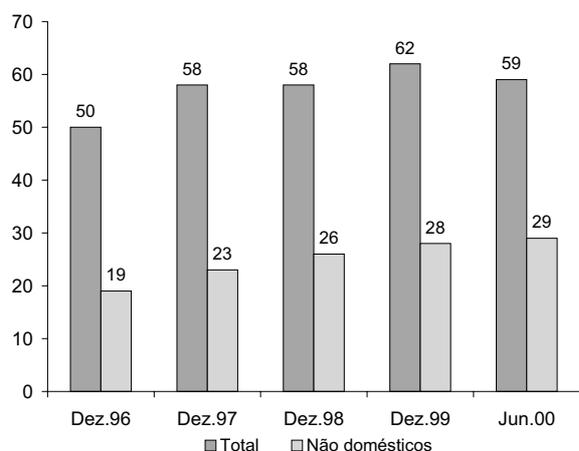
	1995	1996	1997	1998	1999	2000
	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Jun.
Crédito a clientes	76.0	79.6	77.3	76.9	75.0	82.8
Recursos de clientes	80.6	84.9	82.8	81.7	80.3	85.1
Activo	77.6	83.0	78.1	77.1	75.1	84.1
Balcões	79.4	78.3	76.0	76.5	75.8	86.5

Nota: São considerados no cálculo os bancos com sede no *off-shore* da Madeira.

mente em fusões e aquisições envolvendo as instituições de maior dimensão. Prosseguindo essa tendência, assistiu-se a um conjunto de operações de consolidação no primeiro semestre de 2000 que conduziram a maior concentração do mercado. De facto, os bancos que, no final de 1999, operavam no seio dos seis maiores grupos bancários passaram, no final do primeiro semestre de 2000, a estar integrados apenas em cinco grupos. Este facto traduziu-se num acréscimo significativo da quota de mercado dos cinco maiores grupos bancários na generalidade dos segmentos em que operam.

Avaliando a quota do conjunto de bancos pertencentes aos cinco maiores grupos bancários num conjunto de variáveis utilizadas usualmente para aferir a dimensão das instituições, podemos verificar que os activos desse conjunto de bancos representavam 84.1 por cento do total dos activos do agregado do sistema bancário no final de Junho de 2000, valor que compara com 75.1 por cento em Dezembro de 1999 (quadro 2.1). No crédito a clientes a evolução foi semelhante, passando a quota de mercado dos cinco maiores grupos de 75.0 por cento em Dezembro de 1999 para 82.8 por cento em Junho de 2000, enquanto no número de balcões os valores correspondentes foram de 75.8 por cento em Dezembro de 1999 e de 86.5 por cento em Junho de 2000. No que diz respeito aos recursos captados junto de clientes o aumento de quota foi menos acentuado, embora também significativo (de 80.3 por cento em Dezembro de 1999 para 85.1 por cento em Junho de 2000). Refira-se ainda que o movimento no sentido da concentração de merca-

Gráfico 2.1
NÚMERO DE BANCOS



Nota: Todas as instituições financeiras monetárias, incluindo os bancos com sede e actividade exclusiva no *off-shore* da Madeira.

do observado no primeiro semestre de 2000 conduziu a uma aumento da quota de mercado dos dois maiores grupos bancários, cuja quota de mercado conjunta aumentou de cerca de 40 por cento nas variáveis analisadas, em Dezembro de 1999, para cerca de 50 por cento em Junho de 2000.

Igualmente como reflexo das referidas operações de consolidação, o número de bancos em actividade reduziu-se para 59 no final de Junho de 2000 em consequência da fusão ocorrida no seio de um grupo bancário, na qual uma das instituições incorporou outras duas instituições do grupo, e da reorganização de um grupo bancário estrangeiro que resultou na incorporação de uma sucursal numa filial desse grupo (gráfico 2.1). No primeiro semestre de 2000 o número de instituições não domésticas em actividade aumentou para 29, o que resultou do saldo líquido da aquisição de dois bancos com actividade de retalho por parte de um grupo bancário não doméstico já com actividade anterior em Portugal e da referida incorporação de uma sucursal de um banco estrangeiro. Esta aquisição teve reflexos significativos na quota de mercado dos bancos não domésticos⁽²⁾, passando o

(2) Compreende as filiais (na acepção de instituições com sede em Portugal, cujo capital é maioritariamente detido por grupos bancários sediados em outros países) e sucursais de bancos estrangeiros, incluindo as sucursais de bancos sediados na União Europeia.

Quadro 2.2

QUOTA DE MERCADO DOS BANCOS NÃO DOMÉSTICOS

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Jun.
Crédito a clientes (bruto)...	8.0	7.6	8.3	8.8	11.2	19.3
Recursos de clientes	5.8	4.9	6.2	6.2	6.8	17.3
Activo	8.4	7.6	11.7	11.6	12.7	20.5
Balcões	7.9	7.2	7.2	7.1	6.8	15.9

Nota: são considerados no cálculo os bancos com sede no *off-shore* da Madeira.

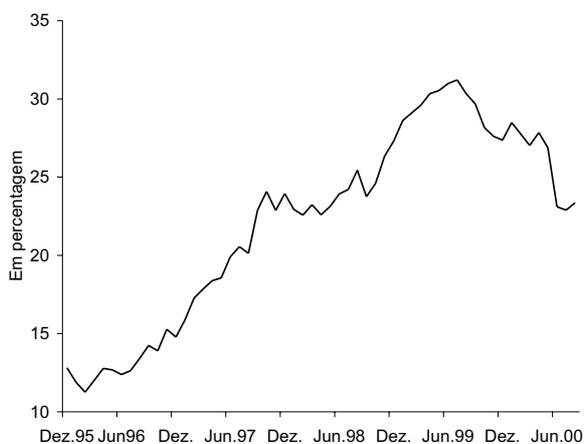
activo destas instituições a representar 20.5 por cento do activo do agregado do sistema em Junho de 2000 (12.7 por cento em Dezembro de 1999), enquanto a quota de mercado dos bancos não domésticos no crédito concedido a clientes aumentou de 11.2 por cento em Dezembro de 1999 para 19.3 por cento em Junho de 2000 (quadro 2.2). De entre as variáveis tomadas para análise, as maiores subidas de quota foram observadas nos recursos de clientes e no número de balcões, variáveis em que os bancos não domésticos tinham historicamente expressão mais reduzida. Com efeito, os bancos não domésticos aumentaram a quota de mercado no total de recursos captados pelo sistema bancário junto de clientes para 17.3 por cento em Junho de 2000 (6.8 por cento em Dezembro de 1999), enquanto a expressão da respectiva rede de balcões aumentou de 6.8 por cento do total de balcões do sistema bancário em Dezembro de 1999 para 15.9 por cento em Junho de 2000.

3. DESENVOLVIMENTOS NA ACTIVIDADE DOS BANCOS

3.1 Desenvolvimentos no mercado de crédito

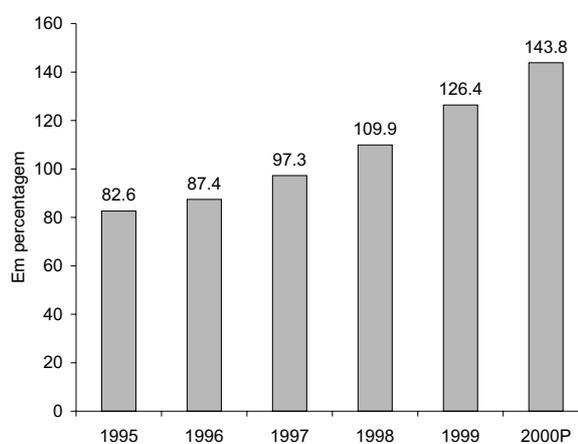
Os baixos níveis do endividamento agregado do sector privado registados até ao princípio da década de 90 em Portugal, quando comparados com os observados na generalidade das economias desenvolvidas, eram justificados, essencialmente, pelas restrições de liquidez no acesso ao crédito associadas aos níveis (e volatilidade) das taxas de juro nominais, que persistiram em Portugal durante toda a década de 80 e princípios da década de 90.

Gráfico 3.1
**EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS AO SECTOR
 PRIVADO NÃO FINANCEIRO**
 Taxa de variação homóloga



Fonte: Estatísticas Monetárias e Financeiras.

Gráfico 3.2
**ENDIVIDAMENTO DO SECTOR PRIVADO
 NÃO FINANCEIRO^(a)**
 Em percentagem do PIB



Nota:

(a) Inclui as empresas não financeiras e os particulares.

No processo de convergência nominal observado em Portugal, durante o qual as taxas de juro nominais registaram um decréscimo gradual e contínuo, os agentes privados formaram expectativas sucessivamente mais baixas para os níveis de taxas de juro que viriam a registar-se no médio prazo, o que lhes permitiu o alívio das restrições de liquidez no acesso ao crédito. Essas expectativas vieram a concretizar-se plenamente com a entrada na União Monetária em 1 de Janeiro de 1999, a qual se reflectiu na transição para um regime económico caracterizado por taxas de inflação e de juro baixas e estáveis no médio prazo.

Desta forma, nos últimos anos, e em particular a partir de 1996, os empréstimos bancários ao sector privado não financeiro, que compreende as famílias e as empresas não financeiras, apresentaram uma forte expansão, substancialmente acima da evolução do PIB nominal e justificada pela antecipação de despesas de investimento e consumo, que puderam ter lugar sem agravamento do peso dos encargos com juros nos orçamentos correntes desses sectores (gráfico 3.1).

Consequentemente, o endividamento do sector privado não financeiro aumentou significativamente de 82.6 por cento do PIB em 1996 para 126.4 por cento em 1999, sendo que a evolução já registada em 2000 pelo crédito concedido por instituições financeiras a este sector aponta para que este

rácio venha a situar-se em cerca de 144 por cento do PIB no final de 2000 (gráfico 3.2). A despeito de este desenvolvimento representar um ganho de bem estar objectivo, nomeadamente por permitir às famílias o acesso antecipado a um conjunto de bens, dos quais podemos destacar a habitação, e o acesso das empresas ao financiamento a custo mais baixo e num contexto de incerteza mais reduzida, não deixa de ter associado alguns riscos. Atendendo aos níveis já atingidos, e realizado o ajustamento do stock de dívida do sector privado ao novo regime económico, é de esperar que a evolução futura do rácio de endividamento venha a reflectir, de forma mais estreita, as condições de financiamento do sector privado e as perspectivas de evolução económica a curto prazo, já que a sensibilidade da situação financeira das famílias e das empresas a alterações do enquadramento macro-económico se encontra acrescida. Este aspecto vem reforçado pelo facto de, desde Novembro de 1999, as alterações de política monetária terem conduzido a um aumento de 2.25 pontos percentuais nas taxas de juro oficiais, aumento esse já parcialmente reflectido nas taxas de juro contratadas nos empréstimos bancários e, por conseguinte, nos juros suportados pelo sector privado não financeiro.

No primeiro semestre de 2000 o ritmo de crescimento do crédito bancário concedido à globalida-

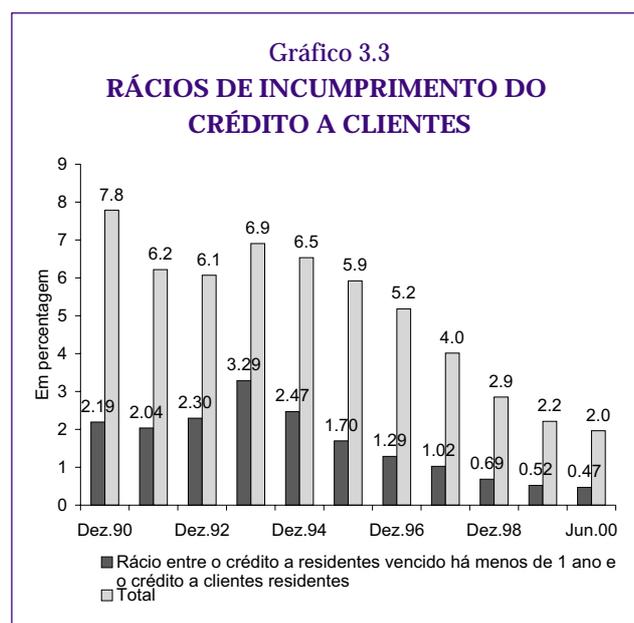
Quadro 3.1

BALANÇO SINTÉTICO

Milhões de euros

	1996	1997	1998	1998	1999	1999	2000
	Dez.	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.
1. Caixa e disponibilidades em bancos centrais	2582.8	2907.7	2407.5	2236.3	2884.6	5733.5	3877.3
2. Aplicações em instituições de crédito (líquido) . . .	55160.2	63220.1	64358.1	68539.9	62560.7	67988.7	66340.9
2.1. No país	28949.7	31824.5	35442.4	36449.1	34281.1	40887.2	36302.0
2.2. No estrangeiro	26210.5	31395.5	28915.7	32090.8	28279.6	27101.4	30038.9
3. Crédito sobre clientes (líquido)	57348.3	70170.3	78010.7	90098.7	101162.3	114586.0	127933.5
3.1. Crédito a residentes (líquido)	53018.6	65094.5	72021.7	83518.3	94578.4	107441.4	119262.8
3.2. Crédito a não residentes (líquido)	4326.0	5075.8	5982.2	6570.5	6572.9	7139.5	8664.4
3.3. Crédito e juros vencidos	3085.1	2902.9	2892.5	2628.0	2640.9	2579.2	2549.5
3.4. Provisões para crédito vencido	2044.8	1939.8	1904.1	1724.4	1744.9	1705.3	1676.4
4. Aplicações em títulos (líquido)	34626.3	34357.5	35958.5	31684.1	31822.4	30132.3	31626.1
5. Imobilizações financeiras (líquidas)	4717.0	5551.3	6169.3	6140.5	6169.7	6648.4	9519.3
6. Imobilizado não financeiro (líquido)	3365.3	3532.7	3704.7	3810.8	3685.1	3745.9	3641.9
7. Outros activos (líq.) e contas diversas	8570.9	10395.5	12587.0	10532.5	13699.0	15734.7	16545.6
8. Total do activo	166370.8	190135.1	203195.8	213042.8	221983.7	244569.5	259484.6
1. Recursos de instituições de crédito	53405.0	63016.5	69194.5	75761.4	73413.7	85494.0	88728.7
1.1. No país	20923.7	24001.6	26910.0	27727.8	28165.3	35721.9	30054.0
1.2. No estrangeiro	32481.3	39014.9	42284.5	48033.6	45248.5	49772.1	58674.7
2. Recursos de clientes	89379.4	98836.9	102131.6	104167.0	109729.4	113704.5	121683.3
dos quais:							
2.1. Depósitos	87341.4	95977.7	97560.9	101516.5	107967.2	111486.7	118660.9
2.1.1. Do sector público administrativo	4083.2	4613.1	4791.8	5559.0	5978.5	6347.2	6668.2
2.1.2. De outros residentes	62835.1	68385.1	68754.2	73605.6	77538.1	82990.1	85387.9
2.1.3. De emigrantes	12876.4	12737.5	12320.2	11853.6	12223.5	10863.5	10856.2
2.1.4. De outros não residentes	7027.7	9676.7	11097.7	9877.7	11564.5	10588.2	15007.3
2.1.5. Outros depósitos	519.1	565.3	597.1	620.6	662.7	697.7	741.3
3. Responsabilidades representadas por títulos	3675.5	4994.5	6577.0	7244.4	8902.9	11615.9	13730.9
4. Outros passivos e contas diversas	4953.6	6292.0	6748.6	5706.4	7937.8	9680.8	8185.1
5. Provisões	1267.5	1263.6	1356.4	1472.0	1558.1	1890.9	2117.6
6. Passivos subordinados	3073.8	4181.2	4220.5	4708.3	6121.6	7061.4	7745.2
7. Capitais próprios	10616.0	11550.4	12966.8	13983.3	14320.3	15122.1	17293.7
dos quais: 7.1. Resultado líquido	900.0	1188.9	678.8	1270.1	803.5	1413.3	972.1

de dos seus clientes residentes, que considera para além dos particulares e empresas não financeiras também as administrações públicas e as instituições financeiras não bancárias, reduziu-se apenas muito ligeiramente relativamente ao verificado em 1999, mantendo-se, desta forma, a um nível muito elevado: a taxa de variação homóloga do crédito a residentes situou-se em 26.1 por cento em Junho de 2000, valor que compara com 28.6 por cento em Dezembro de 1999 (quadro 3.1 e quadro 3.2). Desta forma, as aplicações creditícias continuaram a aumentar o seu peso no total dos activos dos bancos situando-se estas em quase metade do total de aplicações (49.3 por cento em Junho de 2000, que compara com 46.9 por cento em Dezembro de 1999 e com 42.3 por cento em Dezembro de 1998).



Quadro 3.2

BALANÇO SINTÉTICO
Estrutura e taxa de variação homóloga

	Taxa de variação homóloga					Estrutura													
	1997		1998		1999		2000		1996		1997		1998		1999		2000		
	Dez.	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.	Dez.	Dez.	Jun.	Dez.	Dez.	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.	
1. Caixa e disponibilidades em bancos centrais	12.6	-23.1	19.8	156.4	34.4	1.6	1.5	1.0	1.3	2.3	1.5								
2. Aplicações em instituições de crédito (líquido) . .	14.6	8.4	-2.8	-0.8	6.0	33.2	33.3	32.2	28.2	27.8	25.6								
2.1. No país	9.9	14.5	-3.3	12.2	5.9	17.4	16.7	17.1	15.4	16.7	14.0								
2.2. No estrangeiro	19.8	2.2	-2.2	-15.5	6.2	15.8	16.5	15.1	12.7	11.1	11.6								
3. Crédito sobre clientes (líquido)	22.4	28.4	29.7	27.2	26.5	34.5	36.9	42.3	45.6	46.9	49.3								
3.1. Crédito a residentes (líquido)	22.8	28.3	31.3	28.6	26.1	31.9	34.2	39.2	42.6	43.9	46.0								
3.2. Crédito a não residentes (líquido)	17.3	29.4	9.9	8.7	31.8	2.6	2.7	3.1	3.0	2.9	3.3								
3.3. Crédito e juros vencidos	-5.9	-9.5	-8.7	-1.9	-3.5	1.9	1.5	1.2	1.2	1.1	1.0								
3.4. Provisões para crédito vencido	-5.1	-11.1	-8.4	-1.1	-3.9	1.2	1.0	0.8	0.8	0.7	0.6								
4. Aplicações em títulos (líquido)	-0.8	-7.8	-11.5	-4.9	-0.6	20.8	18.1	14.9	14.3	12.3	12.2								
5. Imobilizações financeiras (líquido)	17.7	10.6	0.0	8.3	54.3	2.8	2.9	2.9	2.8	2.7	3.7								
6. Imobilizado não financeiro (líquido)	5.0	7.9	-0.5	-1.7	-1.2	2.0	1.9	1.8	1.7	1.5	1.4								
7. Outros activos (líquidos) e contas diversas	21.3	1.3	8.8	49.4	20.8	5.2	5.5	4.9	6.2	6.4	6.4								
8. Total do activo	14.3	12.0	9.2	14.8	16.9	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0								
1. Recursos de instituições de crédito	18.0	20.2	6.1	12.8	20.9	32.1	33.1	35.6	33.1	35.0	34.2								
1.1. No país	14.7	15.5	4.7	28.8	6.7	12.6	12.6	13.0	12.7	14.6	11.6								
1.2. No estrangeiro	20.1	23.1	7.0	3.6	29.7	19.5	20.5	22.5	20.4	20.4	22.6								
2. Recursos de clientes	10.6	5.4	7.4	9.2	10.9	53.7	52.0	48.9	49.4	46.5	46.9								
dos quais:																			
2.1. Depósitos	9.9	5.8	10.7	9.8	9.9	52.5	50.5	47.7	48.6	45.6	45.7								
2.1.1. Do sector público administrativo	13.0	20.5	24.8	14.2	11.5	2.5	2.4	2.6	2.7	2.6	2.6								
2.1.2. De outros residentes	8.8	7.6	12.8	12.7	10.1	37.8	36.0	34.5	34.9	33.9	32.9								
2.1.3. De emigrantes	-1.1	-6.9	-0.8	-8.4	-11.2	7.7	6.7	5.6	5.5	4.4	4.2								
2.1.4. De outros não residentes	37.7	2.1	4.2	7.2	29.8	4.2	5.1	4.6	5.2	4.3	5.8								
2.1.5. Outros depósitos	8.9	9.8	11.0	12.4	11.9	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3								
3. Responsabilidades representadas por títulos	35.9	45.0	35.4	60.3	54.2	2.2	2.6	3.4	4.0	4.7	5.3								
4. Outros passivos e contas diversas	27.0	-9.3	17.6	69.6	3.1	3.0	3.3	2.7	3.6	4.0	3.2								
5. Provisões	-0.3	16.5	14.9	28.5	35.9	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8								
6. Passivos subordinados	36.0	12.6	45.0	50.0	26.5	1.8	2.2	2.2	2.8	2.9	3.0								
7. Capitais próprios	8.8	21.1	10.4	8.1	20.8	6.4	6.1	6.6	6.5	6.2	6.7								
dos quais: 7.1. Resultado líquido	32.1	6.8	18.4	11.3	21.0	0.5	0.6	0.6	0.4	0.6	0.4								

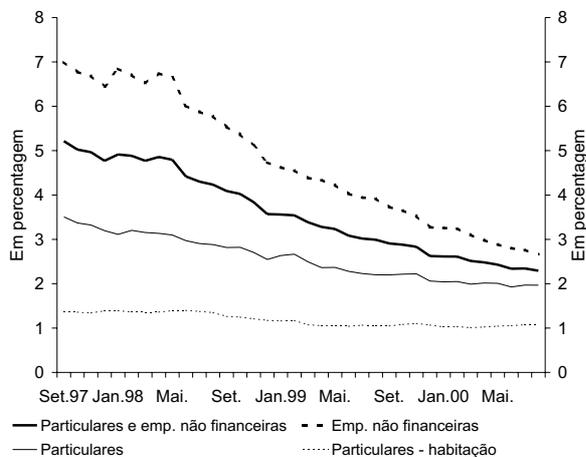
Por seu lado, a taxa de crescimento do crédito a clientes não residentes aumentou muito significativamente de 8.7 por cento em Dezembro de 1999 para 31.8 por cento em Junho de 2000, o que poderá estar relacionado com a realização de operações de financiamento de filiais exteriores, não bancárias, dos bancos portugueses.

No primeiro semestre de 2000, o nível de incumprimento global da carteira de crédito, medido pelo rácio entre os créditos e juros vencidos e o crédito bruto, prosseguiu a tendência de diminuição que tem vindo a evidenciar desde 1994. Assim, em Junho de 2000, este rácio situou-se em 2.0 por cento, valor que compara com 2.2 por cento em Dezembro de 1999 (gráfico 3.3). Da mesma forma, a componente de capital do crédito a residentes e

vencido há menos de um ano, em percentagem do crédito vivo a residentes, reduziu-se de 0.52 por cento em Dezembro de 1999 para 0.47 por cento em Junho de 2000. Concentrando a atenção no sector privado não financeiro residente, que representa a maior parte do crédito bancário e que é o sector onde o risco de crédito se manifesta habitualmente com maior intensidade, podemos verificar que os rácios de incumprimento das sociedades não financeiras⁽³⁾ registaram a diminuição mais significativa (de 3.3 por cento em Dezembro de

(3) Os rácios de incumprimento do sector residente não financeiro desagregados por sector institucional foram calculados com informação de base das Estatísticas Monetárias e Financeiras, pelo que apenas consideram a actividade em Portugal.

Gráfico 3.4
RÁCIOS DE INCUMPRIMENTO NAS
OPERAÇÕES DE CRÉDITO A
CLIENTES RESIDENTES



Fonte: Estatísticas Monetárias e Financeiras.

Nota: Os indicadores apresentados consistem no rácio entre os créditos e juros vencidos e o valor bruto das operações com clientes residentes a que correspondem. Os dados referem-se à actividade em Portugal e incluem as Caixas de Crédito Agrícola Mútuo e todas as Caixas Económicas.

1999 para 2.8 por cento em Junho de 2000, e para 2.7 por cento em Agosto de 2000) (gráfico 3.4). Já no que se refere aos particulares, a diminuição dos níveis de incumprimento foi mais ligeira entre Dezembro de 1999 e Junho de 2000, de 2.1 por cento para 1.9 por cento dos créditos concedidos, situando-se em 2.0 por cento em Agosto de 2000. Os níveis de incumprimento dos empréstimos à habitação mantiveram-se relativamente estáveis entre Dezembro de 1999 e Agosto de 2000, oscilando entre 1.1 por cento e 1.0 por cento do total de empréstimos concedidos.

A redução dos créditos e juros vencidos em percentagem dos créditos concedidos no primeiro semestre de 2000 continuou também a ser acompanhada por uma redução em valor daquela rubrica. Com efeito, em taxa de variação face ao período homólogo do ano anterior, os créditos e juros vencidos reduziram-se 3.5 por cento em Junho de 2000, valor que compara com a redução de 1.9 por cento em Dezembro de 1999. Em paralelo com essa evolução, os níveis de provisões para crédito vencido apresentaram uma redução em termos homólogos de 3.9 por cento em Junho de 2000 (diminuição de 1.1 por cento em Dezembro de 1999), resul-

tando numa ligeira redução do grau de cobertura do crédito e juros vencidos por provisões (para créditos vencidos) de 66.1 por cento em Dezembro de 1999 para 65.8 por cento em Junho de 2000. O rácio entre os créditos e juros vencidos líquidos de provisões (para créditos e juros vencidos) e o crédito concedido, também líquido destas provisões, registou também uma redução, situando-se em Junho de 2000 em 0.68 por cento (0.76 por cento em Dezembro de 1999). Por seu lado, a totalidade das provisões para crédito aumentou de 128.6 por cento do total do crédito e juros vencidos em Dezembro de 1999 para 139.7 por cento em Junho de 2000.

3.1.1 Evolução do crédito a particulares

Embora globalmente em forte expansão, no primeiro semestre de 2000, o ritmo de evolução da actividade creditícia dos bancos foi diferenciado nos segmentos de crédito a particulares e a sociedades não financeiras (quadro 3.3)⁽⁴⁾. De facto, a taxa de crescimento dos empréstimos bancários a particulares atingiu o seu valor mais elevado em Junho de 1999, tendo-se reduzido gradualmente desde então: a diminuição foi de 34.9 por cento em Junho de 1999 para 20.8 por cento em Junho de 2000 e novamente para 20.7 por cento em Agosto de 2000. Este abrandamento foi liderado pelo segmento do crédito à habitação, que representa cerca de três quartos do total do crédito bancário a particulares e iniciou uma trajectória de desaceleração em Junho de 1999. Com efeito, a taxa de crescimento do crédito à habitação reduziu-se de 36.9 por cento em Junho de 1999 para 29.7 por cento em Dezembro de 1999, passando a situar-se em 22.6 por cento em Junho de 2000. Em Agosto de 2000 esta taxa foi de 22.4 por cento. Relativamente ao crédito bancário a particulares para fins diversos da aquisição de habitação, também foi observada uma tendência no sentido da redução do ritmo de crescimento a partir da segunda metade de 1999, embora a taxa de crescimento destes créditos tenha apresentado maior volatilidade do que a do crédi-

(4) A análise do crédito concedido por sectores tem como fonte as Estatísticas Monetárias e Financeiras, tendo por base apenas a actividade doméstica. Além disso, estes dados referem-se a todas as instituições financeiras monetárias, ou seja, considera também as outras caixas económicas, as caixas de crédito agrícola mútuo e os bancos com sede no *off-shore* da Madeira.

Quadro 3.3

EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS AO SECTOR PRIVADO NÃO MONETÁRIO

Taxa de variação homóloga - percentagem

	Empréstimos a particulares e a sociedades não financeiras												Total particu- lares e socie- dades não financeiras	Empréstimos a instituições financeiras não monetárias ^(b)	Total dos empréstimos ao sector privado não monetário	
	Particulares			Sociedades não financeiras												
	Total	Por finalidade		Total ^(b)	Por sector de actividade											
		Habitação	Outras finalidades ^(a)		Agricultura, produção animal, silvicultura, caça e pesca	Indústrias extractivas	Indústrias transforma- doras	Produção e distribuição de electricidade, gás e água	Construção	Serviços do qual:						
								Total	Serviços prestados principal- mente às empresas	Actividades imobiliárias						
1996																
Dez.....	25.1	26.0	22.9	5.8	6.7	11.2	-7.2	-17.0	13.5	14.2	n.d.	n.d.	14.8	15.2	15.2	
1997																
Dez.....	26.1	27.4	22.9	21.8	-3.7	16.1	10.8	15.4	30.7	27.0	n.d.	n.d.	23.9	23.5	23.5	
1998																
Dez.....	31.4	34.8	23.1	22.9	4.6	3.1	15.6	23.1	33.3	24.4	35.6	25.5	27.3	27.0	27.0	
1999																
Mar.....	31.5	36.5	18.3	27.5	15.8	19.3	15.1	42.2	30.5	32.4	55.4	30.9	29.6	35.4	30.0	
1999																
Jun.....	34.9	36.9	29.6	26.7	16.2	41.1	14.9	66.9	29.0	29.3	60.2	32.3	31.0	14.5	29.8	
Set.....	31.2	32.5	27.6	28.0	30.2	41.9	13.4	52.0	33.7	31.2	91.1	33.4	29.7	53.0	31.2	
Dez.....	28.0	29.7	23.2	26.7	24.9	37.2	13.6	41.9	31.7	29.9	74.5	41.8	27.4	41.5	28.3	
2000																
Jan.....	27.3	28.4	24.3	29.9	22.9	34.6	21.2	22.3	34.7	32.7	63.9	41.3	28.5	27.3	28.4	
Fev.....	25.8	26.8	23.1	30.0	20.4	28.1	19.4	41.3	45.9	29.6	49.5	37.4	27.8	36.5	28.3	
Mar.....	27.2	26.3	29.8	26.9	11.8	18.8	17.9	34.2	40.7	26.8	55.9	42.5	27.0	44.5	28.2	
Abr.....	24.2	25.1	21.5	32.1	9.4	16.7	19.2	33.5	42.2	35.4	112.6	44.4	27.9	53.2	29.4	
Mai.....	23.7	25.1	19.7	30.5	14.4	25.3	21.8	15.0	37.9	33.5	111.0	39.0	26.9	43.3	27.9	
Jun.....	20.8	22.6	15.9	25.7	7.1	25.3	20.4	16.8	40.3	24.8	48.5	38.7	23.1	89.3	27.3	
Jul.....	19.9	22.1	14.0	26.4	5.9	11.2	18.9	23.7	42.2	25.7	51.3	39.7	22.9	88.4	27.1	
Ago.....	20.7	22.4	15.7	26.5	2.1	15.4	19.9	19.3	38.2	27.1	47.2	41.6	23.4	57.9	25.8	
Por memória:																
Percentagem do crédito ao sector privado não monetário em Ago.2000	48.2	36.1	12.1	43.1	0.6	0.4	9.0	1.5	8.0	23.4	3.7	4.2	91.3	8.7	100.0	

Fonte: Estatísticas Monetárias e Financeiras.

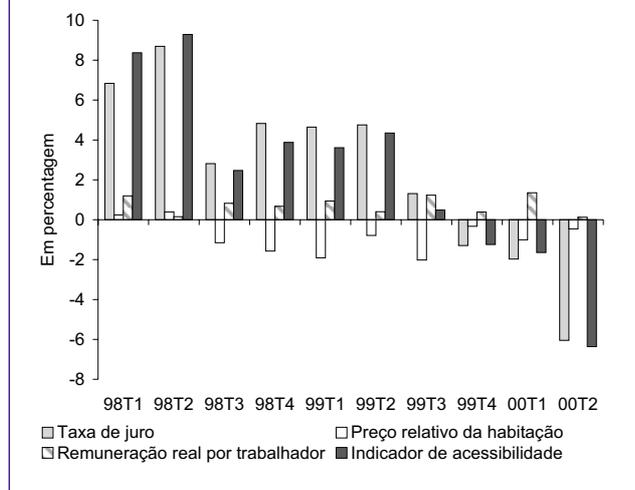
Notas:

(a) Inclui todos os créditos a particulares não destinados à aquisição de habitação, nomeadamente os créditos ao consumo.

(b) A evolução do crédito bancário tem sido afectada por operações de financiamento intra-grupos financeiros, que envolvem os bancos e as respectivas *holdings* (sociedades gestoras de participações sociais). Foi o caso, em Abril e Maio de 2000, quando a taxa de variação homóloga dos empréstimos às sociedades não financeiras foi afectada pela realização de uma operação entre um banco e uma *holding* não financeira. Em Junho de 2000, o efeito desta operação deixou de verificar-se no sector das sociedades não financeiras, passando a contabilizar-se no sector das instituições financeiras não monetárias, devido à passagem da referida *holding* a *holding* financeira.

Gráfico 3.5
INDICADOR DE ACESSIBILIDADE E SEUS COMPONENTES

Taxa de variação em cadeia trimestral



to à habitação. Com efeito, a taxa de variação homóloga destes créditos situou-se em Agosto de 2000 em 15.7 por cento, valor que compara com 23.2 por cento em Dezembro de 1999 (29.6 por cento em Junho de 1999). Refira-se, contudo que, a informação disponível referente às Sociedades Financeiras para Aquisição a Crédito (SFAC), evidencia uma forte aceleração do crédito concedido por estas instituições a partir do final de 1999. Com efeito, a taxa de variação homóloga do crédito concedido pelas SFAC, após se situar em 13.7 por cento em Novembro de 1999, aumentou para 24.8 em Dezembro de 1999, mantendo-se consistentemente acima de 25 por cento no primeiro semestre de 2000 e ascendendo a 30.6 por cento em Junho de 2000. O crédito concedido por estas entidades é na sua maior parte destinado a financiar despesas dos particulares para fim diverso da aquisição de habitação⁽⁵⁾.

A dissipação dos efeitos da descida das taxas de juro nominais a partir de meados de 1999, conjugada com a alteração de expectativas no sentido do seu aumento futuro que influenciaram negativamente a confiança dos particulares, foram os principais factores subjacentes à moderação do crescimento do crédito a este sector. Em particular, no que diz respeito ao crédito à habitação, o indi-

cador de acessibilidade das famílias ao mercado de habitação com recurso ao crédito, começou, no quarto trimestre de 1999, a sinalizar condições menos favoráveis no acesso a este mercado, após vários anos de melhorias sucessivas (gráfico 3.5). O principal factor subjacente à evolução do indicador foi o aumento das taxas de juro hipotecárias observado a partir de Novembro de 1999.

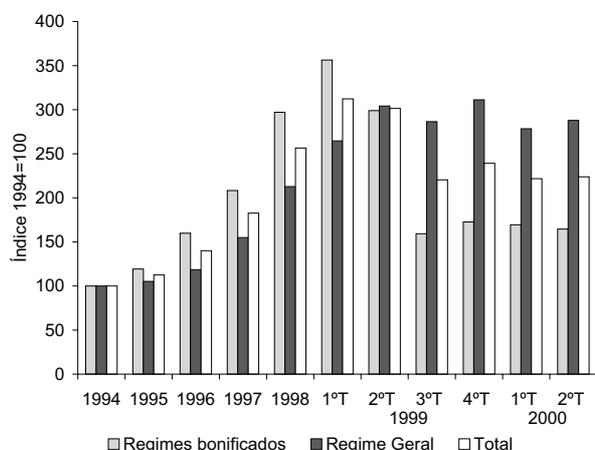
Outro aspecto importante para o abrandamento do crédito a particulares iniciado em 1999 prende-se com as reformas introduzidas nos regimes de crédito bonificado para aquisição de habitação, em particular a imposição de tectos nos valores de transacção das habitações que os candidatos ao subsídio de taxa de juro pretendam adquirir. Esta medida deverá ter contribuído também para uma maior restritividade, embora não mensurável, das condições de acesso ao mercado de habitação por parte daquelas famílias que se propunham adquirir habitação com preço superior aos patamares de elegibilidade definidos na legislação⁽⁶⁾. De facto, de acordo com a Direcção Geral do Tesouro, o número de contratos de crédito à habitação celebrados nos regimes de crédito bonificado, após ter registado sucessivos aumentos entre 1994 e o primeiro trimestre de 1999⁽⁷⁾, diminuiu substancialmente no segundo e terceiro trimestres de 1999 (gráfico 3.6 e gráfico 3.7). Entre o terceiro trimestre de 1999 e o segundo trimestre de 2000 o número de contratos neste segmento encontrou-se estabilizado em níveis semelhantes aos observados em 1996 e cerca de 60 a 70 por cento superiores aos de 1994. Refira-se, ainda, que no regime geral esse decréscimo não foi visível, assistindo-se à estabilização, a partir do segundo trimestre de 1999, do ritmo de celebração de novos contratos a um nível entre 2.5 e 3 vezes superior ao observado em 1994. Estes níveis sugerem que, apesar de se ter registado algum abrandamento na actividade do mercado hipotecário, no primeiro semestre de 2000 continuou a registar-se uma procura elevada no mercado de habitação.

(5) Em Junho de 2000 o crédito concedido pelas SFAC representa 13 por cento do crédito bancário a particulares para outros fins que não a aquisição de habitação.

(6) O montante das participações do Estado na subsidiação de juros para aquisição de casa própria atingiu 0.5 por cento do rendimento disponível por ano em 1998 e 1999.

(7) No primeiro trimestre de 1999 o número de contratos de crédito à habitação nos regimes bonificados foi, em termos anualizados, cerca de 3.5 vezes superior ao número registado na globalidade do ano de 1994.

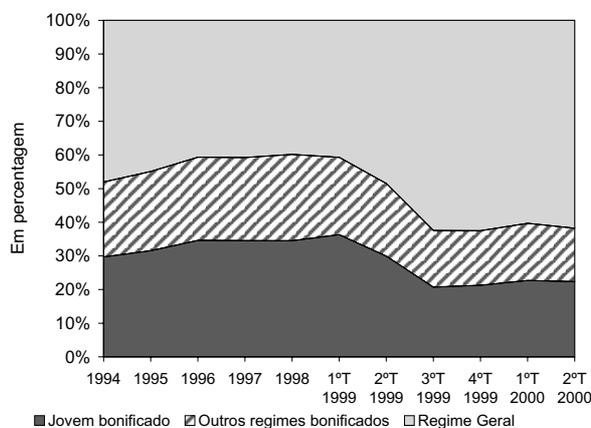
Gráfico 3.6
NOVOS CONTRATOS
DE CRÉDITO À HABITAÇÃO
Índice 1994=100



Fonte: Direcção Geral do Tesouro.

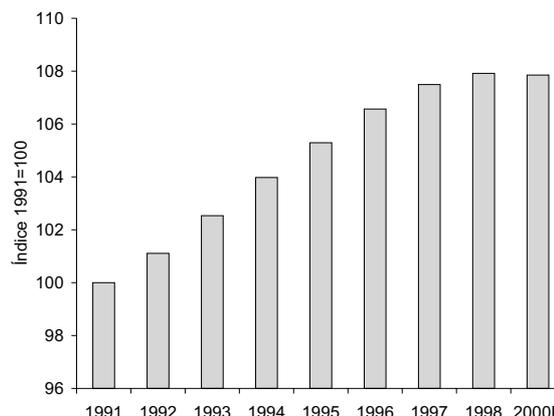
Nota: Os valores trimestrais de 1999 e 2000 foram anu-
lizados.

Gráfico 3.7
ESTRUTURA DOS NOVOS CONTRATOS
DE CRÉDITO À HABITAÇÃO



Fonte: Direcção Geral do Tesouro.

Gráfico 3.8
NÚMERO DE INDIVÍDUOS
ENTRE 20 E 34 ANOS



Fonte: INE, "Estimativas da população e Projecções para a população residente 1995-2005".

Embora se espere uma redução do investimen-
to em habitação nos próximos anos, existe um as-
pecto de natureza demográfica que poderá mitigar
os efeitos no sentido da diminuição da procura
neste mercado, já referidos anteriormente. Com
efeito, de acordo com as estimativas da população
do INE a classe etária entre os 20 e os 34 anos, fai-
xa da população que tenderá a procurar casa pela
primeira vez e, dessa forma, poderá continuar a
constituir um acréscimo líquido de procura, au-
mentou entre 1991 e 1998 em cerca de 175 mil in-
divíduos (gráfico 3.8). As projecções para 2000
apontam para uma estabilização do número de in-
divíduos nesta classe, sugerindo que este efeito ve-
nha a reverter-se nos próximos anos.

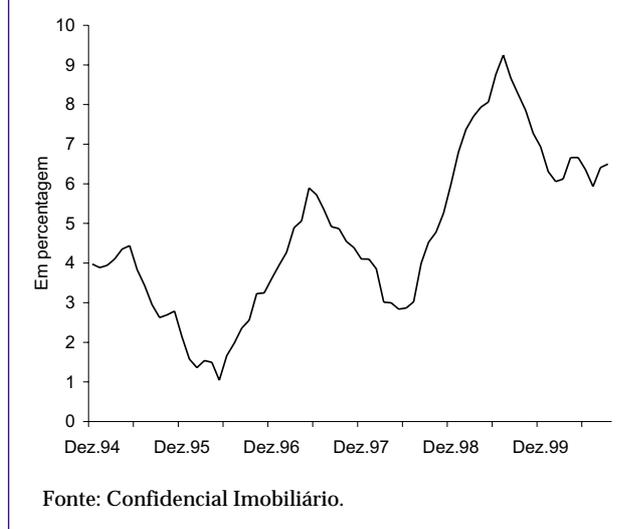
Tendo em conta a evolução do crédito concedi-
do pelos bancos e pelas outras instituições finan-
ceiras até ao momento, o nível de endividamento

Quadro 3.4

ENDIVIDAMENTO E JUROS PAGOS PELOS PARTICULARES E SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS

	1995	1996	1997	1998	1999	2000P
Endividamento						
Particulares (percentagem do rendimento disponível)	36.8	43.7	52.1	62.7	76.3	85.5
Particulares (percentagem do PIB)	27.7	32.4	38.0	45.8	54.9	62.5
Sociedades não financeiras (percentagem do PIB)	54.9	55.0	59.2	64.1	71.4	81.3
Juros pagos						
Particulares (percentagem do rendimento disponível)	4.0	4.5	4.5	3.8	3.5	3.9
Sociedades não financeiras (percentagem do PIB)	7.9	6.8	6.0	5.1	4.3	n.d.

Gráfico 3.9
PREÇOS DE HABITAÇÃO
Taxas de variação homóloga



total dos particulares deverá situar-se em cerca de 86 por cento do rendimento disponível no final de 2000, valor que compara com os 76.3 por cento registados em Dezembro de 1999 (quadro 3.4). Esta evolução, conjugada com os níveis mais elevados das taxas de juro que deverão verificar-se no conjunto do ano corrente face a 1999, deverá conduzir a um aumento do peso dos juros pagos pelos particulares em cerca de 0.5 pontos percentuais do rendimento disponível. Esta evolução contrasta com o sucedido nos três anos anteriores: após ter estabilizado em 1996 e 1997 em torno de 4.5 por cento do rendimento disponível, os juros pagos reduziram-se para 3.8 por cento em 1998 e para 3.5 por cento em 1999. Também o grau de esforço agregado dos particulares no serviço da dívida (juros pagos e as amortizações de capital) deverá registar um aumento significativo em 2000, em consequência da evolução da dívida total dos particulares e do aumento das taxas de juro bancárias. Estima-se que o grau de esforço dos particulares em percentagem do rendimento disponível aumente cerca de 2 pontos percentuais no conjunto do ano⁽⁸⁾, o que compara com um aumento ligeiramente inferior (cerca de 1.8 pontos percentuais) es-

(8) Dos cerca de 2 pontos percentuais de aumento do grau de esforço estimados para 2000, cerca de 1.5 pontos percentuais deverão corresponder a amortizações da dívida.

timado para 1999 e de cerca de 0.5 pontos percentuais para 1998.

A pressão crescente que as famílias têm sentido sobre a sua situação financeira deverá estar subjacente ao abrandamento do consumo privado a partir da segunda metade de 1999, compatível com a necessidade de afectação de poupanças à satisfação dos compromissos assumidos com a dívida contraída. Neste contexto, estima-se que a taxa de poupança das famílias, em quebra gradual nos últimos anos, deverá estabilizar em 2000.

Nos últimos anos tem-se verificado uma recomposição dos activos das famílias, no sentido do aumento da detenção de activos reais, quer por via da forte aquisição de habitação quer por via da valorização registada no mercado habitacional, em detrimento da detenção de activos financeiros. Mesmo não estando disponíveis estimativas, é plausível que o sector das famílias tenha vindo a registar um aumento sensível na sua riqueza líquida, pese embora os aumentos expressivos do endividamento e a diminuição do grau de liquidez dos activos detidos.

Tendo como enquadramento o referido aumento da importância da habitação no conjunto da riqueza das famílias, que tipicamente constitui a garantia nas operações de crédito à habitação, a evolução dos preços neste mercado constitui um factor relevante na avaliação do risco associado a este segmento do crédito concedido pelos bancos.

O mercado de habitação em Portugal caracterizou-se durante muitos anos por apresentar uma evolução estável dos preços praticados, nomeadamente sem episódios de redução nominal de preços. Este desenvolvimento ocorreu num contexto de forte regulamentação, quer do mercado de habitação e de arrendamento quer do mercado de crédito hipotecário. Decorrida praticamente uma década desde a liberalização do crédito à habitação e dada a forte progressão registada no endividamento das famílias representado por hipotecas, a monitorização da evolução dos preços, assim como das condições de procura e oferta no mercado de habitação, assumem importância acrescida. De acordo com os dados da Confidencial Imobiliário, os preços da habitação registaram uma aceleração em 1998 e 1999, mantendo-se o ritmo de crescimento relativamente estável nos três primeiros trimestres de 2000. De facto, a taxa de variação homóloga dos preços neste mercado foi de 4.1 por

cento em Dezembro de 1997, aumentou para 6.0 por cento em Dezembro de 1998 e novamente para 6.9 por cento em Dezembro de 1999, tendo registado o valor mais elevado dos últimos anos em Julho de 1999 com 9.2 por cento (gráfico 3.9). Entre Janeiro e Setembro de 2000 a taxa de crescimento dos preços da habitação estabilizou ligeiramente acima dos 6 por cento em termos homólogos (6.5 por cento em Setembro de 2000). A evolução de preços descrita anteriormente esteve em linha com a evolução intra-anual do crédito à habitação.

Note-se que os valores apresentados anteriormente relativamente ao endividamento e ao peso do serviço da dívida no rendimento disponível das famílias se referem a estatísticas para o agregado da economia e que incorporam situações muito heterogéneas. Desta forma, de entre o conjunto de famílias que contraíram dívidas, estarão mais expostas aquelas que, tudo o resto constante, tenham, nomeadamente, maiores níveis de endividamento em percentagem do rendimento corrente, tenham menores níveis de riqueza financeira e outros activos acumulados e cujos elementos tenham um vínculo laboral menos estável. Um dos estratos da população que poderá corresponder à situação anterior é tipificado pelas famílias compostas por indivíduos jovens que adquiriram a primeira casa onde habitam. Desta forma, por se encontrarem no início da vida activa e não terem ainda capitalizado eventuais ganhos na transacção de imóveis adquiridos anteriormente, têm níveis de riqueza acumulada inferiores à média da população. Em termos gerais, este estrato da população coincide, grosso modo, com os beneficiários do crédito bonificado jovem, um dos segmentos do crédito à habitação mais dinâmico nos últimos anos: o número de contratos de crédito à habitação em 1994 no segmento bonificado jovem representou 29.7 por cento do número total de contratos de crédito à habitação celebrados nesse ano, percentagem que foi aumentando gradualmente até atingir 36.3 por cento no primeiro trimestre de 1999. Posteriormente esta proporção reduziu-se substancialmente, estabilizando ligeiramente acima dos 20 por cento a partir do terceiro trimestre de 1999⁽⁹⁾.

(9) O número de contratos celebrados no conjunto dos regimes de crédito bonificado, que considera outros regimes bonificados para além do crédito bonificado jovem, representou entre 1996 e o primeiro trimestre 1999 cerca de 60 por cento do total de novos contratos.

A concentração da actividade no mercado hipotecário no segmento de crédito bonificado jovem, pelo menos até ao primeiro trimestre de 1999, sugere, numa primeira análise, que uma franja não negligenciável do sector dos particulares estará particularmente exposta às alterações das condições macro-económicas e da política monetária. Contudo, a prática corrente dos bancos de fazer associar a este tipo de contratos uma garantia pessoal, que acresce à garantia real, habitualmente de um familiar próximo do indivíduo que contrai o empréstimo, limita substancialmente o risco para os bancos da realização deste tipo de operações. Adicionalmente, os bancos avaliam a capacidade de serviço futuro da dívida nos segmentos de crédito jovem de acordo com o potencial de crescimento dos rendimentos auferidos pelos indivíduos que se propõem contrair um empréstimo, tendo em conta nomeadamente os respectivos níveis de formação escolar.

O Banco de Portugal introduziu, em Junho de 2000, uma alteração na ponderação dos empréstimos à habitação para efeito do apuramento dos requisitos de fundos próprios, no sentido do aumento deste requisito sempre que, no momento da concessão do crédito, o valor do empréstimo exceda 75 por cento do valor da habitação dada em garantia hipotecária⁽¹⁰⁾. Esta medida, aumentando o custo de capital dos bancos quando concedem hipotecas nessas condições, teve em vista desincentivar a concessão de empréstimos de montante próximo do valor de mercado da garantia prestada, o que, perante uma evolução de preços adversa no mercado de habitação, poderia não permitir a integral cobertura do valor em dívida pela habitação constituída como garantia.

3.1.2 Evolução do crédito às empresas

Os empréstimos bancários a sociedades não financeiras aceleraram em 1999, não apresentando até Agosto de 2000 uma tendência clara de redução do ritmo de crescimento, apesar de a subida das taxas de juro a partir da segunda metade de 1999. Com efeito, a taxa de crescimento destes empréstimos situou-se em 25.7 por cento em Junho

(10) Note-se que este requisito é aplicável não apenas aos novos créditos concedidos mas também a todo o *stock* de créditos à habitação concedidos em data anterior a Junho de 2000.

de 2000 e em 26.5 por cento em Agosto de 2000, mantendo-se consistentemente acima de 25 por cento desde Março de 1999 (quadro 3.3).

À semelhança do sucedido em 1999, as necessidades de financiamento das empresas não financeiras deverão apresentar em 2000 um aumento significativo, reflectindo a aceleração do investimento deste sector, com um crescimento claramente superior ao do PIB e financiado apenas parcialmente pela geração interna de fundos. A geração interna de fundos por parte das empresas, que pode ser identificada com a poupança deste sector, deverá situar-se em 2000, a um nível inferior ao registado em 1999, nomeadamente, em resultado de um aumento do custo dos factores de produção. O forte crescimento do crédito bancário às empresas não financeiras em 1999 e até Agosto de 2000 surge, assim, associado ao nível elevado das necessidades de financiamento deste sector, num contexto em que, do conjunto das fontes de financiamento externo às empresas não financeiras, o crédito bancário é tradicionalmente predominante.

Refira-se que também o crédito concedido pelas sociedades de locação financeira, do qual a quase totalidade se destina a financiamento das empresas, apresentou, no primeiro semestre de 2000 um crescimento muito forte. Com efeito, a taxa de variação homóloga destes créditos foi de 24.3 por cento em Julho de 2000 (23.2 por cento em Junho de 2000), não apresentando uma tendência clara de redução face aos anos anteriores (taxa de crescimento de 20.3 por cento em Dezembro de 1999 e de 24.3 por cento em Dezembro de 1998)⁽¹¹⁾.

Da desagregação do crédito às sociedades não financeiras por sector de actividade destaca-se o sector da construção que, após ter registado, em Dezembro de 1999, uma taxa de crescimento de 31.7 por cento, se manteve muito dinâmico nos primeiros oito meses de 2000, apresentando taxas de crescimento em torno de 40 por cento (40.3 por cento em Junho e 38.2 por cento em Agosto de 2000). Os empréstimos bancários ao sub-sector dos serviços prestados principalmente às empresas, no qual se incluem as SGPS não financeiras, continuaram a registar ritmos de crescimento substancialmente acima do total dos empréstimos às socieda-

des não financeiras: em Agosto de 2000, a taxa de variação homóloga foi de 47.2 por cento, que compara com 48.5 por cento em Junho de 2000 e com 74.5 por cento em Dezembro de 1999. Esta evolução poderá indiciar que uma parte do crédito concedido a empresas não financeiras continuará a destinar-se ao financiamento da reorganização grupos económicos não financeiros, em particular a aquisição de participações. Refira-se também que é frequente as SGPS não financeiras constituírem-se como intermediárias no acesso ao financiamento por parte das empresas sua participadas, cuja actividade principal se associa a outros sectores, nomeadamente o sector da indústria transformadora e da construção.

A concentração do crédito bancário em actividades relacionadas com o sector imobiliário voltou a intensificar-se durante o primeiro semestre, seguindo a tendência de aumento progressivo observada nos últimos anos. Assim, o conjunto dos empréstimos a particulares para aquisição de habitação, dos empréstimos a empresas do sector da construção e do sub-sector de serviços de “actividades imobiliárias” atingiu 52.7 por cento do total de empréstimos bancários ao sector privado não financeiro em Junho de 2000 (52.1 por cento em Dezembro de 1999), aumentando ainda para 53.0 por cento, em Agosto de 2000. Esta evolução foi integralmente devida à forte expansão evidenciada no primeiro semestre de 2000 pelo crédito a empresas de construção e de serviços de “actividades imobiliárias”, cujas taxas de variação homóloga foram respectivamente de 40.3 por cento e de 38.7 por cento em Junho de 2000 (38.2 por cento e 41.6 por cento, respectivamente, em Agosto de 2000). Estes dois ramos mantêm um peso relativamente limitado no total dos empréstimos ao sector privado não financeiro, sendo que o sector da construção representava 8.8 por cento deste agregado em Agosto de 2000, enquanto o peso do sub-sector dos serviços de “actividades imobiliárias” era de 4.6 por cento. Refira-se ainda, que a informação disponível aponta para uma forte recuperação do investimento em obras públicas em 2000, efectuado por entidades classificadas no sector empresarial.

(11) Em Julho de 2000, o crédito concedido pelas sociedades de locação financeira representava cerca de 10 por cento do crédito bancário a sociedades não financeiras.

3.2 Evolução da actividade não creditícia dos bancos

No final de Junho de 2000 a taxa de variação homóloga do activo total do conjunto do sistema bancário situou-se em 16.9 por cento, representando uma ligeira aceleração face a Dezembro de 1999 (quadro 3.1 e quadro 3.2). Esta evolução ficou a dever-se principalmente à manutenção do crescimento do crédito a clientes a níveis elevados (conforme descrito nas secções anteriores), à inversão da tendência de redução das aplicações em instituições de crédito e ao forte crescimento das imobilizações financeiras. Os níveis excepcionalmente elevados da rubrica “caixa e disponibilidades em bancos centrais” mantidos pelos bancos em Dezembro de 1999⁽¹²⁾ foram revertidos durante o primeiro semestre de 2000, o que se reflectiu na diminuição do ritmo de crescimento desta rubrica.

Os recursos captados junto de clientes registaram uma ligeira aceleração entre Dezembro de 1999 e Junho de 2000, a qual foi contudo insuficiente para suprir as necessidades de financiamento associadas ao crescimento dos activos. No primeiro semestre de 2000, as actividades creditícia e de captação de recursos junto de clientes continuaram a apresentar ritmos de crescimento muito desiguais. Desta forma, o rácio entre o crédito bancário e os depósitos e equiparados do sector privado não financeiro (medido em percentagem) aumentou 8.2 pontos percentuais nesse período, passando a situar-se em 118.9 por cento em Junho de 2000 (122.9 por cento em Agosto de 2000), reflectindo um aumento do grau de utilização dos recursos de clientes e o défice crescente de financiamento do sector privado não monetário⁽¹³⁾.

Este desenvolvimento sinaliza igualmente a continuação da alteração da estrutura das aplicações e dos recursos dos bancos, nomeadamente um aumento da importância do crédito a clientes

(12) Os elevados montantes mantidos pelos bancos no final de 1999 em disponibilidades em bancos centrais constituíram uma reserva de liquidez para fazer face a eventuais problemas na liquidação de operações, em consequência do denominado “bug do milénio”.

(13) Este rácio foi calculado tendo por base as Estatísticas Monetárias e Financeiras, pelo que os dados correspondem à actividade desenvolvida em Portugal e por todas as Instituições Financeiras Monetárias. Os depósitos e equiparados compreendem, neste contexto, os depósitos à ordem, os depósitos a prazo e de poupança, os depósitos com pré-aviso e os acordos de recompra.

no total das aplicações e o forte recurso, por parte dos bancos, a fundos com origem no mercado monetário e de capitais (empréstimos interbancários do exterior, emissão de obrigações, emissão de acções). A alteração da estrutura de financiamento dos bancos relaciona-se com a atractividade relativa dos depósitos bancários para os investidores face a outras aplicações alternativas, tendo como enquadramento níveis de poupança para o agregado da economia crescentemente insuficientes para financiar o investimento total, o que teve reflexos directos no aumento do défice da balança de transacções correntes.

O elevado défice de financiamento da economia globalmente considerada, num contexto em que uma proporção crescente da poupança dos particulares se encontra consignada à amortização de dívida deste sector, aponta para a existência de uma escassez de recursos gerados na economia para fazer face às crescentes taxas de investimento. Este facto sugere que poderá estar a assistir-se a uma maior rigidez dos depósitos bancários face às alterações das taxas de juro nestas operações.

Deverá notar-se que a grande maioria dos fundos captados nos mercados de capitais se refere a empréstimos interbancários contraídos no exterior, denominados em euros, pelo que, desta forma, não contribuem para um aumento do risco cambial associado ao financiamento dos bancos, reflectindo, ao invés, a integração dos mercados monetários na área do euro.

Por outro lado, o facto de as necessidades de financiamento do sistema bancário português constituírem uma pequena fracção dos fundos disponíveis no mercado interbancário da área do euro permite-lhe obter o financiamento necessário à taxa de juro prevalecente neste mercado (incorporando um diferencial que reflecta o perfil de risco dos tomadores de fundos).

Em resultado do exposto anteriormente, e prosseguindo a tendência dos últimos anos, a forte discrepância entre o crescimento do crédito e dos depósitos teve também como consequência uma diminuição da posição líquida em activos de elevada liquidez (deduzidos de passivos interbancários)⁽¹⁴⁾

(14) Activos de elevada liquidez definidos como o agregado de caixa, depósitos à ordem em bancos centrais, aplicações em instituições de crédito (deduzidas de recursos em instituições de crédito) e títulos de rendimento fixo de emissores públicos e de organismos financeiros internacionais.

no primeiro semestre de 2000. Esta menor liquidez dos bancos em Junho de 2000, por comparação com Dezembro de 1999, ficou a dever-se essencialmente ao referido aumento do recurso líquido a fundos interbancários com origem no exterior.

O valor de balanço dos títulos em carteira manteve-se praticamente inalterado entre Junho de 1999 e Junho de 2000 (redução de 0.6 por cento), situação que resultou de comportamentos diferenciados das carteiras de títulos de rendimento fixo (redução de 3.0 por cento) e de rendimento variável (aumento de 20.2 por cento). A evolução da carteira de títulos de rendimento fixo foi diferenciada nos dois semestres terminados respectivamente em Dezembro de 1999 e Junho de 2000: após reduzir-se na segunda metade de 1999, estes títulos apresentaram, entre Dezembro de 1999 e Junho de 2000, uma recuperação parcial em termos de valor de balanço, integralmente associada à carteira de títulos de dívida pública portuguesa. Tal facto deverá estar relacionado com a concentração de emissões destes títulos no início do ano 2000, parcialmente tomados pelos bancos portugueses. Desta forma, entre Dezembro de 1999 e Junho de 2000, a carteira de títulos de emissores públicos, considerando também os títulos emitidos por entidades públicas estrangeiras, manteve o seu peso em torno de um terço do total de aplicações em títulos, contrariando a tendência dos últimos anos de redução contínua da importância destes títulos (40.2 por cento do total de aplicações em títulos em Junho de 1999, 45.1 por cento em Dezembro de 1998 e 56.6 por cento em Dezembro de 1997).

Por sua vez, o comportamento dos valores de balanço dos títulos de rendimento variável foi relativamente uniforme no segundo semestre de 1999 e no primeiro semestre de 2000. Em complemento, a estrutura das aplicações em títulos de rendimento variável conheceu alterações significativas entre Dezembro de 1999 e Junho de 2000, assistindo-se nomeadamente a um reforço significativo das acções emitidas por residentes (que praticamente duplicaram nesse período, passando a representar 6.1 por cento do total de aplicações em títulos em Junho de 2000), em detrimento das unidades de participação em fundos de investimento nacionais, que registaram uma redução de 27.4 por cento entre Dezembro de 1999 e Junho de 2000 (peso de 4.1 por cento no total da carteira de títulos em Junho de 2000).

O aumento expressivo das imobilizações financeiras dos bancos no primeiro semestre de 2000 reflectiu a concretização das operações de aquisição referidas anteriormente, que envolveram a tomada de participações importantes, quer em bancos⁽¹⁵⁾, quer em instituições financeiras não bancárias.

O agregado das exposições dos bancos portugueses face às economias da América Latina, Ásia e Leste Europeu, não registou alterações significativas, situando-se, no primeiro semestre de 2000, em cerca de 1.5 por cento do activo deduzido da actividade interbancária. Recorde-se que a maior parte da exposição agregada se relaciona com o Brasil, em particular no financiamento de trocas comerciais e outras transacções com esse país (nomeadamente investimentos de longa duração na criação de filiais, aquisição de dívida pública brasileira e aplicações em instituições de crédito do grupo).

Do lado do financiamento dos bancos, é de destacar a manutenção da trajectória de aceleração dos recursos de clientes, com uma taxa de variação homóloga de 10.9 por cento em Junho de 2000, que compara com 9.2 por cento em Dezembro de 1999. Esta aceleração foi quase exclusivamente devida à forte expansão dos depósitos de não residentes (excluindo emigrantes) que cresceram 29.8 por cento em termos homólogos em Junho de 2000. Por sua vez, os depósitos de residentes (excluindo os depósitos de administrações públicas) reduziram ligeiramente o ritmo de crescimento, de 12.7 por cento em Dezembro de 1999 para 10.1 por cento em Junho de 2000. O aumento das taxas de juro de curto prazo, observado a partir da segunda metade de 1999, deverá ter induzido alterações graduais na escolha dos investidores no sentido do aumento das aplicações em depósitos a prazo (e de poupança), em detrimento dos depósitos à ordem, alterações essas que se manifestaram de forma mais intensa já no primeiro semestre de 2000. De facto, a taxa de variação homóloga dos depósitos à ordem reduziu-se de 18.1 por cento em Dezembro de 1999 para 12.5 por cento em Junho de 2000, enquanto o conjunto dos depósitos a prazo e de poupança aumentou o ritmo de crescimento de

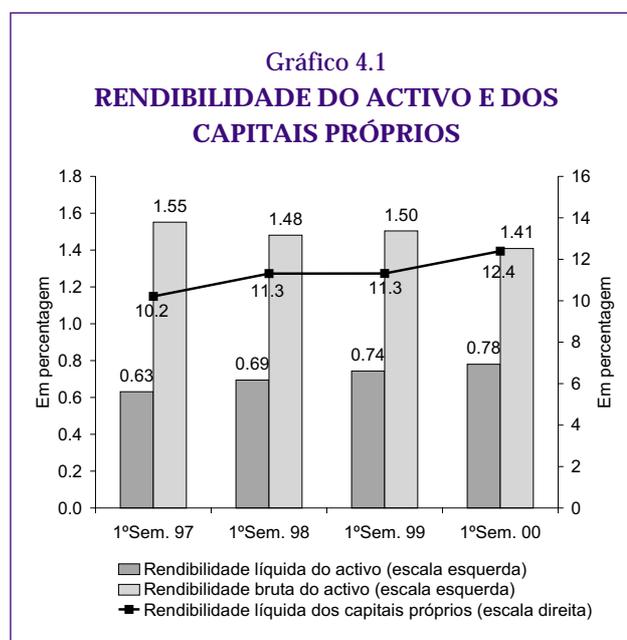
(15) Uma parte importante do aumento das imobilizações financeiras em bancos envolveu a troca de participações entre instituições.

5.4 por cento em Dezembro de 1999 para 8.9 por cento em Junho de 2000.

Tal como referido anteriormente, o financiamento interbancário no exterior, acelerou significativamente no primeiro semestre do corrente ano, registando uma taxa de variação homóloga de 29.7 por cento em Junho de 2000. As responsabilidades representadas por títulos continuaram a registar taxas de crescimento muito elevadas no primeiro semestre de 2000 (taxa de variação homóloga de 54.2 por cento em Junho de 2000, que compara com 60.3 por cento em Dezembro de 1999 e 45 por cento em Dezembro de 1998), em virtude da manutenção do dinamismo, já evidenciado em 1999, das emissões de obrigações de caixa e das emissões de obrigações de médio e longo prazo no mercado internacional. Desta forma, as responsabilidades representadas por títulos prosseguiram a tendência de aumento do peso na estrutura de financiamento dos bancos, passando a situar-se em 5.3 por cento do total de recursos em Junho de 2000 (4.7 por cento em Dezembro de 1999). Esta tendência de aumento do recurso a instrumentos de dívida titulada (nos quais se inclui também a dívida subordinada, não considerada anteriormente), tipicamente com maturidades mais longas que os empréstimos interbancários, permitiu contrariar, ainda que parcialmente, o peso dos prazos mais curtos na estrutura dos passivos globalmente considerados.

A evolução das provisões diversas do balanço, cuja taxa de crescimento foi de 35.9 por cento em Junho de 2000 (28.5 por cento em Dezembro de 1999), ficou a dever-se essencialmente ao comportamento das provisões para riscos gerais de crédito que têm um nível mínimo de carácter compulsório que é definido em percentagem do crédito concedido. Em Junho de 2000, a taxa de variação homóloga destas provisões situou-se em 38.5 por cento, um aumento face aos 33.3 por cento verificados em Dezembro de 1999.

Em virtude de se terem concentrado no primeiro semestre de 2000 algumas operações de aumento de capital dos bancos, associadas, em grande parte, às operações de aquisição que se concretizaram nesse período, os capitais próprios cresceram 20.8 por cento em termos homólogos, uma taxa de variação substancialmente superior à verificada em Dezembro de 1999 (8.1 por cento).



4. RENDIBILIDADE E SOLVABILIDADE

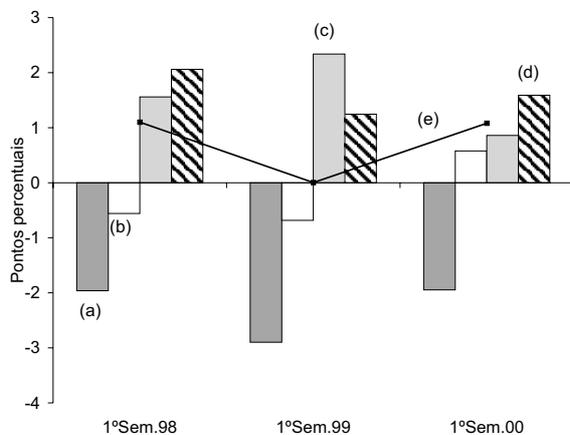
Os resultados líquidos do sistema bancário cresceram 21.0 por cento no primeiro semestre de 2000, valor bastante acima dos 18.4 por cento registados no final de Junho de 1999. Este comportamento induziu o crescimento dos indicadores de rentabilidade líquida do activo (de 0.74 por cento para 0.78 por cento em Junho de 2000)⁽¹⁶⁾ e dos capitais próprios (12.4 por cento contra 11.3 por cento um ano antes) (gráfico 4.1)⁽¹⁷⁾. A rentabilidade bruta do activo médio (resultado bruto global em percentagem do activo médio) decresceu ligeiramente, apresentando em Junho de 2000 um valor de 1.41 por cento (1.50 por cento no primeiro semestre de 1999).

A margem financeira reduziu o seu contributo negativo para a variação da rentabilidade líquida dos capitais próprios, o qual passou de -2.9 p.p. no final do primeiro semestre de 1999 para -1.9 p.p. um ano depois (gráfico 4.2). Os outros resultados correntes passaram a ter um contributo positivo (0.6 p.p.), tendo a evolução dos custos administrativos sido menos favorável para a rentabilidade dos capitais próprios do que no período homólogo

(16) A rentabilidade líquida do activo deduzido da actividade interbancária aumentou de 1.06 por cento no primeiro semestre de 1999 para 1.09 por cento no período equivalente do corrente ano.

(17) Os valores de rentabilidade semestral, assim como os rácios entre as rubricas da conta de resultados e o activo médio, encontram-se calculados em termos anualizados.

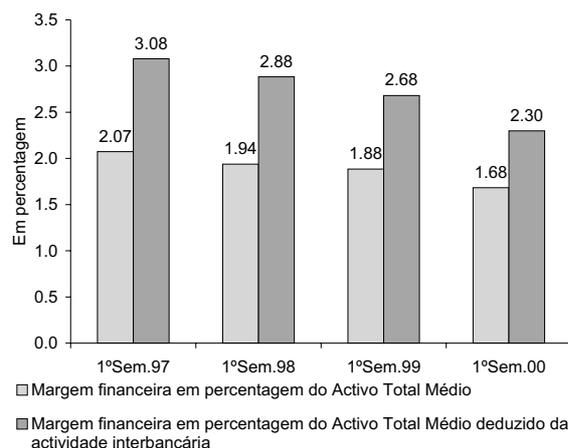
Gráfico 4.2
DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO
DA RENDIBILIDADE LÍQUIDA
DOS CAPITAIS PRÓPRIOS



Notas:

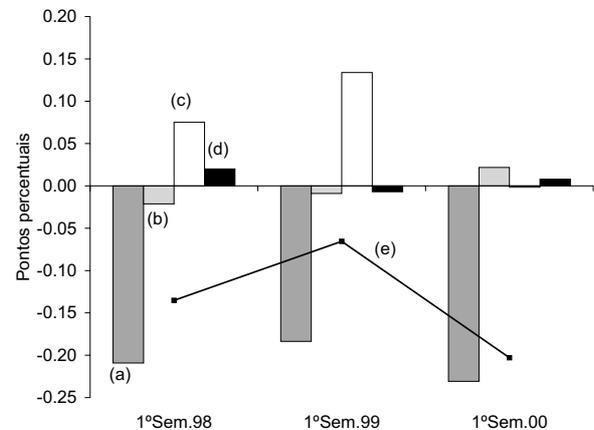
- (a) Margem financeira.
- (b) Outros resultados correntes.
- (c) Custos administrativos.
- (d) Resultados extraordinários, provisões, amortizações e impostos sobre lucros.
- (e) Variação total do ROE.

Gráfico 4.3
MARGEM FINANCEIRA EM PERCENTAGEM
DO ACTIVO TOTAL MÉDIO E DO ACTIVO
TOTAL MÉDIO DEDUZIDO DA
ACTIVIDADE INTERBANCÁRIA



(0.9 p.p. em Junho de 2000 face a 2.3 p.p. em Junho de 1999). Note-se ainda que as rubricas de resultados de cariz não operacional (os resultados extraordinários, as provisões, as amortizações e os impostos sobre os lucros do exercício) continuaram a

Gráfico 4.4
DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO DA
MARGEM FINANCEIRA
EM PERCENTAGEM DO ACTIVO MÉDIO



Notas:

- (a) Efeito da variação do diferencial entre as taxas médias das operações activas e passivas.
- (b) Efeito da alteração do nível da taxa de juro.
- (c) Efeito da alteração da estrutura do balanço.
- (d) Efeito com origem em operações extra-patrimoniais.
- (e) Variação total da margem financeira em percentagem do activo médio.

contribuir positivamente para o aumento da rentabilidade dos capitais próprios (1.6 p.p. no primeiro semestre de 2000 e 1.2 p.p. no período homólogo de 1999).

A demonstração de resultados do sistema bancário, em valor, em taxa de variação e em percentagem do activo médio, encontra-se nos quadros 4.1 e 4.2. É possível observar uma substancial desaceleração da margem financeira, cuja taxa de crescimento se situou em 2.9 por cento, valor que compara com 7.5 por cento um ano antes. Em consequência, o indicador da margem financeira em percentagem do activo total médio reduziu-se novamente, passando de 1.88 para 1.68 por cento (gráfico 4.3). Em percentagem do activo total médio deduzido da actividade interbancária a redução foi de 2.68 para 2.30 por cento.

A decomposição da variação da margem financeira em percentagem do activo total médio nos principais efeitos que a determinam (gráfico 4.4) mostra que a redução do diferencial entre as taxas médias das operações activas e passivas terá dado, mais uma vez, o principal contributo para a queda da margem financeira (reforçado, aliás, face a

Quadro 4.1

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS

Milhões de euros	Taxa de variação homóloga															
	1995	1996	1997	1997	1998	1998	1999	1999	2000	1996	1997	1998	1998	1999	1999	2000
			1ºsem.		1ºsem.		1ºsem.		1ºsem.			1ºsem.		1ºsem.		1ºsem.
Proveitos e ganhos																
1. Juros e proveitos equiparados	13052.0	12811.7	6266.6	12675.8	6188.2	12356.9	5712.9	11734.1	6973.8	-1.8	-1.1	-1.3	-2.5	-7.7	-5.0	22.1
2. Rendimentos de títulos	178.1	212.5	125.6	249.9	208.7	419.3	389.9	660.0	353.8	19.3	17.6	66.2	67.8	86.8	57.4	-9.2
3. Comissões	538.3	605.4	376.5	839.0	486.9	1119.3	585.5	1267.7	735.7	12.5	38.6	29.3	33.4	20.2	13.3	25.7
4. Lucros em operações financeiras	2696.4	3240.8	3370.3	4734.8	3200.6	7184.8	4112.0	8488.8	4587.7	20.2	46.1	-5.0	51.7	28.5	18.1	11.6
5. Outros proveitos e lucros	299.1	399.5	199.4	438.5	231.6	456.6	238.1	464.6	223.2	33.6	9.8	16.2	4.1	2.8	1.7	-6.2
6. Ganhos extraordinários	305.6	289.0	141.5	412.0	154.0	311.7	195.9	422.6	312.1	-5.4	42.5	8.8	-24.3	27.2	35.6	59.3
A. Total dos proveitos	17069.6	17558.9	10479.8	19350.0	10470.0	21848.5	11234.1	23037.9	13186.4	2.9	10.2	-0.1	12.9	7.3	5.4	17.4
Custos e perdas																
7. Juros e custos equiparados	9740.0	9560.8	4473.1	8995.4	4293.2	8524.0	3676.2	7753.3	4877.4	-1.8	-5.9	-4.0	-5.2	-14.4	-9.0	32.7
8. Comissões	89.6	102.4	52.9	115.6	74.9	169.5	91.8	200.1	122.0	14.3	12.9	41.5	46.6	22.6	18.1	32.8
9. Prejuízos em operações financeiras	2342.9	2564.9	2994.6	4041.6	2934.4	6695.1	3962.9	8036.4	4331.7	9.5	57.6	-2.0	65.7	35.0	20.0	9.3
10. Custos com pessoal	1661.9	1768.9	933.7	1925.2	936.6	1897.1	1003.8	2011.0	1051.2	6.4	8.8	0.3	-1.5	7.2	6.0	4.7
11. Fornecimentos e serviços de terceiros	900.2	1027.0	508.5	1117.4	588.3	1257.6	634.6	1384.8	690.7	14.1	8.8	15.7	12.5	7.9	10.1	8.8
12. Impostos	26.5	32.1	16.6	32.3	19.2	37.7	20.3	41.6	20.2	21.1	0.8	15.2	16.7	6.1	10.3	-0.6
13. Outros custos e prejuízos	36.1	63.0	17.0	41.7	21.1	47.1	22.9	49.2	25.7	74.3	-33.8	24.2	12.9	8.7	4.6	12.3
14. Perdas extraordinárias	150.7	147.8	89.9	204.9	92.4	190.2	98.7	204.0	96.0	-1.9	38.6	2.7	-7.2	6.8	7.3	-2.7
B. Total dos custos	14947.9	15266.9	9086.3	16474.2	8960.1	18818.3	9511.3	19680.5	11214.9	2.1	7.9	-1.4	14.2	6.2	4.6	17.9
C. Cash-flow do exercício	2121.6	2292.1	1393.5	2875.8	1509.9	3030.2	1722.9	3357.4	1971.4	8.0	25.5	8.4	5.4	14.1	10.8	14.4
D. Amortizações do exercício	368.8	367.4	186.1	392.8	199.1	424.6	216.7	463.8	217.2	-0.4	6.9	7.0	8.1	8.9	9.2	0.2
E. Provisões do exercício (líquidas de reposições)	767.4	786.0	495.1	975.3	439.0	998.1	522.3	1209.6	576.6	2.4	24.1	-11.3	2.3	19.0	21.2	10.4
F. Resultado antes de impostos	985.5	1138.6	712.3	1507.7	871.8	1607.6	983.8	1684.0	1177.7	15.5	32.4	22.4	6.6	12.8	4.8	19.7
G. Impostos sobre lucros	202.4	238.7	166.3	318.8	193.0	337.4	180.3	270.7	205.6	17.9	33.6	16.1	5.8	-6.6	-19.8	14.0
H. Resultado líquido do exercício	783.0	900.0	546.0	1188.9	678.8	1270.1	803.5	1413.3	972.1	14.9	32.1	24.3	6.8	18.4	11.3	21.0
I. Margem financeira	3312.1	3251.0	1793.5	3680.4	1895.0	3832.8	2036.7	3980.8	2096.4	-1.8	13.2	5.7	4.1	7.5	3.9	2.9
J. Outros Resultados correntes	1216.7	1695.7	990.6	2031.0	1078.3	2230.5	1227.4	2553.7	1400.9	39.4	19.8	8.8	9.8	13.8	14.5	14.1
L. Produto bancário	4528.8	4946.7	2784.1	5711.4	2973.3	6063.4	3264.1	6534.5	3497.3	9.2	15.5	6.8	6.2	9.8	7.8	7.1
M. Custos administrativos	2562.1	2795.8	1442.2	3042.7	1524.9	3154.6	1638.4	3395.8	1741.9	9.1	8.8	5.7	3.7	7.4	7.6	6.3
N. Resultado bruto global	1966.7	2150.9	1341.9	2668.7	1448.3	2908.7	1625.7	3138.8	1755.3	9.4	24.1	7.9	9.0	12.2	7.9	8.0
O. Resultados extraordinários	154.9	141.2	51.6	207.1	61.6	121.5	97.2	218.6	216.1	-8.9	46.7	19.3	-41.3	57.8	79.9	122.4

Quadro 4.2

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS

Em percentagem do activo médio

	1995	1996	1997	1997	1998	1998	1999	1999	2000
			1ºSem.		1ºSem.		1ºSem.		1ºSem.
Proveitos e ganhos									
1. Juros e proveitos equiparados	9.34	8.43	7.25	7.08	6.33	6.12	5.29	5.21	5.60
2. Rendimentos de títulos	0.13	0.14	0.15	0.14	0.21	0.21	0.36	0.29	0.28
3. Comissões	0.39	0.40	0.44	0.47	0.50	0.55	0.54	0.56	0.59
4. Lucros em operações financeiras	1.93	2.13	3.90	2.65	3.27	3.56	3.80	3.77	3.68
5. Outros proveitos e lucros	0.21	0.26	0.23	0.25	0.24	0.23	0.22	0.21	0.18
6. Ganhos extraordinários	0.22	0.19	0.16	0.23	0.16	0.15	0.18	0.19	0.25
A. Total dos proveitos	12.22	11.55	12.12	10.81	10.71	10.83	10.39	10.23	10.58
Custos e perdas									
7. Juros e custos equiparados	6.97	6.29	5.17	5.03	4.39	4.22	3.40	3.44	3.91
8. Comissões	0.06	0.07	0.06	0.06	0.08	0.08	0.08	0.09	0.10
9. Prejuízos em operações financeiras	1.68	1.69	3.46	2.26	3.00	3.32	3.67	3.57	3.48
10. Custos com pessoal	1.19	1.16	1.08	1.08	0.96	0.94	0.93	0.89	0.84
11. Fornecimentos e serviços de terceiros	0.64	0.68	0.59	0.62	0.60	0.62	0.59	0.61	0.55
12. Impostos	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
13. Outros custos e prejuízos	0.03	0.04	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
14. Perdas extraordinárias	0.11	0.10	0.10	0.11	0.09	0.09	0.09	0.09	0.08
B. Total dos custos	10.70	10.05	10.51	9.21	9.16	9.32	8.80	8.74	9.00
C. Cash-flow do exercício	1.52	1.51	1.61	1.61	1.54	1.50	1.59	1.49	1.58
D. Amortizações do exercício	0.26	0.24	0.22	0.22	0.20	0.21	0.20	0.21	0.17
E. Provisões do exercício (líquidas de reposições) ..	0.55	0.52	0.57	0.55	0.45	0.49	0.48	0.54	0.46
F. Resultado antes de impostos	0.71	0.75	0.82	0.84	0.89	0.80	0.91	0.75	0.95
G. Impostos sobre lucros	0.14	0.16	0.19	0.18	0.20	0.17	0.17	0.12	0.16
H. Resultado líquido do exercício	0.56	0.59	0.63	0.66	0.69	0.63	0.74	0.63	0.78
I. Margem financeira	2.37	2.14	2.07	2.06	1.94	1.90	1.88	1.77	1.68
J. Outros Resultados correntes	0.87	1.12	1.15	1.14	1.10	1.11	1.14	1.13	1.12
L. Produto bancário	3.24	3.25	3.22	3.19	3.04	3.00	3.02	2.90	2.81
M. Custos administrativos	1.83	1.84	1.67	1.70	1.56	1.56	1.52	1.51	1.40
N. Resultado bruto global	1.41	1.42	1.55	1.49	1.48	1.44	1.50	1.39	1.41
O. Resultados extraordinários	0.11	0.09	0.06	0.12	0.06	0.06	0.09	0.10	0.17
Activo médio (milhões de euros)	139712.1	151978.6	172974.6	178937.3	195588.8	201811.2	216171.0	225212.0	249212.6

igual período do ano transacto). A diferença entre a rentabilidade média dos activos e o custo médio dos passivos reduziu-se novamente no primeiro semestre de 2000, à semelhança do sucedido em períodos homólogos desde 1997, situando-se em Junho do corrente ano em 1.73 p.p. (quadro 4.3). Para esta evolução contribuiu a redução da margem nas operações não interbancárias, de 3.17 p.p. em Junho de 1999 para 2.77 p.p. um ano depois (com um decréscimo de 42 p.p. na margem do cré-

dito sobre os depósitos, para 3.39 p.p.), já que o diferencial (negativo) de rentabilidade nas operações interbancárias se manteve aproximadamente estável.

O continuado estreitamento das margens na generalidade das operações activas, tomando como referência as taxas de juro do mercado monetário (gráficos 4.5A e 4.5B), terá estado na origem desta evolução, já que as margens nas operações passivas registaram um sensível acréscimo desde a se-

Quadro 4.3

TAXAS DE REMUNERAÇÃO MÉDIA IMPLÍCITA

	1996	1997	1998	1999	2000
	1ºSem.	1ºSem.	1ºSem.	1ºSem.	1ºSem.
Activos interbancários ^(a)	6.01	5.25	4.30	3.37	3.54
Activos não interbancários	9.79	8.32	7.00	5.64	5.37
Crédito (bruto)	10.59	9.18	7.77	6.12	5.67
Títulos (bruto)	9.11	7.08	5.70	4.63	4.88
Outros activos	0.91	2.70	2.13	1.15	0.84
Activos remunerados	8.43	7.13	5.99	4.86	4.79
Passivos interbancários	6.73	5.47	4.65	3.64	3.82
Passivos não interbancários	6.28	4.70	3.58	2.47	2.60
Depósitos	6.14	4.40	3.40	2.31	2.28
Depósitos à ordem	2.53	1.96	1.51	0.91	1.03
Depósitos a prazo	7.48	5.43	4.31	3.07	3.02
Outros	3.18	3.04	2.24	1.89	1.37
Títulos	8.22	8.07	5.33	3.32	4.16
Títulos participação e empréstimos subordinados	8.93	6.87	5.73	4.73	5.22
Outros recursos	6.87	5.83	3.08	1.73	1.66
Passivos remunerados	6.42	4.98	3.98	2.92	3.07
Diferenciais:					
Activos remunerados-passivos remunerados	2.00	2.16	2.01	1.94	1.73
Activos não interbancários-passivos não interbancários	3.51	3.62	3.42	3.17	2.77
Crédito-depósitos	4.45	4.78	4.37	3.81	3.39
Activos interbancários - passivos interbancários	-0.72	-0.22	-0.35	-0.27	-0.28

Nota:

(a) Inclui: caixa, depósitos à ordem no Banco de Portugal, disponibilidades sobre instituições de crédito e aplicações em instituições de crédito.

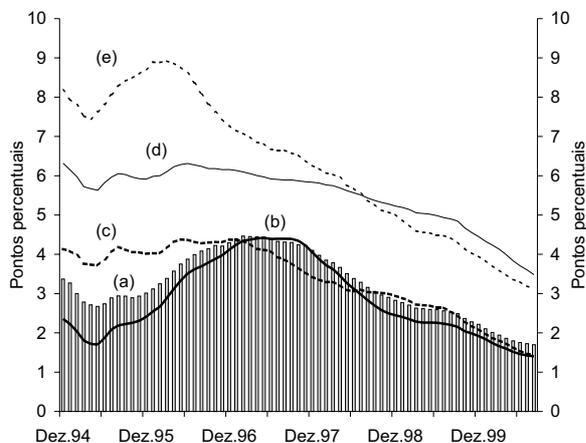
gunda metade de 1999. Este comportamento das margens estará associado, por um lado ao desfazamento existente na transmissão dos movimentos das taxas de juro do mercado monetário interbancário às taxas de juro bancárias e, por outro, às diferenças na velocidade de ajustamento das taxas activas e passivas aos novos níveis de taxas de juro interbancárias. Neste sentido, esta dinâmica de estreitamento das margens nas operações activas e de aumento das margens nas operações passivas deverá ter, em grande parte, uma natureza temporária, esperando-se que estas revertam para o seu nível de médio prazo.

O principal aspecto a salientar na variação da margem financeira em percentagem do activo total médio prende-se, no entanto, com o efeito da alteração da estrutura do balanço, que passou de principal contributo positivo para um contributo marginalmente negativo no primeiro semestre de 2000. Este comportamento deverá estar associado ao facto de o efeito positivo das alterações de estrutura do activo — no sentido do aumento da importância das operações com maior remuneração,

como seja o crédito a clientes — ter sido mais do que compensado pelo efeito conjunto das alterações de estrutura dos passivos — no sentido do aumento do peso das operações mais onerosas (e.g. passivos interbancários, financiamento por emissão de títulos), e do crescimento dos passivos remunerados (globalmente considerados) mais acentuado do que o dos activos remunerados. Pelo contrário, a subida do nível das taxas de juro e as operações extra-patrimoniais passaram a contribuir positivamente para a variação da margem financeira em percentagem do activo total médio.

Os outros resultados correntes apresentaram em Junho de 2000 um crescimento de 14.1 por cento, valor que representa uma ligeira aceleração face à taxa registada um ano antes. Apesar do ligeiro aumento da taxa de crescimento, esta componente dos resultados reduziu-se 0.02 p.p. em percentagem do activo total médio, situando-se, em Junho de 2000, em 1.12 por cento. Desta forma, o produto bancário apresentou-se em desaceleração face ao período homólogo do ano anterior, situando-se a respectiva taxa de crescimento em

Gráfico 4.5A
DIFERENCIAIS ENTRE AS TAXAS DE JURO DO CRÉDITO BANCÁRIO E AS TAXAS DE JURO DO MERCADO MONETÁRIO
 Médias de 12 meses



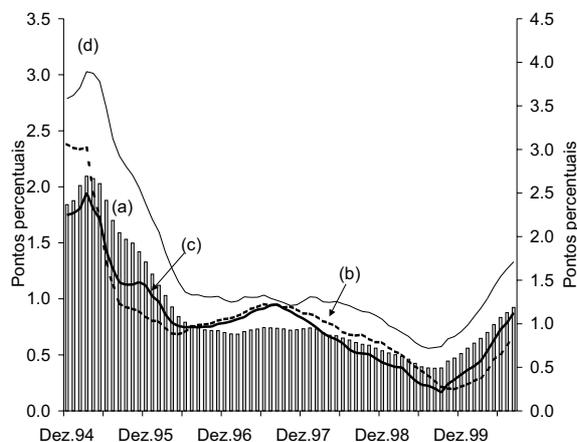
Notas:

- (a) Diferencial entre as taxas de juro médias do crédito bancário e as taxas do mercado monetário (ponderado por prazo e montante das operações de crédito).
- (b) Diferencial entre as taxas de juro dos empréstimos a particulares (mais de 5 anos) e a taxa de juro no mercado monetário a 6 meses.
- (c) Diferencial entre as taxas de juro dos empréstimos a sociedades não financeiras (90 a 180 dias) e a taxa de juro no mercado monetário a 3 meses.
- (d) Diferencial entre as taxas de juro do crédito (desconto) a sociedades não financeiras (90 a 180 dias) e a taxa de juro no mercado monetário a 3 meses.
- (e) Diferencial entre as taxas de juro do crédito (desconto) a sociedades não financeiras (90 a 180 dias) e a taxa de juro no mercados a 3 meses.

Junho de 2000 em 7.1 por cento (9.8 por cento em Junho de 1999); em percentagem do activo médio a variação foi de 3.02 no final do primeiro semestre de 1999, para 2.81 por cento um ano depois.

O crescimento dos outros resultados correntes ficou a dever-se à evolução dos lucros líquidos em operações financeiras, cuja taxa de variação homóloga atingiu 71.7 por cento, contra uma variação negativa de 44.0 por cento no ano anterior. Esta alteração tão pronunciada da trajectória dos resultados em operações financeiras ficou a dever-se essencialmente aos ganhos de detenção e mais-valias realizadas nas carteiras de títulos de rendimento variável que mais do que quadruplicaram relativamente ao período homólogo do ano anterior. Também os ganhos líquidos com comissões apresentaram uma aceleração, de 19.8 por cento em

Gráfico 4.5B
DIFERENCIAIS ENTRE AS TAXAS DE JURO DO MERCADO MONETÁRIO E AS TAXAS DE JURO DOS DEPÓSITOS BANCÁRIOS
 Médias de 12 meses

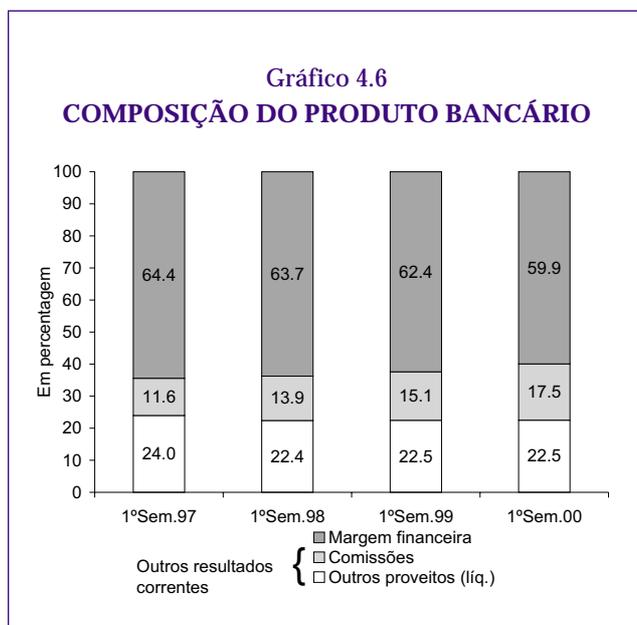


Notas:

- (a) Diferencial entre as taxas de juro do mercado monetário e as taxas de juro médias dos depósitos a prazo e equiparados – ponderados por prazo e montante dos depósitos (inclui todos os depósitos e equiparados, excepto os passivos à vista).
- (b) Diferencial entre as taxas de juro do mercado monetário a 1 mês e as taxas de juro dos depósitos a prazo 31 a 90 dias.
- (c) Diferencial entre as taxas de juro do mercado monetário a 3 meses e as taxas de juro dos depósitos a prazo 91 a 180 dias.
- (d) Diferencial entre as taxas de juro do mercado monetário a 6 meses e as taxas de juro dos depósitos a prazo 181 a 1 ano.

Junho de 1999 para 24.3 por cento um ano depois, o que ficou a dever-se, em grande parte, ao crescimento apresentado pelas comissões por garantias prestadas e outros compromissos perante terceiros, pelas comissões associadas à gestão e domiciliação de valores, nomeadamente unidades de participação em fundos de investimento e acções, assim como as comissões pela realização de operações sobre esses títulos por conta de terceiros. Por seu lado, e ao contrário do sucedido em anos anteriores, os rendimentos de títulos reduziram-se 9.2 por cento no primeiro semestre de 2000, o que compara com um acréscimo de 86.8 por cento no período equivalente de 1999.

O nível verificado pelos resultados extraordinários no primeiro semestre de 2000, que mais do que duplicou face ao período homólogo de 1999,



deverá relacionar-se com a cedência de participações com valor contabilístico muito inferior ao valor de venda, num contexto em que, o mercado accionista, após a forte valorização verificada no final de 1999 e primeiros meses de 2000, passou posteriormente a apresentar uma evolução menos favorável.

No primeiro semestre de 2000, verificou-se novamente um decréscimo da importância relativa da margem financeira no total do produto bancário, passando de 62.4 por cento em Junho de 1999 para 59.9 por cento em Junho de 2000 (gráfico 4.6), reflectindo o aumento dos resultados em operações financeiras (mais 2.8 p.p. do que no primeiro semestre de 1999) bem como das comissões (mais 2.4 p.p. que um ano antes).

Os custos administrativos apresentaram no primeiro semestre de 2000 um crescimento mais moderado (6.3 por cento) que no período homólogo do ano anterior (7.4 por cento), em resultado da forte desaceleração verificada nos custos com pessoal (4.7 por cento face a 7.2 por cento em Junho de 1999). Os custos administrativos em percentagem do activo médio reduziram-se de 1.52 por cento no primeiro semestre de 1999 para 1.40 por cento no período homólogo de 2000, enquanto o indicador que relaciona os custos administrativos com o produto bancário passou a situar-se abaixo do referencial de 50 por cento. A taxa de variação dos custos com pessoal deduzidos de encargos sociais foi de 5.1 por cento no primeiro semestre de 2000, que compara com 5.4 por cento no mesmo

Quadro 4.4

ADEQUAÇÃO DE FUNDOS PRÓPRIOS
Base consolidada

Milhões de euros

	1999		2000
	Jun.	Dez.	Jun.
1. Fundos próprios			
1.1. Fundos próprios de base.....	11 876.3	12 504.3	13 243.6
1.2. Fundos próprios complementares	4 540.9	4 892.4	5 489.7
1.3. Deduções.....	745.1	800.5	1 678.6
1.4. Fundos próprios suplementares	10.6	39.7	162.8
Total dos fundos próprios.....	15 682.7	16 635.9	17 217.4
2. Requisitos de fundos próprios.....			
2.1. Rácio de solvabilidade	9 801.3	10 923.9	12 318.5
2.2. Riscos de posição	273.9	227.0	292.7
2.3. Riscos de liquidação e contraparte	49.3	47.8	27.4
2.4. Riscos cambiais.....	67.4	85.1	135.1
2.5. Outros requisito	1.3	0.0	0.1
Total dos requisitos de fundos próprios	10 193.4	11 283.7	12 773.8
3. Rácios			
3.1. Fundos próprios/Requisitos totais	153.9%	147.4%	134.8%
3.2. Fundos próprios/(Requisitos totais x 12.5)	12.3%	11.8%	10.8%

período do ano anterior. O peso dos custos com pessoal no total dos custos administrativos passou de 61.3 por cento no final da primeira metade de 1999 para 60.3 por cento um ano mais tarde, em linha com a redução verificada no número de trabalhadores por balcão de 12.6 em Junho de 1999 para 12.0 em Junho de 2000. Por seu lado, o ritmo de crescimento dos fornecimentos e serviços de terceiros aumentou de 7.9 por cento no primeiro semestre de 1999 para 8.8 por cento no mesmo período do corrente ano. Cerca de um quarto do crescimento desta rubrica esteve associado a alugueres e reparações de equipamentos e à contratação de serviços especializados na área de informática, enquanto cerca de 10 por cento esteve associado a comunicações e despesas de expedição, e outros 10 por cento a campanhas de publicidade.

Quadro 4.5

DECOMPOSIÇÃO DO RÁCIO GLOBAL DE ADEQUAÇÃO DE FUNDOS PRÓPRIOS

Base consolidada

Em percentagem

	Fundos próprios de base	Outros fundos	Deduções	Risco global de Adequação de f.p.
	Riscos ponderados			
1999				
Jun . .	9.3	3.6	0.6	12.3
Dez. .	8.9	3.5	0.6	11.8
2000				
Jun . .	8.3	3.5	1.1	10.8

O rácio médio de adequação dos fundos próprios era em 30 de Junho de 2000 de 10.8 por cento (quadros 4.4 e 4.5), o que significa uma redução de 1.5 p.p., quando comparado com 30 de Junho de 1999. Para esta variação contribuiu sobretudo a redução do rácio dos fundos próprios de base, de 9.3 para 8.3 por cento. Na base desta evolução dos rácios de adequação, encontra-se o acentuado crescimento dos requisitos para cobertura dos riscos de crédito e de mercado (25.3 por cento face a Junho de 1999), que resultou essencialmente da expansão do volume da carteira de crédito, acompanhado de um crescimento mais modesto dos fundos próprios (9.8 por cento) e conjugado com o expressivo aumento das deduções aos fundos próprios. Este aumento das deduções aos fundos próprios resultou das operações de consolidação no sector concretizadas no primeiro semestre de 2000.

A descida do rácio de adequação acabou por concentrar-se no primeiro semestre de 2000, já que, entre Dezembro de 1999 e Junho de 2000, este rácio diminuiu 1.0 ponto percentual reflectindo em larga medida o impacto das operações de aquisição no sector. O grau de permanência da redução verificada neste rácio dependerá, em larga medida, da consolidação da reestruturação do sector,

no seguimento das já mencionadas operações de aquisição, permitindo a recomposição dos fundos próprios dos bancos envolvidos.

5. CONCLUSÃO

No primeiro semestre de 2000, a situação do sistema bancário apresentou melhorias em termos de rentabilidade e eficiência. Os níveis de provisão reforçaram-se assinalavelmente, sendo que as provisões totais para crédito representavam cerca de 140 por cento do total de crédito vencido, constituindo este facto um contraponto importante à redução do rácio de adequação dos fundos próprios.

Os níveis de rentabilidade que têm vindo a registar-se encontram-se associados parcialmente à fase do ciclo económico, que favoreceu a expansão do volume de actividade dos bancos e a ocorrência de baixos níveis de incumprimento na carteira de crédito.

Note-se, contudo, que não é sustentável no médio prazo a persistência de ritmos de expansão da actividade dos bancos, em particular do crédito bancário, claramente acima da evolução da actividade económica. Assim sendo, é desejável um retorno rápido a variações mais moderadas, compatíveis com um cenário de evolução futura da economia portuguesa sem agravamento das necessidades de financiamento em relação ao exterior. A desaceleração já verificada no crédito a particulares aponta neste sentido, apesar do ritmo de crescimento deste segmento do crédito se encontrar ainda substancialmente acima do crescimento do rendimento disponível do sector.

A conjugação da trajectória de subida das taxas de juro bancárias e dos elevados níveis de endividamento do sector privado já atingidos, tenderá a travar o crescimento da procura interna e, consequentemente, a expansão do crédito. Tal deverá permitir conter o financiamento dos bancos no exterior, evitando, assim, uma maior vulnerabilidade a choques adversos nas condições de financiamento a nível internacional.

A MÉDIA APARADA ASSIMÉTRICA COMO INDICADOR DE TENDÊNCIA DA INFLAÇÃO *

Carlos Robalo Marques**
João Machado Mota**

1. INTRODUÇÃO

Recentemente Marques *et al.* (1999) introduziram novos critérios para avaliar potenciais indicadores de tendência de inflação e mostraram que a média aparada que tem vindo a ser usada pelo Banco de Portugal como instrumento de análise da inflação, apresenta um enviesamento com carácter sistemático relativamente ao nível médio da própria inflação.

Este artigo discute o uso de médias aparadas enquanto indicadores de tendência da inflação no caso em que a distribuição das variações de preços é assimétrica e mostra que este enviesamento da média aparada resulta do facto de a distribuição das variações de preços ser em Portugal, habitualmente, assimétrica positiva.

Esta conclusão é utilizada como ponto de partida para o cálculo de diversas médias aparadas que obedecem a todas as condições estabelecidas em Marques *et al.* (1999), e que, em particular, não apresentam um enviesamento com carácter sistemático face à taxa de inflação.

Entre estas, a média aparada assimétrica a 10 por cento centrada no percentil 51.5, isto é, a média calculada excluindo 11.5 por cento da aba esquerda e 8.5 por cento da aba direita da distribuição ordenada das variações de preços, é a menos

volátil. Por esta razão é recomendada como um indicador de tendência da inflação. Deve, todavia, notar-se que este indicador apresenta alguma irregularidade e, conseqüentemente, pode ser difícil chegar a conclusões definitivas a partir da análise do seu comportamento de curto prazo.

Este artigo está organizado da seguinte forma. Na secção 2 são revistos brevemente os argumentos teóricos invocados para justificar o uso da média aparada como indicador de tendência da inflação. Na secção 3 caracteriza-se a distribuição das variações de preços no caso português em termos da assimetria e achatamento. Na secção 4 discute-se o cálculo e a utilização de médias aparadas no contexto de distribuições achatadas e assimétricas. Na secção 5 são avaliadas as diversas médias aparadas assimétricas que não apresentam um enviesamento sistemático relativamente à inflação e, finalmente, na secção 6 apresentam-se as principais conclusões.

2. ARGUMENTOS TEÓRICOS PARA O USO DA MÉDIA APARADA COMO INDICADOR DE TENDÊNCIA DA INFLAÇÃO

Esta secção revê brevemente os principais argumentos para a utilização de médias aparadas na medição da tendência da inflação. Seja P_{it} o índice de preços da “classe elementar i ” e α_i o respectivo peso no cabaz. Por definição temos:

$$P_t = \sum_{i=1}^N \alpha_i P_{it} \quad (1)$$

onde P_t representa o índice de preços no consumidor (IPC) e N o número de classes elementares. É

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

** Departamento de Estudos Económicos.

*** Os autores agradecem os comentários e sugestões de Scott Roger, Luc Aucremanne, Afonso Silva e José Ferreira Machado, bem como a disponibilidade de Fátima Teodoro e João Barrambana, na elaboração do programa usado nos cálculos apresentados.

fácil demonstrar que a partir de (1) se pode escrever:

$$\pi_t = \sum_{i=1}^N \omega_{it} \pi_{it} \quad (2)$$

onde

$$\begin{aligned} \pi_t &= \left(\frac{P_t}{P_{t-12}} - 1 \right) \cdot 100 \\ \pi_{it} &= \left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-12}} - 1 \right) \cdot 100 \\ \omega_{it} &= \alpha_i \frac{P_{i,t-12}}{P_{t-12}} \end{aligned} \quad (3)$$

Repare-se que a equação (2) apresenta a taxa homóloga de inflação π_t na forma de uma soma ponderada das taxas de inflação de cada uma das classes que entram na constituição do IPC. Todavia os pesos ω_{it} , embora somem 1, são variáveis de mês para mês.

A generalidade da literatura admite que a taxa de inflação pode ser vista como o resultado da soma de dois efeitos. O primeiro corresponde a uma alteração do nível geral dos preços, relacionada com factores monetários, a que se chama tendência de inflação. O segundo corresponde a alterações nos preços relativos de uma ou mais das classes que entram na constituição do IPC, em resultado de fenómenos limitados a mercados restritos, provocados por factores económicos de curto prazo ou problemas de medição. Com base nestes efeitos, as variações de preços da classe i do IPC podem escrever-se como:

$$\pi_{it} = \pi_t^* + v_{it} \quad (4)$$

onde π_t^* representa a tendência da inflação e v_{it} os desvios da classe i relativamente à tendência, ocorridos no período t . Multiplicando (4) por ω_{it} , somando e notando que $\sum_{i=1}^N \omega_{it} = 1$, obtemos a condição

$$\pi - \pi_t^* = \sum_{i=1}^N \omega_{it} v_{it} = u_t \quad (5)$$

onde u_t é, por hipótese, uma variável estacionária de média zero.

Assumidamente a política monetária deve preocupar-se com a tendência da inflação, π_t^* . Este facto explica porque razão a procura de indicadores de tendência da inflação se tornou recentemente numa área activa de investigação em muitos Bancos Centrais.

Por definição, um indicador de tendência deve procurar eliminar alterações de preços resultantes dos fenómenos de curta duração, que provocam alterações erráticas na inflação observada. Um dos métodos propostos na literatura para a construção de tais indicadores que mais atenção tem chamado, devido à sua simplicidade de cálculo, apelo intuitivo e potencial consiste no cálculo de médias aparadas.

No contexto da equação (2) a média aparada é obtida a partir da eliminação de uma dada percentagem das maiores e das menores variações de preços. Assim, por exemplo, a média aparada a 10 por cento obtém-se de (2) excluindo as 10 por cento menores variações (π_{it}) e as 10 por cento maiores variações, ou seja, tomando apenas 80 por cento (calculados levando em conta os pesos ω_{it}) das variações centrais.

O uso de médias aparadas enquanto indicador de tendência de inflação é geralmente justificado quer em termos económicos quer em termos estatísticos. Os argumentos económicos baseiam-se geralmente em modelos de comportamento das firmas na fixação de preços, na presença de custos de alteração dos preços⁽¹⁾.

Os argumentos estatísticos invocados para justificar a utilização de médias aparadas baseiam-se na ideia, corroborada empiricamente, de que a distribuição das variações dos preços das diversas classes do IPC é mais achatada que a normal (leptocúrtica). Sempre que a distribuição dos preços é leptocúrtica pode demonstrar-se que estimadores da média da população que atribuam mais peso a observações no centro da distribuição são mais eficientes que a média amostral. Tal acontece porque numa distribuição achatada existe uma maior probabilidade de se verificar uma grande contributo para a inflação de variações ocorridas numa das

(1) Uma breve discussão destes modelos pode ser vista em Marques e Mota (2000).

(2) Ver Bryan *et al.* (1997).

abas da distribuição, não compensado por um contributo com um peso equivalente e de sinal contrário, na outra aba da distribuição de preços⁽²⁾.

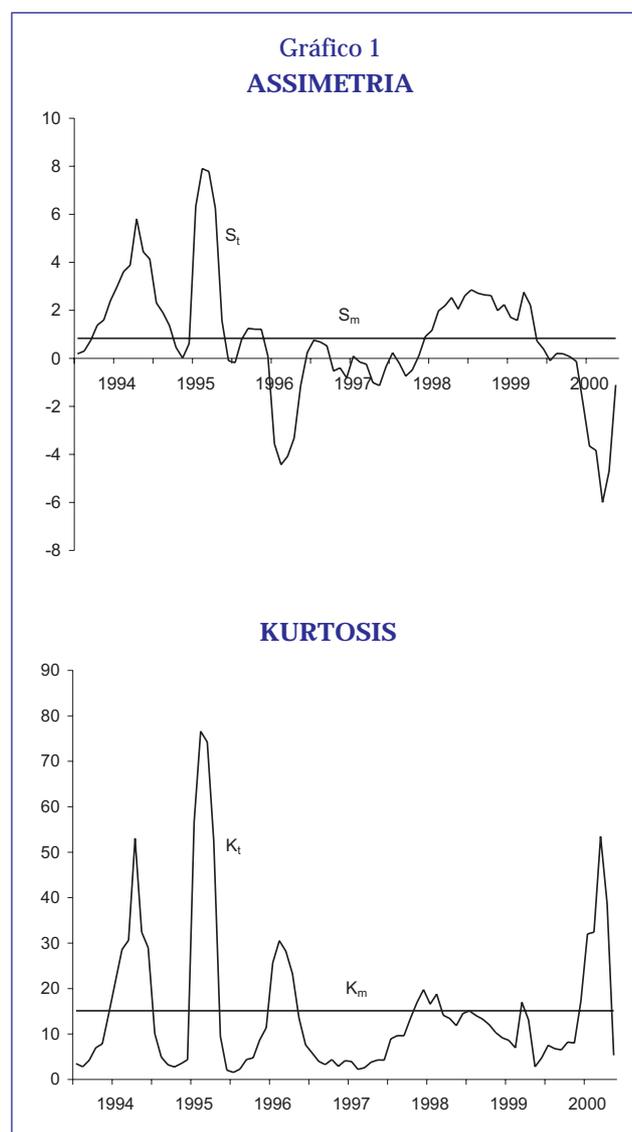
Assim sendo, o estimador mais eficiente da média da distribuição das variações de preços (identificada como a tendência da inflação) poderá não ser a taxa de variação homóloga do IPC (a média da amostra) mas um estimador que dê mais peso às observações amostrais próximas do centro da distribuição. A média aparada e a mediana são os mais simples destes estimadores. Bryan *et al.* (1997) mostraram que quanto mais achatada for uma distribuição menos eficiente é a média amostral. Mostraram, igualmente, que, em geral, quanto mais achatada for uma distribuição maior deve ser o aparamento (percentagem de observações a excluir ou a “aparar” nas abas da distribuição). A ideia é a de que quanto mais achatada for a distribuição maior a percentagem de variações de preços não “representativa” da tendência da inflação que se pretende identificar.

Estes argumentos estatísticos, apresentados, por exemplo, em Cecchetti (1997), partem da ideia que a distribuição subjacente de preços é simétrica. Todavia, como veremos nas secções seguintes, estes resultados não são imediatamente generalizáveis quando a distribuição de preços é não só achatada mas também assimétrica, dado que neste caso alterações da percentagem de “aparamento” alteram o valor esperado do estimador, o que não sucede nas distribuições simétricas. Devido a este facto, as médias aparadas usadas nas próximas secções devem ser vistas principalmente como instrumentos estatísticos para construir indicadores de tendência da inflação que potencialmente respeitem os critérios de avaliação apresentados na secção 5.

3. CARACTERIZAÇÃO DA DISTRIBUIÇÃO DAS VARIAÇÕES DE PREÇOS

Nesta secção analisam-se as principais características da distribuição das variações de preços subjacente ao IPC recorrendo às medidas tradicionais de achatamento e assimetria. Uma análise equivalente foi realizada por Coimbra e Neves (1997).

Representando o momento central de ordem k por m_{kt} temos



$$m_{kt} = \sum_i^N \omega_{it} (\pi_{it} - \pi_t)^k \quad (6)$$

e os coeficientes de assimetria (S_t) e achatamento (K_t) vêm dados por

$$S_t = \frac{m_{3t}}{(m_{2t})^{\frac{3}{2}}} \quad (7)$$

$$K_t = \frac{m_{4t}}{(m_{2t})^2} - 3 \quad (8)$$

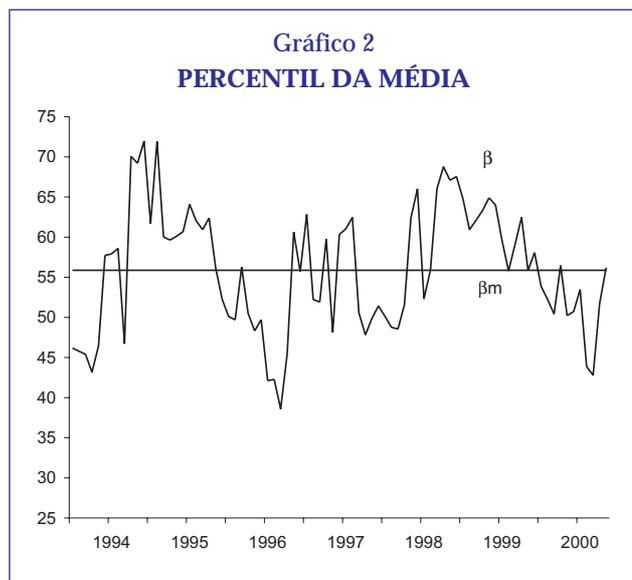
No gráfico 1 apresentam-se os valores obtidos para o coeficiente de assimetria e de achatamento, no período de Julho de 1993 a Maio de 2000. O coeficiente de assimetria tem sido variável ao longo do tempo com alternância de períodos de assimetria positiva e negativa. Em termos médios a assimetria foi positiva tendo apresentado um valor de

0.83 (recta S_m no gráfico 1), valor superior ao encontrado para os EUA (0.2) por Bryan *et al.* (1997), mas aproximado aos valores encontrados para a Nova Zelândia (0.7) por Kearns (1998) ou para a Irlanda (0.8) por Meyler (1999).

Um outro indicador da assimetria da distribuição é dado pelo percentil da média. Numa distribuição simétrica e mesocúrtica ($S_t = 0$ em (7) e $K_t = 0$ em (8)) é de esperar que a média da distribuição ocorra em torno do percentil 50. O mesmo não sucederá numa distribuição assimétrica. No gráfico 2 apresenta-se o percentil da média para a distribuição das variações de preços (β) e respectivo valor médio (β_m), obtido como a média dos percentis da média no período amostral. Como se pode verificar o percentil da média ocorre quase sempre acima do percentil 50 o que é outro indicador da assimetria média positiva da distribuição. Em termos médios para o período amostral verifica-se que a média da distribuição amostral ocorre no percentil 56 (valor de β_m). Este valor compara de perto com o obtido para outros países.

Na segunda parte do gráfico 1 apresenta-se o coeficiente de achatamento. Repare-se que K_t na equação (8) mede o “excesso” de achatamento relativamente à distribuição normal, habitualmente designado por “kurtosis”, pelo que qualquer valor superior a zero implica a existência de uma distribuição leptocúrtica. O valor de K_t ao longo do período amostral é sempre positivo com um valor médio de 15.10, o que significa que a distribuição das variações de preços é fortemente leptocúrtica (tem abas pesadas). Por esta razão, num dado mês uma grande proporção do IPC pode apresentar variações que diferem significativamente da inflação média.

Da análise do gráfico 1 há ainda outra conclusão importante que interessa reter: o nível de assimetria e o grau de achatamento estão bastante correlacionados. Períodos de forte assimetria (positiva ou negativa) estão em geral ligados a períodos de maior achatamento (ou *vice versa*). Por outras palavras, parece existir uma forte ligação entre os dois indicadores, a qual pode ser justificada de duas formas. Por um lado, se a distribuição é assimétrica positiva (negativa) então a amostra tende a ser enviesada para a direita (esquerda) indicando uma aba direita (esquerda) mais longa. Ora o achatamento ou “kurtosis” mede a importância re-



lativa das caudas da distribuição e portanto tenderá a ser maior quanto maior (em valor absoluto) for a assimetria. Mas a relação poderá ocorrer também no sentido contrário. Segundo Bryan *et al.* (1997), quando a distribuição é achatada, é maior a probabilidade de se obter um valor proveniente de uma das caudas da distribuição que não é contrabalançado por um valor igualmente extremo do outro lado da distribuição. Ou seja, quanto maior o “kurtosis” da distribuição, maior a probabilidade de se obter amostras enviesadas (não simétricas), mesmo que a distribuição subjacente seja simétrica. Portanto, existe uma parte da assimetria amostral que pode ser simplesmente devida ao achatamento da distribuição.

Este resultado tem grandes implicações a nível prático, pois significa que não é possível, na prática, separar, ou corrigir separadamente, a assimetria e o achatamento de uma dada sequência de amostras.

4. A UTILIZAÇÃO DA MÉDIA APARADA COM DISTRIBUIÇÕES ASSIMÉTRICAS E ACHATADAS

Como se disse na secção 2, o uso da média aparada surge justificado no contexto das distribuições achatadas e simétricas por ser um estimador mais eficiente da média da população.

A ideia base é a de que as variações de preços, em cada mês, correspondem a uma amostra da população das variações de preços com distribuição

desconhecida. A tendência da inflação é vista como correspondendo à média populacional (também desconhecida) desta distribuição e que portanto pode ser estimada de forma mais eficiente através da média aparada. Todavia, dado que a distribuição é leptocúrtica, a inflação observada (a média amostral) é um estimador centrado mas relativamente pouco eficiente da tendência da inflação (a média da população), o que justifica o uso de médias aparadas como estimadores da média da população.

Além da média aparada, tem também sido sugerida na literatura a utilização de medianas (ponderadas) como indicadores de tendência da inflação (Bryan and Checcetti (1994) e Checcetti (1997)). Quando a distribuição é simétrica pode ser justificável o uso da mediana (ou mesmo da moda) com esta finalidade. Tal deve-se ao facto de a inflação registada — a variável de interesse — corresponder à média amostral da distribuição das variações de preços. Todavia, quando a distribuição é assimétrica a média não se confunde com a mediana ou a moda⁽³⁾, e portanto, para se obter um indicador que verifique a condição (5) da secção (2), isto é, que seja um estimador centrado da tendência da inflação, temos de utilizar um estimador centrado da média da distribuição da variação de preços.

Esta conclusão sugere que a utilização de médias aparadas pode ser adequada, mesmo quando a distribuição das variações de preços é assimétrica. Todavia, parece óbvio que a média aparada deve ser calculada de forma a ser um estimador centrado da média populacional. Aliás, esta condição ajuda a responder à questão de saber se numa distribuição assimétrica positiva (por exemplo) se deve “aparar” mais a aba direita ou a aba esquerda da distribuição.

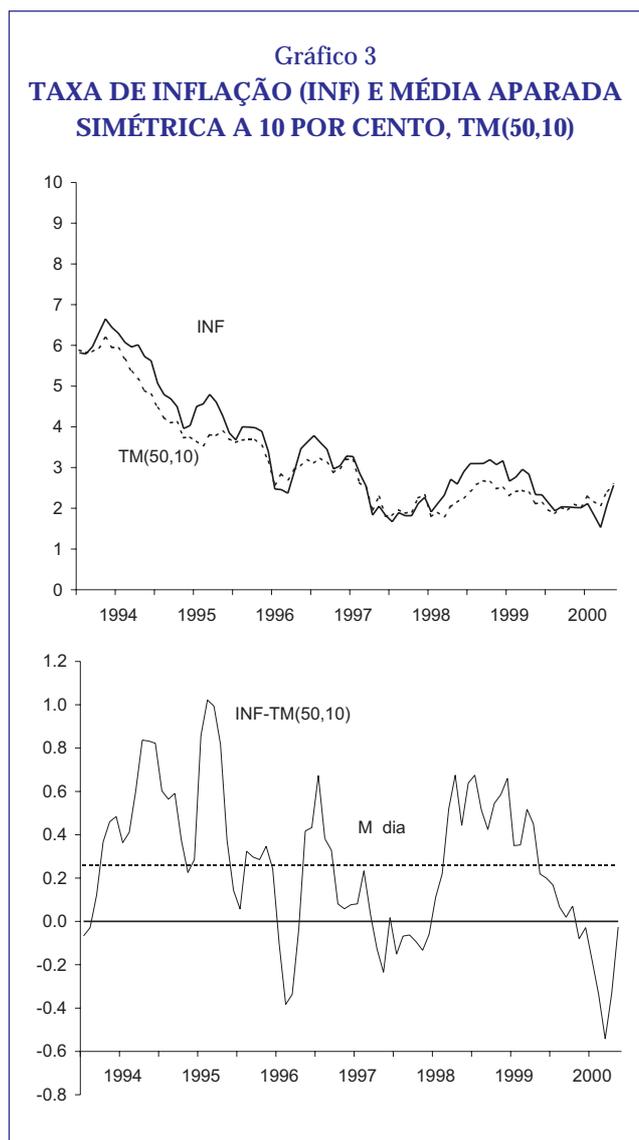
A resposta a esta questão depende da importância relativa que for atribuída ao enviesamento e à variância do estimador. Se se procurar minimizar a variância dum estimador, deve-se “aparar” mais do lado direito. De facto, numa distribuição assimétrica positiva as amostras com elevadas variações de preços tendem a surgir mais do lado direito da distribuição e, portanto, a minimização da variância do estimador resultante obrigaría a

“aparar” mais do lado direito. Todavia é fácil de antecipar o que sucede à média aparada se se “aparar” mais do lado direito da distribuição. Quando a distribuição é assimétrica positiva verifica-se que, por exemplo, as 10 por cento maiores variações de preços têm um contributo maior para a inflação do que as 10 por cento menores variações de preços. Isto significa que se se “aparar” mais do lado direito, a média aparada resultante tenderá a exhibir um desvio sistemático em relação à média da distribuição, ou seja, a média aparada será, em média, inferior à inflação observada, e portanto, a condição (5) da secção (2) não será verificada, isto é, ter-se-á $E[u_t] \neq 0$. Assim, e esta constitui a outra resposta à pergunta formulada, no caso de uma distribuição assimétrica positiva, se se pretender obter um estimador que não divirja de forma sistemática da taxa de inflação observada, teremos forçosamente que “aparar” menos do lado direito da distribuição.

No gráfico 3 apresenta-se a média aparada simétrica a 10 por cento que tem vindo a ser calculada pelo Banco de Portugal. Por uma questão de harmonização será designada por TM(50,10) (abreviatura de “*trimmed mean*”, a 10 por cento, em torno do percentil 50). O seu valor é obtido “aparando” 10 por cento das variações de preços em cada aba da distribuição. Como se pode verificar a série TM(50,10) apresenta um nível médio inferior ao da inflação ao longo do período amostral, reflectido no facto de a média aparada estar na maior parte do tempo abaixo da taxa de inflação. Esta característica da média aparada retira-lhe naturalmente interesse enquanto indicador de tendência, pois a série é incapaz de estabelecer o nível correcto da própria tendência da inflação. Por outras palavras a variável TM(50,10) não verifica a condição (5) da secção 2, como aliás se mostrou em Marques *et al.*(1999). Tal reduz claramente a utilidade de TM(50,10) como indicador da tendência da inflação. Todavia, neste momento é clara a explicação para este resultado. A média aparada (centrada) a 10 por cento subestima com carácter sistemático a taxa de inflação porque “apara” demais no lado direito da distribuição (ou se se quiser “apara” de menos no lado esquerdo).

Em termos práticos, põe-se a questão de como encontrar uma média aparada assimétrica que não seja sistematicamente enviesada face à inflação.

(3) Por exemplo, numa distribuição assimétrica positiva temos em geral a desigualdade: moda < mediana < média.



Sob a hipótese simples (mas realista, no caso português) de que o grau de assimetria e achatamento são constantes ao longo do tempo, existe uma forma relativamente fácil de encontrar uma média aparada que não apresente um desvio médio sistemático relativamente à taxa de inflação. Esta forma pode traduzir-se na seguinte regra:

- i) Para um dado nível de “aparamento” calcular a média aparada centrada em diferentes percentis da distribuição começando no percentil 50 e tomando valores sucessivamente maiores (no caso de uma distribuição assimétrica positiva);
- ii) Parar no percentil tal que a média aparada resultante não divirja de forma sistemática da taxa de inflação, ou seja, tal que no pe-

$$\text{ríodo amostral se tenha } \sum_1^T (\pi_t - \pi_t^*) = 0$$

onde π_t^* representa a média aparada.

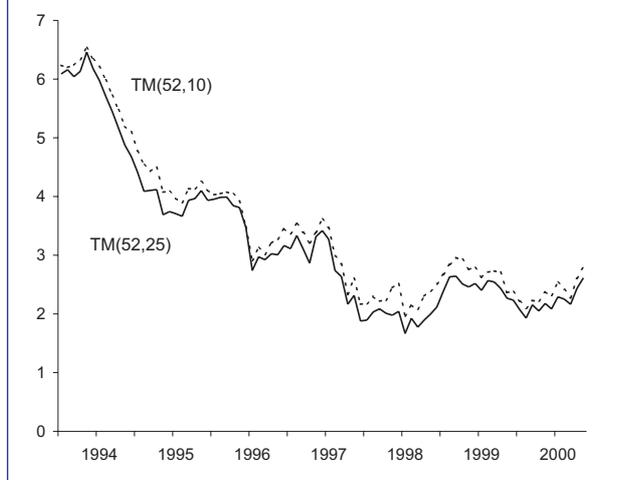
A condição i) desta regra diz simplesmente que se a distribuição for assimétrica positiva não vale a pena calcular médias aparadas à esquerda do percentil 50, pois nunca será possível obter uma média aparada a verificar a condição de não enviesamento sistemático. A condição ii), por sua vez, estabelece o limite superior do intervalo de pesquisa relevante para um dado nível de “aparamento”, dado que as médias aparadas, em torno de percentis superiores, apresentam um valor médio superior.

Para o caso português, aplicando esta regra para a média aparada a 5 por cento verificou-se a condição ii) para o percentil 51. Note-se que a média aparada, neste caso, corresponde a tomar 90 por cento das variações de preços centradas neste percentil, ou seja, na prática corresponde à média aparada que se obtém “aparamento” 4 por cento no lado direito da distribuição e 6 por cento no lado esquerdo.

Poderia pensar-se que a solução obtida para a média aparada a 5 por cento (percentil 51) seria também a solução óptima para o caso de uma média aparada a 10, 15 ou 25 por cento, mas tal não é verdade. De facto, nas distribuições assimétricas, a simples alteração da percentagem de “aparamento” para o cálculo da média aparada altera também o valor médio da própria média aparada. O gráfico 4 apresenta as médias aparadas a 10 e a 25 por cento centradas no percentil 52. Como se pode ver, a consequência do aumento do grau de “aparamento” é, basicamente, uma alteração do valor esperado da média aparada, que se desloca para baixo, quando aumenta a percentagem de “aparamento”.

A explicação para este fenómeno é muito simples. Quando se aumenta a percentagem a aparar altera-se a relação existente entre as proporções excluídas à direita e à esquerda. Por exemplo, quando se passa da média aparada a 10 por cento para a média aparada a 25 por cento significa que se passa a “aparar” mais quinze por cento de cada lado da distribuição. Mas, dada a assimetria positiva da distribuição, os quinze por cento excluídos à

Gráfico 4
MÉDIAS APARADAS A 10 E 25 POR CENTO
CENTRADAS NO PERCENTIL 52



direita têm uma contribuição maior para a definição da média da distribuição do que os quinze por cento excluídos à esquerda. O resultado é uma série com um valor médio inferior. Note-se, todavia, que não se trata de uma deslocação paralela. A diferença entre as duas séries é geralmente tanto maior quanto maior o grau de assimetria da distribuição.

Vejamos agora como definir o conjunto dos percentis no qual é relevante efectuar o processo de pesquisa, acima descrito. Como se viu, o gráfico 2 apresenta o percentil da média (β) bem como o respectivo valor médio (β_m). Por definição, a inflação correspondente ao percentil da média é a própria taxa de inflação observada. Assim, se se tomar como medida de tendência, a inflação correspondente ao valor médio amostral do percentil da média (β_m no gráfico 2), obter-se-á, obrigatoriamente, uma série a verificar, por construção, a equação (5) da secção (2), ou seja, a propriedade de não enviesamento sistemático. Repare-se que a medida de tendência assim obtida corresponde à média aparada a 50 por cento centrada em β_m , que aparece assim como um candidato natural a medida da tendência da inflação. No caso português tem-se β_m igual a 56 e, conseqüentemente, sabe-se que o percentil 56 corresponde ao valor máximo para o qual existe uma média aparada não enviesada. Sabe-se também que esta terá de ser uma média aparada a 50 por cento. Por outro lado, o percentil correspondente à média aparada com

menor percentagem de aparamento que estamos dispostos a considerar (5 por cento no nosso caso) fornece também o outro limite de pesquisa para β . Exemplificando, no nosso caso, a média aparada a 5 por cento (a menor percentagem de aparamento para o qual se decidiu calcular a média aparada) ocorreu no percentil 51. Isto significa que todas as outras médias aparadas (a mais de 5 e a menos de 50 por cento) devem ser procuradas no intervalo aberto (51,56).

Na secção seguinte, para além da média aparada a 50 por cento centrada no percentil 56, analisar-se-ão também outras médias aparadas que não apresentam enviesamentos sistemáticos: as médias aparadas a 5, 10, 15, 20 e 25 por cento, centradas nos percentis 51, 51.5, 52.5, 53 e 54, respectivamente.

Deve notar-se que as médias aparadas apresentadas na secção seguinte foram todas calculadas sob o pressuposto de que o grau de assimetria pode ser tomado como constante ao longo do período em análise⁽⁴⁾.

5. MÉDIA APARADA ASSIMÉTRICA NO CASO PORTUGUÊS

Esta secção analisa as diferentes médias aparadas, calculadas para o caso português, segundo a metodologia discutida na secção anterior. O objectivo é saber em que medida estas variáveis são bons indicadores de tendência, assumindo que a inflação é medida pela taxa homóloga de variação do IPC.

O período amostral vai de Julho de 1993 a Maio de 2000. Este período foi escolhido para não incluir o efeito das alterações significativas da tributação indirecta ocorridas na primeira metade de 1992 e que aumentaram significativamente a taxa homóloga de inflação durante um ano.

São analisadas as seguintes 7 médias aparadas: i) a média aparada simétrica a 10 por cento que tem vindo ser calculada pelo Banco de Portugal e

(4) O leitor interessado poderá ver a discussão deste assunto em Marques e Mota (2000), que aborda a forma de lidar com situações de assimetria variável ao longo do tempo.

(5) Na prática esta variável foi calculada como a média aritmética das taxas de variação de preços das duas rubricas centrais: a que precede imediatamente o percentil 56 e que sucede imediatamente a este mesmo percentil.

Quadro 1

**AVALIAÇÃO DAS MÉDIAS APARADAS
ENQUANTO INDICADORES
DE TENDÊNCIA DA INFLAÇÃO**

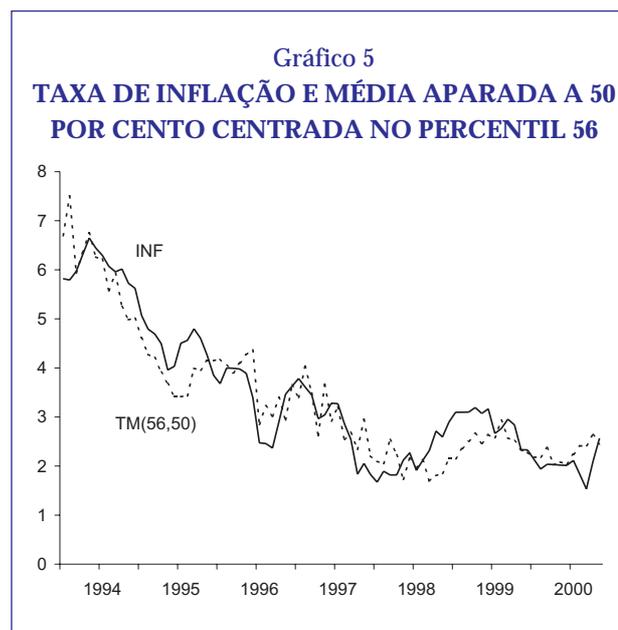
	Primeira condição		Segunda condição	Terceira condição
	$\beta = 1$	$\alpha = 0$		
TM(50,10)	Sim	Não	Sim	Sim
TM(51,05)	Sim	Sim	Sim	Sim
TM(51.5,10)	Sim	Sim	Sim	Sim
TM(52.5,15)	Sim	Sim	Sim	Sim
TM(53,20)	Sim	Sim	Sim	Sim
TM(54,25)	Sim	Sim	Sim	Sim
TM(56,50)	Sim	Sim	Sim	Não

que representaremos por TM(50,10) e ii) as médias aparadas assimétricas TM(51,05), TM(51.5,10), TM(52.5,15), TM(53,20), TM(54,25) e TM(56,50). Note-se que esta última corresponde à taxa de inflação da rubrica elementar que tem antes de si 56 por cento da distribuição⁽⁵⁾. Estas médias aparadas foram encontradas seguindo a regra sugerida na secção anterior e, portanto, verificam à partida a condição $\sum_1^T (\pi_t - \pi_t^*) = 0$ em termos estatísticos.

Os critérios de avaliação das medidas de tendência da inflação introduzidos em Marques *et al.*(2000) encontram-se também extensamente explicados em Marques *et al.*(1999). Por esta razão são apresentados aqui sem qualquer discussão. Recorde-se que estes três critérios são os seguintes:

- i) a diferença entre a inflação observada e o indicador de tendência deverá ser uma variável estacionária de média nula;
- ii) o indicador de tendência de inflação deverá funcionar como um “atractor” da taxa de inflação, no sentido em que constitui uma indicação avançada da inflação;
- iii) a inflação observada não deverá ser um “atractor” do indicador de tendência de inflação.

Os testes destas condições podem ser levados a cabo de diversas formas. A verificação da condição i) pode ser feita testando a existência de co-



tegração na regressão $\pi_t = \alpha + \beta\pi_t^* + u_t$, com $\beta = 1$ e $\alpha = 0$. Este teste pode ser conduzido em duas etapas. Primeiro utilizar testes de raízes unitárias na série $z_t = (\pi_t - \pi_t^*)$, com o objectivo de estabelecer que a z_t é uma variável estacionária. No quadro 1 este teste corresponde à coluna 1. Na segunda etapa testar a hipótese $\alpha = 0$ condicionada no facto de z_t ser uma variável estacionária. O resultado deste teste encontra-se na coluna 2⁽⁶⁾.

Para testar a segunda e terceira condições torna-se necessário especificar modelos dinâmicos para π_t e π_t^* . O leitor interessado nos detalhes técnicos poderá consultar Marques *et al.*(2000).

Do quadro 1 podem tirar-se diversas conclusões. Em primeiro lugar confirma-se o resultado apresentado em Marques *et al.* (1999, 2000), de que a média aparada simétrica a 10 por cento não verifica a propriedade i), pelo que não é um estimador centrado da tendência da inflação. De facto a média aparada simétrica a 10 por cento subestima a inflação com carácter sistemático ($\alpha \neq 0$ na coluna 2). As razões para este comportamento foram apresentadas na secção anterior e resultam de a distribuição da variação dos preços ser, em média, assimétrica positiva.

(6) Note-se que a propriedade de não enviesamento sistemático usada na secção anterior para identificar as médias aparadas assimétricas garante à partida a verificação da condição $\alpha = 0$. Todavia, não garante a estacionaridade de z_t .

Quadro 2

VARIÂNCIA RELATIVA DOS INDICADORES

TM(50,10)	TM(51,05)	TM(51.5,10)	TM(52.5,15)	TM(53,20)	TM(54,25)	TM(56,50)
0.503	0.522	0.497	0.51	0.54	0.541	2.238

Por outro lado, verifica-se que a média aparada a 50 por cento centrada no percentil 56, TM(56,50), não respeita a condição iii), e portanto depende da inflação passada. A análise do gráfico 5 e dos resultados do quadro 2 explicam o resultado: a TM(56,50) é demasiado volátil para ser usada como indicador da tendência da inflação. É mesmo mais volátil que a própria inflação. Este resultado é uma indicação clara de que o grau de “aparamento” implícito no cálculo deste indicador é demasiado elevado, levando à exclusão de informação importante para a definição de uma tendência da inflação.

Por fim, verifica-se que as restantes médias aparadas apresentadas satisfazem todas as propriedades necessárias para serem consideradas indicadores de tendência da inflação. Note-se que se confirma o resultado da secção anterior de que quanto maior o “aparamento” mais alto deve ser o percentil em que deve estar centrada a média assimétrica. Assim, para a média aparada a 10 por cento o percentil que permite obter um indicador centrado é o 51.5, enquanto que para as médias aparadas a 15, 20 e 25 por cento os percentis correspondentes são, respectivamente, 52.5, 53 e 54.

Diga-se de passagem que os percentis que garantem a obtenção de uma média aparada centrada não são identificados de forma única. Ou seja, qualquer média aparada a 10 por cento, por exemplo, calculada numa vizinhança suficientemente pequena do percentil 51.5 verificará necessariamente aquela condição.

Como seria de esperar todos estes 5 indicadores têm um comportamento muito parecido, como ilustrado no gráfico 6 pela evolução da TM(51.5,10) e da TM(54,25). Assim, como todos os cinco indicadores verificam as condições necessá-

rias de um indicador de tendência da inflação, é necessário um critério adicional para escolher o melhor. Um bom critério parece ser o grau de alisamento. De facto, entre dois indicadores iguais em tudo o mais, é certamente preferível o mais alisado, na medida em que esse terá menor volatilidade no curto prazo pelo que permitirá uma interpretação mais clara do comportamento dos preços.

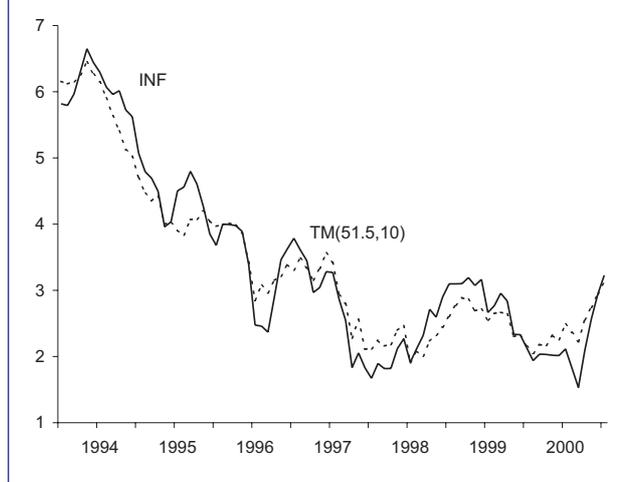
O quadro 2 apresenta o quociente entre a variância da primeira diferença de cada indicador e a variância da primeira diferença da inflação observada⁽⁷⁾. Esta estatística é um bom indicador do “alisamento” relativo de cada indicador.

Para todos os cinco indicadores que respeitam as três propriedades acima descritas verifica-se que a respectiva variância é inferior à da inflação, facto que deriva das condições ii) e iii). De entre estes, o que tem menor variância relativa e, consequentemente o mais alisado, é a média aparada a 10 por cento centrada no percentil 51.5 (TM(51.5,10)). Desta forma este apresenta-se como o melhor indicador da tendência da inflação, na



(7) Refira-se como curiosidade o facto de os cinco indicadores que respeitam as três condições serem bem descritos por passeios aleatórios, ou seja, a sua primeira diferença tem um comportamento tipo ruído branco (sem autocorrelação)

Gráfico 7
TAXA DE INFLAÇÃO E MÉDIA APARADA A 10
POR CENTO CENTRADA NO PERCENTIL 51.5



classe dos indicadores fornecidos pela média aparada.

O gráfico 7 mostra o comportamento da $TM(51.5,10)$. A evolução desta variável corresponde ao desejável na evolução de um indicador de tendência. O indicador é menor que a inflação em períodos em que esta está particularmente elevada (grande parte do período de 1993 a 1995, ao longo de 1998 e inícios de 1999), acontecendo o inverso quando a inflação está particularmente baixa (inícios de 1996, durante 1997, finais de 1999 e inícios de 2000). Adicionalmente, e em geral, depois de a $TM(51.5,10)$ ter estado acima da inflação por algum tempo, a inflação aumenta, acontecendo o contrário quando a $TM(51.5,10)$ está abaixo da inflação por algum tempo.

Não obstante o indicador $TM(51.5,10)$ respeitar todas as condições necessárias para ser considerado um indicador de tendência de inflação e ser, entre os indicadores que respeitam estas condições, o mais alisado, continua a apresentar algumas limitações. Em primeiro lugar, a $TM(51.5,10)$ apresenta um grau de alisamento inferior ao ideal, como o gráfico 7 ilustra. Existem diversas pequenas variações da inflação que se reflectem em variações deste indicador, facto que gera um certo ruído que torna mais complicada a sua interpretação no curto prazo.

Em segundo lugar, este indicador tem todos os problemas que têm os indicadores baseados em

média aparadas, designadamente o de não permitir isolar choques temporários sobre os preços de todas as classes de bens. Daqui resulta que o indicador é incapaz de lidar adequadamente com choques temporários mas simultâneos sobre todos os componentes do IPC, como, por exemplo, uma subida generalizada das taxas de IVA. Neste caso o indicador sofrerá um aumento equivalente ao sofrido pela taxa homóloga de variação do IPC. Foi, aliás, esta a razão porque o período amostral deste trabalho tem início em Julho de 1993, dado que no primeiro semestre de 1992 ocorreram grandes alterações nas taxas do IVA.

6. CONCLUSÕES

Neste artigo aborda-se o problema da definição e do cálculo de médias aparadas enquanto indicadores de tendência da inflação, quando a distribuição das variações de preços, para além de achatada é também assimétrica.

Em primeiro lugar demonstra-se que quando a distribuição da variação de preços é assimétrica, as médias aparadas (simétricas) convencionais são estimadores enviesados e que a simples alteração da percentagem de “aparamento” altera o seu valor esperado. Por esta razão são sugeridas regras práticas para o processo de pesquisa de uma média aparada assimétrica centrada.

Seguindo as regras práticas sugeridas no artigo, são calculadas diversas médias aparadas centradas que são subsequentemente testadas de acordo com as condições estipuladas em Marques *et al.* (2000). Verifica-se que, com excepção de um caso, todas as médias aparadas assimétricas respeitam essas condições. A excepção é a média aparada assimétrica que “apara” 100 por cento da distribuição à volta da média amostral do percentil da média. Tal facto deve-se provavelmente a um “aparamento” excessivo que torna o indicador demasiado volátil.

De entre as médias aparadas assimétricas centradas que verificam as três condições de Marques *et al.* (2000), verifica-se que a média aparada a 10 por cento centrada no percentil 51.5 é a mais alisada, razão pela qual se sugere a sua utilização no futuro. Note-se que esta média aparada se obtém aparando 11.5 por cento da aba esquerda e 8.5 por cento da aba direita da distribuição.

Apesar de todas as suas propriedades, este indicador de tendência da inflação deve ser usado cautelosamente, não só porque apresenta alguma volatilidade que pode dificultar a sua interpretação no curto prazo, mas também, porque as médias aparadas não são capazes de lidar com alterações gerais do nível de preços provocados, por exemplo, por alterações das taxas de IVA, que têm efeitos permanentes no nível de preços embora apenas temporários na taxa de inflação.

REFERÊNCIAS

- Bryan M. F., Cecchetti S. G., 1994, "Measuring core inflation", em *Monetary Policy*, organizado por N. Gregory Mankiw, University of Chicago Press for NBER, 195-215.
- Bryan M. F., Cecchetti S. G., 1999, "Inflation and the distribution of price changes", *The Review of Economics and Statistics*, 81, pp. 188-196.
- Bryan M. F., Cecchetti S. G., Wiggins II R. L., 1997, "Efficient inflation estimation", NBER, *Working Paper* 6183.
- Cecchetti, S. G. (1997), "Measuring Short-Run Inflation for Central Bankers", *Review of the Federal Reserve Bank of St. Louis*, vol. 79, no. 3, pp. 143-155.
- Coimbra C., Neves P.D., 1997, "Trend inflation indicators", Banco de Portugal, *Economic Bulletin*, March.
- Kearns, J., 1998, "The distribution and measurement of inflation", Reserve Bank of Australia, *Research Discussion Paper* 10.
- Marques, C. Robalo, Mota J., 2000, "The asymmetric trimmed mean as a core inflation indicator", Banco de Portugal, *Working Paper* no. 6.
- Marques, C. Robalo, Neves, P. e Sarmento, L., 1999, "Avaliação de medidas de tendência da inflação", Banco de Portugal, *Boletim Económico*, Dezembro.
- Marques, C. Robalo, Neves, P. and Sarmento, L., 2000, "Evaluating core inflation indicators", Bank of Portugal, *Working Paper* no. 3.
- Meyler, A., 1999, "A statistical measure of core inflation", Central bank of Ireland, *Technical Paper Series* no. 2.

ÍNDICES DE CONDIÇÕES MONETÁRIAS*

Sónia Costa **

Este texto tem como objectivo discutir a interpretação dos chamados índices de condições monetárias (ICM). O ICM é uma média ponderada das alterações em variáveis monetárias e/ou financeiras em que os ponderadores pretendem reflectir os efeitos dessas alterações no crescimento da economia ou na taxa de inflação. Embora o ICM seja muitas vezes utilizado como um indicador da orientação da política monetária, esta interpretação não parece ser a mais adequada, dado que na origem dos movimentos do índice podem estar outros factores para além da política monetária. Alternativamente, o ICM pode ser encarado como indicador-sintético do impacto das condições monetárias e/ou financeiras no crescimento do produto ou na taxa de inflação. Porém a evolução do ICM deverá ser sempre enquadrada com uma análise da origem dos movimentos dos indicadores que lhe estão subjacentes. O texto está organizado da seguinte forma: no ponto 1, introduz-se o conceito de ICM, dando-se ênfase aos principais aspectos subjacentes à sua construção; no ponto 2, descrevem-se os objectivos com que o índice tem sido utilizado; no ponto 3, são apresentadas estimativas para os ponderadores obtidas em vários estudos; no ponto 4, referem-se as limitações do ICM e, no ponto 5, conclui-se.

1. DEFINIÇÃO

Embora no longo prazo a inflação seja um fenómeno puramente monetário, e portanto os agregados monetários sejam importantes para avaliar a política monetária, o processo de transmissão da política aos preços e à actividade desenvolve-se através de vários canais (nomeadamente, taxa de juro, taxa de câmbio, preço relativo dos activos e crédito), os quais devem igualmente ser levados em consideração na análise de curto e médio prazo das condições monetárias de uma economia.

O índice de condições monetárias (ICM) é uma medida síntese das alterações nas condições monetárias que afectam a economia, a qual combina movimentos das variáveis relevantes para o mecanismo de transmissão num único indicador. Embora o ICM seja muitas vezes definido como uma medida das alterações no grau de restritivi-

dade da política monetária (ou seja, do efeito das decisões de política monetária no produto e na inflação), na realidade não se trata estritamente de um indicador de política monetária, uma vez que na origem das alterações das condições monetárias podem estar as decisões de política (monetária, mas também orçamental), choques de carácter exógeno e/ou a resposta endógena das variáveis incluídas no índice a flutuações do nível de preços e da actividade económica.

O ICM é calculado como uma média ponderada das variações, face a valores num período de base, nas variáveis consideradas relevantes para o mecanismo de transmissão, em que os ponderadores pretendem reflectir a importância relativa destas variáveis na economia. Tipicamente as variáveis incluídas correspondem à taxa de juro de curto prazo e à taxa de câmbio efectiva, ou seja, o índice tem a seguinte forma:

$$ICM_t = \beta(r_t - r_0) + \gamma(q_t - q_0)$$

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

** Departamento de Estudos Económicos.

em que: r é a taxa de juro de curto prazo, q o logaritmo da taxa de câmbio (definida de forma a que um aumento corresponde a uma apreciação) e o período 0 é o período base. A soma dos ponderadores da taxa de juro (β) e da taxa de câmbio (γ) é um.

Num determinado momento, os movimentos na taxa de juro de curto prazo e na taxa de câmbio podem ter um efeito no mesmo sentido, ou de sentido contrário nas condições monetárias, correspondendo um aumento (redução) do ICM a condições monetárias mais (menos) restritivas. Como se vê na expressão anterior, o ICM é geralmente definido como uma variação em relação a um período base, no qual o índice terá um valor de zero ou de cem, consoante a forma como foi construído. Teoricamente o período base deve reflectir o período em que as condições monetárias são neutras. Contudo a dificuldade de identificação de níveis neutrais para a taxa de juro e para a taxa de câmbio, a qual é aumentada pelo facto destes se alterarem ao longo do tempo com as condições estruturais da economia, faz com que na prática a escolha do período base seja irrelevante. Assim o ICM só revela a alteração no tempo do grau de restritividade das condições monetárias, não dando indicação sobre a sua adequação, ou seja, o nível do ICM não tem qualquer significado.

Os ponderadores do ICM são frequentemente apresentados sob a forma do rácio $\frac{\beta}{\gamma}$, o qual representa a percentagem de depreciação da taxa de câmbio, necessária para anular o efeito no ICM de um aumento de 100 pontos base na taxa de juro de curto prazo⁽¹⁾. Este rácio está, assim, negativamente relacionado com o grau de abertura da economia.

A expressão apresentada em cima, para a construção do ICM, tem subjacente uma série de opções, as quais na medida em que condicionam a interpretação que se deve fazer do índice, devem estar de acordo com a utilização que se lhe pretende dar.

(1) Enquanto a variação da taxa de juro é incluída em pontos percentuais, a da taxa de câmbio é considerada em variação percentual, pois, como se vê na expressão anterior, a taxa de câmbio está definida em logaritmo. Esta distinção na especificação das duas variáveis fica a dever-se à forma como estas entram nos modelos econométricos tipicamente utilizados para a estimação dos ponderadores.

Primeiro, os ponderadores utilizados na construção do índice são tipicamente calculados de duas formas, reflectindo, alternativamente, o efeito da variação das componentes do índice no crescimento da procura agregada, ou na taxa de inflação⁽²⁾. A escolha de uma das aproximações deve reflectir a variável sobre a qual se pretende avaliar o impacto de alterações nas condições monetárias. Do ponto de vista de um banco central que prossiga uma política monetária cujo o objectivo seja a manutenção da estabilidade de preços, parece fazer mais sentido calcular um ICM que tenha por base o efeito das componentes sobre a taxa de inflação. Contudo, em grande parte das aplicações, os ponderadores utilizados têm subjacente os efeitos das componentes no crescimento da procura. A utilização de índices construídos desta forma, só será legítima para a análise de uma política monetária direccionada para a estabilidade de preços, se a política monetária influenciar a inflação apenas através do hiato do produto. Na realidade, existem, contudo, outros canais de transmissão que podem ter um impacto directo, e não negligenciável, na taxa de inflação, como, por exemplo, a taxa de câmbio através do seu efeito directo sobre os preços⁽³⁾.

Segundo, dado que os efeitos da política monetária sobre a actividade e os preços ocorrem com defasamentos, uma outra questão importante é a escolha do horizonte temporal para o qual a estimação dos ponderadores do ICM é efectuada. A maioria das aplicações escolhem um período em torno de 2 anos, por ser neste horizonte que se

(2) De uma forma ad-hoc, em alguns aplicações, o ponderador da taxa de câmbio é aproximado pelo grau de abertura da economia. Veja-se, por exemplo, Verdelhan (1998).

(3) A utilização de ponderadores que traduzem o efeito sobre a procura agregada reflecte a forma como estes foram calculados nos trabalhos em que o ICM foi originalmente proposto (Duguay (1994) e Freedman (1994)). De facto, de acordo com Freedman (1994), no caso do Canadá, as pressões inflacionistas são em grande parte capturadas pelo hiato do produto e a política monetária afecta o hiato do produto principalmente através dos efeitos da taxa de juro de curto prazo e da taxa de câmbio. Embora no trabalho de Freedman (1994) seja reconhecido que as variações da taxa de câmbio têm um efeito directo nos preços, é considerado que, a não ser em períodos de inflação elevada (quando existe uma maior probabilidade de alterações temporárias na inflação afectarem as expectativas dos agentes), este efeito não deverá afectar a taxa de inflação de forma permanente.

considera que a política monetária atinge o seu efeito máximo sobre a actividade. Os desfasamentos dos efeitos da política monetária sobre a actividade e os preços diferem consoante o canal de transmissão que se está a considerar; por exemplo, em economias abertas, as taxas de câmbio parecem ter um efeito mais imediato nos preços do que as taxas de juro de curto prazo. Assim, um determinado movimento do ICM pode ter subjacente, para diferentes combinações de alterações nas suas componentes, trajectórias diferentes para o produto ou para a taxa de inflação.

Terceiro, a escolha das componentes do ICM deverá estar de acordo com a natureza do mecanismo de transmissão monetária e com a estrutura da economia em causa, variando a especificação apropriada de país para país e ao longo do tempo⁽⁴⁾. Em vários países da Europa Continental, em contraste com o que acontece nos países anglo-saxónicos, as taxas de juro fixas de longo prazo, exercem uma influência maior nas decisões de consumo e de investimento, do que as taxas variáveis ou de curto prazo. Nestes casos, e particularmente, quando a inclinação da curva de rendimentos se altera, é importante incluir-se adicionalmente no cálculo do ICM a taxa de juro de longo prazo⁽⁵⁾. Recentemente, num contexto em que vários factores têm contribuído para que na previsão e análise da política monetária, se dê uma maior atenção aos desenvolvimentos do mercado accionista, têm vindo a ser calculados índices que incluem adicionalmente preços de outros activos financeiros, como os preços das acções. De facto, para alguns países como é o caso dos Estados Unidos, os preços das acções, parecem desempenhar, através de efeitos riqueza, e de efeitos na estrutura do balanço das famílias, das empresas e dos intermediários financeiros um papel importante no mecanismo de transmissão da política monetária.

Embora todas as variáveis que são relevantes para o mecanismo de transmissão da política monetária possam ser potencialmente incluídas no

cálculo do ICM, a escolha das componentes a incluir deve depender da utilização que se pretende dar ao índice. Por exemplo, se o objectivo for que o ICM capture tão estritamente quanto possível os efeitos da política monetária, então as taxas de juro a incluir deverão ser aquelas que são mais directamente controladas pela autoridade monetária, enquanto no caso em que o principal objectivo é que o ICM contenha informação avançada em relação a uma variável-objectivo (por exemplo, a taxa de inflação), então o índice deverá igualmente incluir variáveis financeiras, as quais são em grande parte determinadas por outros factores para além da política monetária.

Por último, o índice pode ser definido com base em variáveis reais ou nominais. Em termos teóricos, as condições monetárias devem ser expressas com base em variáveis reais pois, em princípio, são estas que determinam as decisões dos agentes económicos⁽⁶⁾. Existem contudo factores, como a dificuldade em medir empiricamente as expectativas de inflação, o interesse em ter o índice disponível com a maior actualidade possível (os dados dos mercados financeiros estão disponíveis com uma maior frequência, do que os dados relativos à evolução dos preços) e o facto dos ponderadores do índice terem sido determinados com base em modelos cujas variáveis são especificadas em termos nominais, que justificam que em grande parte das aplicações, as componentes do ICM sejam, definidas em termos nominais. Dado que em geral a taxa de inflação é menos variável do que as taxas de câmbio e as taxas de juro nominais, no curto prazo o ICM nominal parece constituir uma aproximação razoável ao ICM real, podendo assim justificar-se o cálculo do índice em termos nominais, quando o objectivo da análise é o curto prazo⁽⁷⁾. Uma questão importante, nem sempre respeitada, é que exista uma consistência entre os termos

(4) Para uma análise do mecanismo de transmissão na área do euro veja-se BCE (2000).

(5) Embora os índices, que incluem, para além das variáveis monetárias, indicadores relativos ao mercado de capitais, sejam frequentemente denominados como índices de condições financeiras (ICF), por uma questão de simplicidade neste texto continuarão a ser designados por ICM.

(6) Gerlach e Smets (1996) e Peeters (1998) chamam à atenção, contudo, para o facto de no curto prazo, os agentes económicos reagirem por vezes às taxas de juro nominais, devido, por exemplo, à existência de restrições de liquidez.

(7) No trabalho de Freedman (1994), referente à utilização do ICM no Canadá, é defendida a avaliação das alterações de curto prazo das condições monetárias com base num ICM nominal, uma vez que se considera que, no curto prazo, este tem uma evolução semelhante à do ICM real. Com efeito, no período 1980-93, o coeficiente de correlação das variações trimestrais das duas séries é 0.88.

(reais ou nominais) em que as componentes são incorporadas no cálculo do ICM e os termos em que os ponderadores foram estimados.

2. UTILIZAÇÃO

O ICM tem a vantagem de permitir incorporar a taxa de câmbio na avaliação das condições monetárias, o que será particularmente importante no caso de uma economia aberta com câmbios flexíveis e mobilidade de capitais. De facto, os movimentos relativos da taxa de juro e da taxa de câmbio, em resposta às acções do banco central, podem diferir consoante as circunstâncias e a taxa de câmbio estará ainda sujeita a choques não associados à política monetária cujo impacto na procura agregada e na inflação, o banco central pode desejar anular ou não.

Neste contexto, alguns bancos centrais, em particular o Banco do Canadá e a Reserva da Nova Zelândia, os quais seguem uma política monetária com um objectivo directo de inflação, deram uma importância elevada ao ICM nas suas estratégias de política monetária, atribuindo-lhe o papel de objectivo operacional⁽⁸⁾. A utilização do ICM como um objectivo operacional criou contudo problemas de comunicação, uma vez que os mercados passaram a esperar respostas automáticas da política monetária quando o ICM se desviava do seu nível desejado, aumentando a volatilidade das taxas de juro. Reflectindo esta situação quer o Banco do Canadá, quer a Reserva da Nova Zelândia têm vindo a reduzir a importância que atribuem ao ICM, como indicador de referência para a definição da política monetária⁽⁹⁾.

Seguindo a experiência pioneira do Banco do Canadá, outros bancos centrais de pequenas economias abertas têm publicado ICM (por exemplo, Suécia, Noruega e Finlândia). Nestes casos, o ICM é contudo apenas usado como um indicador adicional da orientação da política monetária (indicador *ex-post*), ou como um indicador avançado para inflação, centrando-se assim a análise na sua evolução corrente e não na sua comparação com uma trajectória-objectivo.

Para além dos bancos centrais, vários organismos internacionais e instituições financeiras privadas calculam e publicam ICM utilizando-os na análise de questões relacionadas com a política monetária⁽¹⁰⁾.

3. ESTIMAÇÃO DOS PONDERADORES DE UM ICM: ALGUNS RESULTADOS

A estimação dos ponderadores do ICM tem sido efectuada com base essencialmente em três tipos de metodologias alternativas: pequenos modelos estruturais, modelos VAR e modelos macro-económicos de grande escala⁽¹¹⁾. No primeiro caso, é frequentemente estimada uma equação para a procura agregada, na qual a sua taxa de crescimento depende de um conjunto de variáveis, incluindo a taxa de juro e a taxa de câmbio, definidas em termos reais. Os ponderadores do ICM correspondem, assim, às elasticidades implícitas na relação estimada. No segundo caso, os ponderadores das componentes do ICM são calculados

(8) Um objectivo operacional difere de um objectivo intermédio por ser quase imediatamente afectado por alterações do instrumento de política (o comportamento desejado do ICM é definido para um horizonte de curto prazo pois altera-se com a evolução da economia) e por não constituir uma âncora nominal para o sistema (não existem justificações teóricas para que exista no longo prazo uma relação estável entre o ICM e o nível ou a taxa de crescimento dos preços). Na prática, o Banco do Canadá definia uma trajectória (desejável) para a evolução do ICM, a qual deveria ser compatível com a permanência da tendência da taxa de inflação dentro do seu intervalo objectivo num horizonte determinado. Este procedimento correspondia a estabelecer um comportamento desejado para o instrumento taxa de juro de curto prazo, condicional ao comportamento exógeno da taxa de câmbio e ao objectivo para a inflação. Assim, em resposta a choques que levariam a inflação a desviar-se do objectivo, o banco central podia decidir ajustar a trajectória do ICM para aquela que seria compatível com o objectivo de inflação, através de alterações nas taxas de juro. O Banco do Canadá e a Reserva da Nova Zelândia calculam o ICM em termos nominais, considerando como componentes uma taxa de juro de curto prazo e uma taxa de câmbio efectiva. O valor do rácio de ponderadores utilizado é 3, no caso do Canadá, e 2, no caso da Nova Zelândia.

(9) A 17 de Março de 1999, a Reserva da Nova Zelândia adoptou uma taxa de juro overnight (OCR) como o principal instrumento de política monetária. Neste contexto, foi anunciado que as decisões de política monetária deixariam de ser explicadas em termos do nível desejado para o ICM, passando a ser explicadas em termos do nível da OCR continuando o ICM a ter um papel importante como um indicador sumário das condições monetárias (veja-se Reserva da Nova Zelândia (1999)).

(10) Veja-se, por exemplo, FMI (1996), página 16, OCDE (1996), página 31, Goldman Sachs (1998), Goldman Sachs (1999) e ABN AMRO (2000).

(11) Veja-se, por exemplo, Duguay (1994), Deutsche Bundesbank (1999), Verdelhan (1998), Mayes e Virén (1998) e Peeters (1998).

utilizando-se funções de resposta a impulsos para choques nessas variáveis. No terceiro, os modelos são simulados para o impacto de choques sobre as variáveis relevantes. As três metodologias apresentam vantagens e desvantagens. A estimação de formas reduzidas, é simples e pouco exigente em termos de dados, mas leva com frequência a que sejam ignoradas relações importantes entre as variáveis, o que torna as estimativas enviesadas⁽¹²⁾. A utilização de modelos VAR é particularmente útil quando a estrutura de defasamentos é importante mas apresenta também, alguns problemas, como a dificuldade de identificar quais os choques nas taxas de câmbio e de juro que são o resultado da política monetária. Por último, os modelos macro-económicos estruturais permitem incorporar mais variáveis e relações, mas são mais exigentes em termos de dados, exigem que sejam assumidas um conjunto de hipóteses de identificação e, dada a sua complexidade, estão sujeitos a erros de especificação por vezes difíceis de detectar.

Na prática, dado que a incerteza em torno das estimativas dos ponderadores é muito elevada e que, como se pode ver no quadro 1, os resultados são muito sensíveis à forma como são estimados, o ICM é muitas vezes calculado com base em valores para os ponderadores que sejam consistentes com várias abordagens.

No caso em que os ponderadores são estimados com base no efeito sobre a procura agregada, o efeito da taxa de juro predomina sobre o da taxa de câmbio, ou seja, o rácio de ponderadores $\frac{\beta}{\gamma}$ é superior a um, situando-se frequentemente em torno de 2-4, no caso das economias mais abertas (como é o caso das economias europeias), e próximo de 8-10, no caso de economias grandes e relativamente fechadas (Estados Unidos e Japão). Dado que a taxa de câmbio, para além do seu efeito via procura agregada, tem um efeito directo nos preços (através dos preços de importação), quando os ponderadores da taxa de juro de curto prazo e da taxa de câmbio são calculados com base no impacto na taxa de inflação, o seu rácio é menor, do que aquele que se obtém quando o efeito é calculado sobre a procura, revelando mesmo por vezes valores inferiores a um. Quando são incluídas adicionalmente como componentes do índice as taxas de juro de longo prazo, estas tendem a ter um peso maior do que as taxas de curto prazo, em particu-

lar, como seria de esperar, em países da Europa Continental, como a Alemanha e a França.

Para além das estimativas efectuadas para os vários países europeus, existem também alguns estudos que tentam calcular ICM para a área do euro no seu conjunto. Estes resultados devem contudo ser interpretados com cuidado, pois dado que o ICM é afectado por alterações de regime, não se deve inferir directamente da experiência passada para o comportamento futuro da área do euro. Como se pode ver no quadro 2, a maioria dos resultados apontam para um rácio do ponderador das taxas de juro, face ao da taxa de câmbio, quando calculado com base no efeito no produto, em torno de 4. Este valor situa-se mais próximo dos rácios tipicamente estimados para economias abertas, do que daqueles que se obtêm para economias fechadas, parecendo assim traduzir um impacto relativo do canal taxa de câmbio, maior do que seria inferido apenas pela importância do comércio externo da área do euro⁽¹³⁾⁽¹⁴⁾. Nos casos em que o ICM inclui a taxa de juro de longo prazo, para além da taxa de câmbio e da taxa de juro de curto prazo, as estimativas revelam que esta variável terá um impacto no produto maior do que o da taxa de curto prazo, a qual parece continuar contudo a ter um efeito maior do que a taxa de câmbio. Assim, e como seria de esperar, dada a estrutura financeira da região, confirma-se a relevância da inclusão das taxas de longo prazo num ICM para a área do euro.

(12) Eika *et al.* (1996) discutem os problemas econométricos dos ponderadores estimados com base nesta abordagem.

(13) De acordo com dados da balança de pagamentos, na área do euro, as exportações representaram, em média no período de 1997-99, 17 por cento do PIB, o que compara com rácios, calculados de forma equivalente, de cerca de 11 por cento nos Estados Unidos e no Japão, de 27 por cento no Reino Unido, de 40 por cento no Canadá e na Noruega e de 43 por cento na Suécia. Estes valores diferem dos apresentados no quadro 1, uma vez que aqueles foram calculados de acordo com o procedimento mais frequente, que corresponde à utilização de dados das contas nacionais. Esta forma de cálculo não deve ser contudo aplicada no caso da área do euro, uma vez que os dados de exportações e importações das contas nacionais da área do euro incluem o comércio intracomunitário, sobreestimando assim o comércio externo da área.

(14) Note-se, contudo, que a grande disparidade dos valores obtidos nos vários estudos, sugere, como referido, a necessidade de uma particular cautela na interpretação do comportamento do índice

Quadro 1 (continua)

PONDERADORES DO ICM ESTIMADOS E/OU UTILIZADOS EM VÁRIOS ESTUDOS

	Tipo de modelo	Especificação	Produto (ponderadores em %)					
			Rácio (Taxa de juro/taxa de câmbio)	Taxa de câmbio	Taxa de juro de curto prazo	Taxa de juro de longo prazo	Preço das acções	
Canadá								
Freedman (1994)	Vários	-	3.0	25	75	-	-	
OCDE (1996)	INTERLINK	Real	2.3	30	70	-	-	
Suécia								
Hanson e Lindberg (1994) ...	Forma reduzida	Real	3-4	25-20	75-80	-	-	
Dornbush et al. (1998)	Forma reduzida	Nominal	8.1	11	89	-	-	
Mayes e Virén (1998)	Forma reduzida	Real	1.2	45	55	-	-	
	NIGEM	Nominal	1.5	40	60	-	-	
OCDE (1996)	INTERLINK	Real	1.5	40	60	-	-	
Noruega								
Banco na Noruega (1995)....	RIMINI	Real	3.0	25	75	-	-	
Alemanha								
Deutsche Bundesbank (1999)	Forma reduzida	Real	3.0	25	75	-	-	
Dornbush et al. (1998)	Forma reduzida	Nominal	1.4	42	58	-	-	
Peeters (1998).....	NIGEM	Nominal	6.1	14	38	48	-	
	EUROMON	Nominal	9.0	10	5	85	-	
Banco de França (1996).....	NIGEM	Nominal	4.0	20	13	67	-	
Mayes e Virén (1998)	Forma reduzida	Real	3.6	22	78	-	-	
	NIGEM	Nominal	4.7	18	82	-	-	
OCDE (1996)	INTERLINK	Real	4.0	20	80	-	-	
França								
Dornbush et al. (1998)	Forma reduzida	Nominal	2.1	32	68	-	-	
Peeters (1998).....	NIGEM	Nominal	2.1	33	5	63	-	
	EUROMON	Nominal	3.5	22	17	61	-	
Banco de França (1996).....	NIGEM	Nominal	3.0	25	8	67	-	
Mayes e Virén (1998)	Forma reduzida	Real	2.5	29	71	-	-	
	NIGEM	Nominal	4.9	17	83	-	-	
OCDE (1996)	INTERLINK	Real	4.0	20	80	-	-	
Itália								
Dornbush et al. (1998)	Forma reduzida	Nominal	2.9	26	74	-	-	
Peeters (1998).....	NIGEM	Nominal	1.9	35	5	60	-	
	EUROMON	Nominal	5.7	15	62	23	-	
Banco de França (1996).....	NIGEM	Nominal	0.1	91	-122	131	-	
Mayes e Virén (1998)	Forma reduzida	Real	7.8	11	89	-	-	
	NIGEM	Nominal	7.0	13	88	-	-	
OCDE (1996)	INTERLINK	Real	4.0	20	80	-	-	
Espanha								
Dornbush et al. (1998)	Forma reduzida	Nominal	1.5	41	59	-	-	
Banco de França (1996).....	NIGEM	Nominal	1.3	43	0	57	-	
Mayes e Virén (1998)	Forma reduzida	Real	0.8	56	44	-	-	
	NIGEM	Nominal	2.3	30	70	-	-	
OCDE (1996)	INTERLINK	Real	1.5	40	60	-	-	
Reino Unido								
Peeters (1998).....	NIGEM	Nominal	4.6	18	31	51	-	
	EUROMON	Nominal	3.0	25	59	15	-	
Banco de França (1996).....	NIGEM	Nominal	6.2	14	32	54	-	
Mayes e Virén (1998)	Forma reduzida	Real	1.5	40	60	-	-	
	NIGEM	Nominal	5.3	16	84	-	-	
OCDE (1996)	INTERLINK	Real	4.0	20	80	-	-	
EUA								
Goldman Sachs (1999)	FRB/US alterado	-	18.0	5	35	55	5	
OCDE (1996)	INTERLINK	Real	9.0	10	90	-	-	
Pagés e Eslava (2000)	NIGEM	Nominal	7.9	11	89	-	-	
Japão								
Goldman Sachs (2000)	-	-	9.6	9	44	42	5	
OCDE (1996)	INTERLINK	Real	4.0	20	80	-	-	

Notas:

Os pesos das exportações de bens e serviços no PIB foram calculados com base em dados da OCDE (Economic Outlook de Junho de 2000). O rácio de ponderadores de Freedman (1994) é consistente com vários métodos de estimação, nomeadamente com Duguay (1994), onde é estimada uma forma reduzida para o crescimento da procura agregada, em função de uma taxa de juro real a três meses e da taxa de câmbio real do dólar canadiano face ao dólar norte-americano, entre outras variáveis.

INTERLINK, NIGEM, EUROMON, RIMINI e FRB/US correspondem aos modelos macro-económicos, da OCDE, do *National Institute of Economic and Social Research* de Londres, do Banco Central da Holanda, do Banco Central da Noruega e do *Federal Reserve Board*, respectivamente.

As estimativas efectuadas com base nos modelos macro-económicos têm subjacentes diferentes horizontes temporais, por exemplo, Goldman Sachs (1999) refere-se a um ano, Mayes e Virén (1998) e Peeters (1998) a dois anos, Banco da Noruega (1995) a dois-três anos e Banco de França (1996) a três anos.

Quadro 1 (continuação)

PONDERADORES DO ICM ESTIMADOS E/OU UTILIZADOS EM VÁRIOS ESTUDOS

	Tipo de modelo	Especificação	Preços (ponderadores em %)				Exportações em % do PIB em volume em 1980-99 (1997-99)
			Rácio (Taxa de juro/taxa de câmbio)	Taxa de câmbio	Taxa de juro de curto prazo	Taxa de juro de longo prazo	
Canadá							
Freedman (1994)	Vários	-	2.0	33	67	-	26.8
OCDE (1996)	INTERLINK	Real	-	-	-	-	(38.5)
Suécia							
Hanson e Lindberg (1994) ...	Forma reduzida	Real	-	-	-	-	33.7 (47.5)
Dornbush et al. (1998)	Forma reduzida	Nominal	-	-	-	-	
Mayes e Virén (1998)	Forma reduzida	Real	-	-	-	-	
	NIGEM	Nominal	0.6	63	38	-	
OCDE (1996)	INTERLINK	Real	-	-	-	-	
Noruega							
Banco na Noruega (1995)	RIMINI	Real	-	-	-	-	38.5 (46.4)
Alemanha							
Deutsche Bundesbank (1999)	Forma reduzida	Real	-	-	-	-	25.9 (29.1)
Dornbush et al. (1998)	Forma reduzida	Nominal	-	-	-	-	
Peeters (1998)	NIGEM	Nominal	-	-	-	-	
	EUROMON	Nominal	-	-	-	-	
Banco de França (1996)	NIGEM	Nominal	1.6	39	10	51	
Mayes e Virén (1998)	Forma reduzida	Real	-	-	-	-	
	NIGEM	Nominal	2.7	27	73	-	
OCDE (1996)	INTERLINK	Real	-	-	-	-	
França							
Dornbush et al. (1998)	Forma reduzida	Nominal	-	-	-	-	19.2 (26.1)
Peeters (1998)	NIGEM	Nominal	-	-	-	-	
	EUROMON	Nominal	-	-	-	-	
	NIGEM	Nominal	0.6	61	5	35	
Banco de França (1996)	Forma reduzida	Real	-	-	-	-	
Mayes e Virén (1998)	NIGEM	Nominal	0.4	71	29	-	
OCDE (1996)	INTERLINK	Real	-	-	-	-	
Itália							
Dornbush et al. (1998)	Forma reduzida	Nominal	-	-	-	-	21.2 (28.3)
Peeters (1998)	NIGEM	Nominal	-	-	-	-	
	EUROMON	Nominal	-	-	-	-	
	NIGEM	Nominal	0.1	95	-47	53	
Banco de França (1996)	Forma reduzida	Real	-	-	-	-	
Mayes e Virén (1998)	NIGEM	Nominal	2.5	29	71	-	
OCDE (1996)	INTERLINK	Real	-	-	-	-	
Espanha							
Dornbush et al. (1998)	Forma reduzida	Nominal	-	-	-	-	18.1 (28.0)
Banco de França (1996)	NIGEM	Nominal	1.0	50	0	50	
Mayes e Virén (1998)	Forma reduzida	Real	-	-	-	-	
	NIGEM	Nominal	2.5	29	71	-	
OCDE (1996)	INTERLINK	Real	-	-	-	-	
Reino Unido							
Peeters (1998)	NIGEM	Nominal	-	-	-	-	25.1 (31.4)
	EUROMON	Nominal	-	-	-	-	
Banco de França (1996)	NIGEM	Nominal	1.5	40	24	36	
Mayes e Virén (1998)	Forma reduzida	Real	-	-	-	-	
	NIGEM	Nominal	2.0	33	67	-	
OCDE (1996)	INTERLINK	Real	-	-	-	-	
EUA							
Goldman Sachs (1999)	FRB/US alterado	-	-	-	-	-	8.5
OCDE (1996)	INTERLINK	Real	-	-	-	-	(11.9)
Pagés e Eslava (2000)	NIGEM	Nominal	-	-	-	-	
Japão							
Goldman Sachs (2000)	-	-	-	-	-	-	11.3
OCDE (1996)	INTERLINK	Real	-	-	-	-	(13.7)

Quadro 2

ESTIMATIVAS DE PONDERADORES DO ICM PARA A ÁREA DO EURO

	Tipo de modelo	Especificação	Variável	Rácio (Taxa de juro / Taxa de câmbio)	Estimativas para os ponderadores (em %)			
					Taxa de câmbio	Taxa de juro de curto prazo	Taxa de juro de longo prazo	Preço das acções
Dornbusch <i>et al</i> (1998)	Forma reduzida	Nominal	Produto	2.2	32	68	-	-
Verdelhan (1998)	Forma reduzida	Real	Produto	9.1	10	90	-	-
Mayes e Virén (1998)	NIGEM	Nominal	Produto	6.3	14	86	-	-
	NIGEM	Nominal	Preços	1.9	34	66	-	-
	Forma reduzida	Real	Produto	3.5	22	78	-	-
Peeters (1998)	NIGEM	Nominal	Produto	4.2	19	29	52	-
	EUROMON	Nominal	Produto	17.7	5	22	73	-
Pagés e Eslava (2000)	NIGEM	Nominal	Produto	4.4	19	81	-	-
	NIGEM	Nominal	Preços	3.0	25	75	-	-
	NIGEM	Nominal	Produto	4.0	19	34	44	2
	NIGEM	Nominal	Preços	2.7	26	34	38	2

Notas:

Nos casos de Dornbusch *et al* (1998), Peeters (1998), Mayes e Virén (1998) (modelo NIGEM) e Pagés e Eslava (2000), os ponderadores foram calculados para um horizonte temporal de dois anos.

Para além dos aspectos considerados no quadro, os vários trabalhos diferem ainda em alguns pontos importantes, nomeadamente quanto aos países incluídos na estimação e quanto à taxa de câmbio utilizada. Os países incluídos na estimação foram a Alemanha, a França, a Itália, a Espanha, o Reino Unido e a Suécia, em Dornbusch *et al* (1998); todos os países da área do euro, em Verdelhan (1998); todos os países da área do euro, excepto o Luxemburgo, em Mayes e Virén (1998) e Pagés e Eslava (2000); e, no caso Peeters (1998), no NIGEM, a Bélgica, a França, a Alemanha, a Itália, a Holanda e a Espanha, e no EUROMON, adicionalmente a Dinamarca. Como taxa de câmbio, Dornbusch *et al* (1998) usam o valor do marco alemão face ao dólar norte-americano, Verdelhan (1998), Peeters (1998) e Pagés e Eslava (2000) usam taxas de câmbio efectivas e Mayes e Virén (1998) usam taxas de câmbio bilaterais face ao dólar norte-americano.

4. LIMITAÇÕES DO ICM

O ICM apresenta problemas tanto ao nível da sua construção, como em termos da interpretação que pode ser efectuada dos seus movimentos.

Os parâmetros de ponderação das componentes não são directamente observáveis mas baseiam-se em estimativas econométricas, as quais são muito sensíveis ao modelo utilizado e, para a mesma especificação, têm subjacentes intervalos de confiança muito amplos⁽¹⁵⁾. Assim o ICM é condicional a um modelo particular da economia, o qual tem implícito um considerável grau de incerteza.

Adicionalmente, o ICM tem subjacente a hipótese de que o impacto relativo das componentes do índice no produto ou nos preços não se altera no tempo, o que não sendo verdade (modifica-se, por exemplo, em resposta a alterações estruturais no comportamento económico), limita a sua utilidade a horizontes temporais curtos. Da mesma forma, também não é de esperar que os ponderadores estimados sejam invariantes face a alterações de política, o que põe em causa, em particu-

(15) Por exemplo, subjacente ao rácio de 2.17, obtido em Dornbusch *et al.* (1998) para a área do euro, está um intervalo de 0-4 para um nível de confiança de 95 por cento.

lar, a utilização do ICM com um objectivo operacional da política monetária.

A utilização do ICM como um indicador dos efeitos de alterações da política monetária sobre a actividade ou sobre os preços, também não parece a mais adequada. De facto, como já se referiu anteriormente, não existe uma relação directa entre os movimentos do ICM e a orientação da política monetária, uma vez que aqueles podem reflectir outros factores, como expectativas sobre a evolução futura da política, alterações nas taxas de juro externas, credibilidade de decisões de política, situação e perspectivas de evolução das finanças públicas e em geral variáveis exógenas, ou seja, o ICM é endógeno, não estando sob o controlo directo das autoridades monetárias. Esta situação é ainda mais evidente quando o ICM inclui outras variáveis financeiras para além das taxas de curto prazo e das taxas de câmbio.

A interpretação do ICM como um indicador avançado do crescimento do produto ou da taxa de inflação deve igualmente ser efectuada com cuidado. De facto, o ICM capta apenas alguns dos factores que determinam a evolução futura destas variáveis, não sendo assim de esperar que denote uma relação estável com o produto ou com a taxa de inflação⁽¹⁶⁾. Nesta perspectiva, o ICM tem que ser avaliado em conjunto com vários factores, como por exemplo, as condições de actividade prevalentes, a política orçamental e o grau de flexibilidade dos mercados.

Finalmente, mesmo a interpretação do ICM como um indicador do efeito de alterações nas condições monetárias/financeiras, avaliadas pelas componentes incluídas no índice, sobre a variável de interesse, levanta problemas. Com efeito, um determinado movimento do ICM pode ter consequências muito diferentes em termos do objectivo final de política, consoante os factores que estejam subjacentes às alterações das componentes. Assim, é necessário distinguir as alterações do índice determinadas por movimentos de equilíbrio das componentes, às quais o banco central não deve reagir (ou seja, nestes casos, não é óptimo que o valor do ICM permaneça constante), daquelas que são originadas por outros factores, situação em que pode ser desejável que o banco central reaja⁽¹⁷⁾. Por exemplo, um acréscimo do ICM motivado por uma apreciação da taxa de câmbio ou por

um aumento da taxa de juro de longo prazo, associados a perspectivas de crescimento mais fortes, não deveria provavelmente levar a uma alteração de política monetária, dado que este choque será acompanhado por pressões inflacionistas que justificam condições monetárias e financeiras mais restritivas. Por outro lado, mesmo nos casos em que as variações no ICM não estão de acordo com o comportamento das variáveis fundamentais, a reacção automática da política monetária no sentido de corrigir esse movimento pode não ser desejável. Por exemplo, quando se assiste a um aumento da taxa de juro de longo prazo justificado por falta de credibilidade da política monetária, a reacção da autoridade monetária, no sentido de reduzir a restritividade das condições monetárias, pode levar a um novo aumento do prémio de risco e assim a um acréscimo ainda maior da taxa de longo prazo, induzindo um movimento do ICM na direcção contrária à desejada.

Na prática a autoridade monetária tem assim ainda o problema de ter que identificar correctamente os factores subjacentes à alteração do ICM e de o fazer no *timing* adequado, o que sugere que deve ser evitado um activismo automático da política monetária baseado no ICM⁽¹⁸⁾.

5. CONCLUSÃO

O ICM tem a vantagem de ser um indicador resumo das condições monetárias e financeiras, que é simples de acompanhar, fácil de compreender e que pode ser calculado com grande actualidade, devendo a estes factores a importância que lhe tem sido atribuída por bancos centrais, organismos in-

(16) Veja-se Deutsche Bundesbank (1999).

(17) Com o objectivo de avaliar o conteúdo informativo do ICM, em Grande (1997), o comportamento do índice na presença de seis choques exógenos inflacionistas é comparado com o sentido da resposta desejada da política monetária e com o impacto dos choques na inflação. Os resultados obtidos, os quais dependem das características do modelo e das hipóteses assumidas para os parâmetros, revelam que, para determinados choques, o ICM dá sinais enganadores, quer como um indicador da orientação da política monetária (no caso em que a autoridade monetária tem como objectivo minimizar os desvios da taxa de inflação face ao seu valor objectivo), quer como indicador de pressões inflacionistas. Este trabalho confirma assim que os movimentos do ICM só podem ser interpretados com referência ao tipo de choques que afectam a economia.

ternacionais e analistas económicos privados. O índice tem sido contudo utilizado com diferentes objectivos e construído de formas alternativas, o que pode originar alguma confusão na forma como deve ser interpretado.

A interpretação dos movimentos do índice deve ser consistente com a forma como este foi construído, a qual determina nomeadamente, a variável sobre a qual se pretende avaliar o impacto de alterações nas condições monetárias e/ou financeiras, e o horizonte temporal em que este está a ser avaliado.

Todas as limitações referidas, assim como a incerteza de cálculo dos ponderadores, põem particularmente em causa a utilização do ICM como um objectivo operacional da política monetária. Com efeito, tal exigiria que o índice fosse bem definido e que não existissem dúvidas sobre a magnitude e significado das suas variações. Adicionalmente, dado que os movimentos das variáveis tipicamente incorporadas no ICM reflectem outros factores para além da política monetária, não é correcto interpretar o ICM como um indicador do sentido de alterações na postura mais ou menos restritiva da política monetária.

O ICM deve assim ser utilizado como um indicador-sintético do efeito de alterações nas condições monetárias/financeiras (não necessariamente relacionadas com a política monetária), sobre a variável de interesse, num dado horizonte temporal. Uma vez que um determinado movimento do ICM pode ter consequências muito diferentes em

termos da variável de interesse, consoante os factores que lhe estejam subjacentes, esta interpretação apresenta igualmente limitações, tendo que estar sempre associada a um conhecimento do tipo de choques que afectou a economia.

REFERÊNCIAS

- ABN AMRO (2000), “Euroland View”, 3, February.
- BCE (2000), “Transmissão da política monetária na área do euro”, Boletim Mensal, Julho.
- Banco de França (1996), *Bulletin de la Banque de France*, nº. 30, Juin.
- Banco da Noruega (1995), *Economic Bulletin*, volume LXVI, no.1, p.33.
- Caballero, J. C., J. M. Pagés e M. T. Sastre (1997), “La utilización de los índices de condiciones monetarias desde la perspectiva de un banco central”, Banco de España, *Documento de Trabajo* nº 9716.
- Deutsche Bundesbank (1999), “Taylor interest rate and Monetary Conditions Index”, *Monthly Report*, April.
- Dornbush R., C. Favero e F. Giavazzi (1998), “Immediate Challenges for the European Central Bank”, *NBER Working Paper Series*, 6369, January.
- Duguay (1994), “Empirical Evidence on the Strength of the Monetary Transmission Mechanism in Canada – An Aggregate Approach”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 33, p. 39-61.
- Eika, k. h., N. R. Ericson e R. Nymoen (1996), “Hazards in implementing a monetary conditions index”, Norges Bank, *Arbeidsnotat* 1996/9.
- FMI (1996), *World Economic Outlook*, May.
- Freedman, C. (1994), “The Use of Indicators of Monetary Conditions Index in Canada”, in *Frameworks for Monetary Stability*, IMF, Baliño and Cattarelli (eds), p. 458-476.
- Gerlach, S. e F. Smets (1996), “MCIs and Monetary Policy in Small Open Economies under Floating Rates”, Conference on “The Monetary Transmission Mechanism and Financial Integration” on the occasion of the 150th Anniversary of Banco de Portugal”, Lisbon.
- Gerlach, S. e F. Smets (1998), “MCIs and Monetary Policy”, Revised Draft, August.

(18) Gerlach e Smets (1996) sugerem que, quando não se conseguem identificar claramente as perturbações na taxa de câmbio determinadas por alterações das condições da procura e da oferta, o peso a atribuir à taxa de câmbio no ICM deve ser menor do que aquele que decorreria da utilização da elasticidade da procura agregada face à taxa de câmbio. Consideram ainda que, nos casos em que a experiência passada mostra que grande parte dos movimentos da taxa de câmbio são de equilíbrio (como é o caso da Austrália, por oposição ao Canadá e à Nova Zelândia), a política monetária não deve responder à taxa de câmbio. Este tipo de argumento pode justificar o facto de alguns países que seguem uma política monetária com objectivo inflação (por exemplo, a Austrália e o Reino Unido) rejeitarem a utilização do ICM. Smets (1997b) estima funções de reacção para os bancos centrais do Canadá e da Austrália, concluindo que, em resposta a depreciações, enquanto o Banco do Canadá aumenta as taxas de juro, o Banco da Austrália, não reage. Smets (1997b) considera que este comportamento pode ser em parte explicado pela maior importância de choques de termos de troca na Austrália e de choques nominais no Canadá.

- Goldman Sachs (1998), European Weekly Analyst, 20th November
- Goldman Sachs (1999), "The Goldman Sachs Financial Conditions Index: Still Accommodative After All These Years", *Global Economics, Paper* no. 26, 7th September.
- Goldman Sachs (2000), European Weekly Analyst, 37th May.
- Grande, G. (1997), "Properties of the Monetary Conditions Index", Banca d'Italia, Temi di discussione del Servizio Studi no. 324, December.
- Hansson, B. e H. Lindberg (1994), "Monetary Conditions Index - A Monetary Policy Indicator", Sveriges Riksbank, *Quarterly Review* 1994:3.
- Mayes, D. G. e Matti Virén (1998), "The Exchange Rate and Monetary Conditions in Euro Area", Bank of Finland Discussion Papers 27/98.
- OCDE (1996), *Economic Outlook*, June.
- Pagés, M. e E. O. Ortega Eslava (2000), "Una evaluación de la situación monetaria y financiera en España a partir de un índice de condiciones monetarias", Banco de España, *Boletín Económico*, Febrero.
- Peeters, H. M. M. (1998), "Monetary conditions in Europe: A methodological analysis", *De Netherlands Bank Staff Reports*.
- Reserva da Nova Zelândia (1999), "Monetary policy implementation: changes to operating procedures", Reserve Bank of New Zealand: *Bulletin*, vol. 62, no. 1, March.
- Smets, F. (1997a), "Measuring monetary policy shocks in France, Germany and Italy: the role of the exchange rate, BIS, *Working Paper* no. 42, June.
- Smets, F. (1997b), "Financial asset prices and monetary policy: theory and evidence", BIS, *Working Paper* no. 47, September.
- Verdelhan, A. (1998), "Construction d'un indicateur des conditions monétaires pour la zone euro", *Bulletin de la Banque de France*, no. 58, October.

Janeiro*

- 11 de Janeiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 2/DMRCF/CR)** Informa de que se encontra disponível na página do Banco de Portugal na INTERNET, a lista dos activos elegíveis propostos pelo Banco de Portugal e aceites pelo Banco Central Europeu.
- 27 de Janeiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 4/DMR)** Comunica, na sequência da Carta-Circular nº 347/DMR, de 27-10-99, que a taxa de remuneração dos Títulos de Depósito Série B será de 3%, para o período trimestral de contagem de juros que se inicia em 4-2-2000.

Fevereiro

- 8 de Fevereiro (Regulamento nº 5/2000, DR nº 45, Suplemento, 2ª Série de 23 de Fevereiro)** Regulamenta, ao abrigo do disposto no nº 2 do artigo 5, no artigo 212, no nº 2 do artigo 351 e na alínea b) do nº 1 do artigo 353, todos do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei nº 486/99, de 13-11, o funcionamento dos mercados em geral e, em especial, dos mercados de bolsa. O presente regulamento entra em vigor no dia 1-3-2000.
- 8 de Fevereiro (Regulamento nº 7/2000, DR nº 45, Suplemento, 2ª Série de 23 de Fevereiro)** Estabelece, ao abrigo do disposto no artigo 11 e para os efeitos do disposto no artigo 12 do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei nº 486/99, de 13-11, o regime das sociedades de notação de risco. O presente regulamento entra em vigor em 1-3-2000.
- 8 de Fevereiro (Regulamento nº 8/2000, DR nº 45, Suplemento, 2ª Série de 23 de Fevereiro)** Estabelece, ao abrigo do disposto no nº 4 do artigo 265 do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei nº 486/99, de 13-11, as regras aplicáveis às operações de reporte e de empréstimo de valores mobiliários e exceptua deste regime as operações realizadas pelo Banco de Portugal. O presente regulamento entra em vigor em 1-3-2000.
- 10 de Fevereiro (Regulamento nº 14/2000, DR nº 45, Suplemento, 2ª Série de 23 de Fevereiro)** Estabelece, ao abrigo do disposto no nº 2 do artigo 5, no nº 2 do artigo 59, no artigo 60, no nº 6 do artigo 91, no nº 5 do artigo 99, no artigo 105 e na alínea b) do nº 1 do artigo 353, todos do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei nº 486/99, de 13-11, a regulamentação aplicável aos sistemas centralizados de valores mobiliários e ao registo obrigatório de valores mobiliários em intermediário financeiro único. O presente regulamento entra em vigor em 1-3-2000.
- 11 de Fevereiro (Aviso do Banco Central Europeu 2000/C 39/04)** Aviso do Banco Central Europeu sobre a imposição de sanções pelo não cumprimento da obrigação de constituição de reservas mínimas.
- 15 de Fevereiro (Regulamento nº 15/2000, DR nº 45, Suplemento, 2ª Série de 23 de Fevereiro)** Estabelece, ao abrigo do disposto nos nºs. 1 e 5 do artigo 260, no nº1 do artigo 264 e nos nºs. 1 e 2 do artigo 273, todos do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei nº 486/99, de 13-11, as normas relativas aos sistemas de liquidação de valores mobiliários, independentemente de quem seja a entidade gestora desses sistemas, e determina a adequação do sistema de liquidação gerido pela Associação da Bolsa de Valores de Lisboa até ao dia 1-9-2000. O presente regulamento entra em vigor com o registo na CMVM das regras operacionais por que se regem os sistemas, nos termos do nº 3 do artigo 6 do Dec.-Lei nº 486/99, de 13-11.
- 15 de Fevereiro (Regulamento nº 16/2000, DR nº 45, Suplemento, 2ª Série de 23 de Fevereiro)** Estabelece, ao abrigo do disposto no artigo 212 e no nº 4 do artigo 214 do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei nº 486/99, de 13-11, o enquadramento jurídico, a organização e o funcionamento do segundo mercado gerido pela Associação da Bolsa de Valores de Lisboa, o presente regulamento entra em vigor em 1-3-2000.

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

15 de Fevereiro (Regulamento n° 17/2000, DR n° 45, Suplemento, 2ª Série de 23 de Fevereiro)

Estabelece, ao abrigo do disposto no artigo 212 do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei n° 486/99, de 13-11, a regulamentação do funcionamento do mercado sem cotações gerido pela Associação da Bolsa de Valores de Lisboa. O presente regulamento entra em vigor em 1-3-2000.

15 de Fevereiro (Regulamento n° 18/2000, DR n° 45, Suplemento, 2ª Série de 23 de Fevereiro)

Estabelece, ao abrigo do disposto no artigo 212 do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei n° 486/99, de 13-11, as disposições aplicáveis ao Mercado Especial de Operações por Grosso (MEOG). O presente regulamento entra em vigor em 1-3-2000.

16 de Fevereiro (Carta-Circular n° 4/00/DSBDR)

Estabelece que todas as instituições de crédito sujeitas à supervisão do Banco de Portugal devem comunicar previamente os seus projectos de aquisição, directa ou indirecta, de participações qualificadas em instituições de crédito ou em instituições financeiras sediadas no estrangeiro, que representem 10% ou mais do capital da entidade ou 2% ou mais do capital da instituição participante.

Maio

16 de Maio (Regulamento do Conselho n° 1010/2000, JOCE n° 115, Série L)

Adopta medidas relativas a novas contribuições em activos de reserva exigidos pelo Banco Central Europeu.

23 de Maio (Portaria n° 284/2000, DR n° 119, 1ª Série B)

Fixa, atento o disposto na Portaria n° 95/94, de 9-2, e ao abrigo do disposto no n° 1 do art° 95 e no n° 1 do art° 196 do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Dec.-Lei n° 298/92, de 31-12, o capital social mínimo das sociedades gestoras de fundos de titularização de créditos e das sociedades de titularização de créditos.

25 de Maio (Portaria n° 289/2000, DR n° 121, 1ª Série B)

Estabelece, ao abrigo do disposto da alínea b) do n° 1 do art° 59 do Código dos Valores Mobiliários, as normas relativas ao registo de valores mobiliários escriturais junto do emitente. A presente Portaria entra em vigor em 1-3-2000.

25 de Maio (Portaria n° 290/2000, DR n° 121, 1ª Série B)

Aprova, ao abrigo do disposto na alínea a) do n° 1 do art° 59 do Código dos Valores Mobiliários, o modelo do registo da emissão de valores mobiliários junto do emitente, previsto no art° 43 daquele diploma. A presente Portaria entra em vigor no dia 1-3-2000.

26 de Maio (Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho 2000/12/CE, JOCE n° 126, Série L)

Adopta medidas relativas ao acesso à actividade das instituições de crédito e ao seu exercício. As Directivas 73/183/CEE, 77/780/CEE, 89/299/CEE, 89/646/CEE, 89/647/CEE, 92/30/CEE E 92/121/CEE, tais como alteradas pelas directivas que constam da parte A do anexo V são revogadas, sem prejuízo das obrigações dos Estados-Membros relativamente aos prazos de transposição das referidas directivas que constam da parte B do anexo V. As remissões para as directivas revogadas devem entender-se como sendo feitas para a presente directiva e passam a ler-se nos termos da tabela de correspondência que consta do anexo VI.

Junho

2 de Junho (Dec.-Lei n° 101/2000, DR n° 128, 1ª Série A)

Transpõe para a ordem jurídica interna a Directiva n° 98/7/CE, do Parlamento e do Conselho, de 16-2, que altera a Directiva n° 87/102/CEE, de 22-12-86, relativa à aproximação das disposições legislativas, regulamentares e administrativas dos Estados membros sobre o crédito ao consumo. Substitui os anexos n° 1 e 2 do Dec.-Lei n° 359/91, de 21-9, pelos anexos I e II ao presente diploma.

26 de Junho (Regulamento da CMVM n° 20/2000, DR n° 145, 1ª Série)

Estabelece, para efeitos do art° 26 do Dec.-Lei n° 276/94, de 02-11, com a redacção introduzida pelo Dec.-Lei n° 323/99, de 13-08, os termos e as con-

	dições a observar na divulgação pública de medidas de rendibilidade de fundos de investimento mobiliário. Revoga o Regulamento nº 10/97, de 26-06.
28 de Junho (Portaria nº 382/2000, DR nº 147, 1ª Série B)	Determina, nos termos do nº 3 do artº 1º do Dec.-Lei nº 88/94, de 02-04, que os valores mobiliários representativos de dívida pública emitidos ao abrigo da Resolução do Conselho de Ministros nº 19-A/2000, de 02-05, sejam acrescentados à lista publicada através da Portaria nº 377-A/94, de 15-06.
30 de Junho (Regulamento da CMVM nº 22/2000, DR nº 149, 1ª Série Suplemento)	Regula o funcionamento do Mercado Especial de Dívida Pública (MEDIP), e determina a aplicação ao referido mercado das regras constantes do Regulamento nº 5/2000, de 23-02, que não contrariem o presente diploma.
Julho	
5 de Julho (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 23/DMRCF/DMC)	Remete disquete contendo ficheiro com a lista de todas as instituições sujeitas a reservas mínimas na área do euro, em 29-06-2000.
7 de Julho (Regulamento (CE) nº 1478/2000 do Conselho, JOCE nº 167, Série L)	Altera o regulamento (CE) nº 2866/98 relativo às taxas de conversão entre o euro e as moedas dos Estados-membros que adoptam o euro. O presente regulamento entra em vigor em 01-01-2001.
7 de Julho (Decisão do Conselho nº 2000/427/CE, JOCE nº 167, Série L)	Decisão do Conselho, nos termos do nº 2 do artº 122 do Tratado, relativa à adopção da moeda única pela Grécia em 01-01-2001. É revogada, com efeitos a partir desta data, a derrogação concedida à Grécia no considerando 4 da Decisão 98/317/CE.
13 de Julho (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 13/00/DSBDR)	Recomenda, na sequência de anterior recomendação do GAFI-Grupo de Acção Financeira, que as instituições de crédito e sociedades financeiras examinem com especial atenção as operações em que as respectivas contrapartes residem ou se encontram estabelecidas nos seguintes países e territórios: Bahamas, Cayman Islands, Cook Islands, Dominica, Filipinas, Israel, Líbano, Liechtenstein, Marshall Islands, Nauru, Niue, Panamá, Rússia, St. Kitts and Nevis e St. Vincent and Grenadines.
15 de Julho (Dec.-Lei nº 144/2000, DR nº 162, 1ª Série A)	Cria uma bonificação de juros em linhas de crédito destinadas ao financiamento complementar dos projectos de investimento de natureza municipal e intermunicipal comparticipados pelo FEDER e aprovados no âmbito do Quadro Comunitário de Apoio (QCA 2000-2006) ou dos programas de iniciativa comunitária.
17 de Julho (Regulamento da CMVM nº 25/2000, DR nº 163, 2ª Série Suplemento)	Estabelece um conjunto de normas especiais aplicáveis aos serviços de registo, compensação e liquidação de operações de compra e venda de valores mobiliários realizadas fora de mercado, prestados por entidade gestora de mercado regulamentado.
17 de Julho (Aviso do Ministério das Finanças nº 11223/2000, DR nº 163, 2ª Série)	Torna público, de harmonia com o disposto no art. 2º do Dec.-Lei nº 1/94, de 04-01, que a taxa média a vigorar no mês de Julho de 2000 é de 2,53672%, a qual, multiplicada pelo factor 1,10, é de 2,79039%.
17 de Julho (Aviso do Ministério das Finanças nº 11224/2000, DR nº 163, 2ª Série)	Torna público, de harmonia com o disposto na parte final do art. 1 do Dec.-Lei nº 125/92, de 3-7, que a taxa de juro para o mês de Julho de 2000, já multiplicada pelo factor 0,96, é de 2,43525%.
18 de Julho (Regulamento da CMVM nº 23/2000, DR nº 164, 2ª Série)	Institui, ao abrigo do disposto no nº 1 do art. 34 do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei nº 486/99, de 13-11, o procedimento de mediação voluntária de conflitos emergentes de relações que envolvam valores mobiliários.

**19 de Julho (Regulamento da CMVM
n.º 24/2000, DR n.º 165, 2.ª Série)**

Procede à revisão da base regulamentar relativa à informação a divulgar ao mercado. Altera diversos artigos, adita os artigos 1-A e 1-B, e republica na íntegra, com as modificações introduzidas, o Regulamento n.º 11/2000, de 10-02.

**19 de Julho (Aviso do Banco de Portugal
n.º 1/2000, DR n.º 165, 1.ª Série B)**

Estabelece, ao abrigo dos arts. 99 e 196 do Dec.-Lei n.º 298/92, de 31-12 (Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras), a relação entre os fundos próprios das sociedades de titularização de créditos e o montante das respectivas emissões de obrigações titularizadas que estejam nas condições previstas no art. 50 do Dec.-Lei n.º 453/99, de 05-11.

**19 de Julho (Despacho n.º 14580/2000, DR
n.º 165, 2.ª Série)**

Autoriza, ao abrigo do disposto no n.º 2 do art.º 92 da Lei n.º 3-B/2000, de 04-04, o Instituto de Gestão do Crédito Público a intervir no mercado secundário de dívida pública como parte em operações de reporte, tendo por objecto valores mobiliários representativos de dívida pública directa do Estado admitidos ao mercado especial de dívida pública (MEDIP).

**24 de Julho (Aviso do Banco de Portugal
n.º 2/2000, DR n.º 169, 1.ª Série B)**

Dá nova redacção ao primeiro travessão da alínea c) do n.º 2 da parte I do anexo ao Aviso n.º 1/93, de 19-05, publicado no DR, 2.ª Série, n.º 133 Suplemento, de 08-06-1993.

**25 de Julho (Carta-Circular do Banco de
Portugal n.º 24/DMR)**

Comunica, na sequência da Carta-Circular n.º 347/DMR, de 27-10-99, que a taxa de remuneração dos Títulos de Depósito Série B será de 4,28%, para o período trimestral de contagem de juros que se inicia em 04-08-2000.

Agosto

**1 de Agosto (Regulamento da CMVM,
n.º 28/2000, DR n.º 176, 2.ª Série)**

Determina regras sobre fundos próprios, requisitos de controlo interno e de prestação de informações à CMVM a que ficam sujeitas as entidades gestoras de mercados, de sistemas de liquidação de valores mobiliários e de sistemas centralizados de valores mobiliários, assim como as sociedades gestoras de participações sociais das mesmas.

**2 de Agosto (Carta-Circular do Banco de
Portugal n.º 25/DMRCF/DMC)**

Remete disquete contendo ficheiro com a lista de todas as instituições sujeitas a reservas mínimas na área do euro, em 28-07-2000.

**9 de Agosto (Portaria n.º 1197/2000, DR,
n.º 183, 2.ª Série)**

Altera a Portaria n.º 95/94, de 9-2, estabelecendo novos montantes mínimos para o capital social das Caixas de Crédito Agrícola Mútuo.

**10 de Agosto (Decreto-Lei n.º 181/2000, DR
n.º 184, 1.ª Série A)**

Altera o Dec.-Lei n.º 408/91, de 17-10, que estabeleceu o novo regime jurídico das obrigações de caixa.

**17 de Agosto (Orientação do Banco
Central Europeu n.º 2000/516/CE, JOCE
n.º 207, Série L)**

Orientação relativa à gestão dos activos de reserva do Banco Central Europeu pelos Bancos Centrais Nacionais e aos negócios jurídicos relativos às operações relacionadas com os activos de reserva do Banco Central Europeu (BCE/2000/1). A presente Orientação entra em vigor em 3-2-2000.

**19 de Agosto (Regulamento da CMVM
n.º 26/2000, DR n.º 191, 2.ª Série)**

Altera os arts. 5 (definição de critérios adoptados para valorização dos activos cotados) e 9 (responsabilidade da entidade gestora) do Regulamento n.º 16/99, relativo à valorização dos activos integrantes do património dos fundos de investimento mobiliário e de cálculo do valor da unidade de participação, publicado no DR, 2.ª Série, n.º 240, de 14-10-99.

**19 de Agosto (Regulamento da CMVM
n.º 27/2000, DR n.º 191, 2.ª Série)**

Altera o art. 7 (Informação) do Regulamento n.º 21/99, relativo à utilização de instrumentos financeiros derivados pelos fundos de investimento mobiliário, publicado no DR, 2.ª Série, n.º 295, de 21-12-99.

**22 de Agosto (Aviso do Banco de Portugal
n.º 3/2000, DR n.º 193, 1.ª Série B)**

Cria o Sistema de Débitos Directos (SDD). O presente aviso entra em vigor no dia 1-10-2000.

23 de Agosto (Regulamento da CMVM nº 30/2000, DR nº 194, 2ª Série)

Altera o art. 67 (representante para as relações com o mercado) do Regulamento nº 10/2000, relativo a ofertas e emitentes, publicado no DR, 2ª Série, nº 45 Supl., de 23-2-2000.

23 de Agosto (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 27/DMR)

Dá conhecimento das alterações introduzidas na Instrução nº 1/99 (BNPP n.1, de 15-1-99), no que diz respeito a margens de avaliação *haircuts* aplicadas a alguns activos da Lista 1 e aos activos da Lista 2. Estas alterações serão aplicadas a partir de 31-8-2000.

23 de Agosto (Regulamento da CMVM nº 29/2000, DR nº 194, 2ª Série)

Revoga o art. 8 e altera o nº 2 do art. 2 (características de activos subjacentes) bem como os arts. 4 (determinação do preço do activo subjacente), 6 (vicissitudes do activo subjacente), 12 (negociabilidade em mercado de bolsa a contado) e 13 (admissão à negociação de *warrants* emitidos por entidades sujeitas a lei pessoal estrangeira) do Regulamento nº 19/99, relativo a *warrants* autónomos, publicado no DR, 2ª Série, nº 275, de 25-11-99.

29 de Agosto (Aviso do Banco de Portugal nº 4/2000, DR nº 199, 1ª Série B)

Estabelece, ao abrigo do nº 2 do art. 3 do Dec.-Lei nº 408/91, de 17-10, com a redacção que lhe foi dada pelo Dec.-Lei nº 181/2000, de 10-08, as condições de remuneração das obrigações de caixa de valor nominal inferior a 50.000 euros que sejam objecto de oferta pública de subscrição.

Setembro

5 de Setembro (Regulamento da CMVM nº 31/2000, DR nº 205, 2ª Série)

Estabelece, para efeitos do disposto no nº 1 do art. 35 do Dec.-Lei nº 276/94, de 2-11, com a redacção introduzida pelo Dec.-Lei nº 323/99, de 13-08, o regime a que deve obedecer a contabilidade dos fundos de investimento mobiliário. Revoga o Regulamento nº 95/14, de 21-12. O presente Regulamento entra em vigor em 1-1-2001.

5 de Setembro (Portaria nº 1338/2000, DR nº 205, 2ª Série)

Altera, ao abrigo do disposto no art. 211 do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei nº 486/99, de 13-11, as taxas sobre operações realizadas fora do mercado regulamentado. Dá nova redacção aos arts. 3 e 4 e adita um art. 5-A à Portaria nº 313-A/2000 (2ª Série) de 29-02. A presente Portaria entra imediatamente em vigor, com excepção do referido art. 5-A, o qual entrará em vigor em 1-1-2001.

9 de Setembro (Dec.-Lei nº 221/2000, DR nº 209, 1ª Série A)

Transpõe para a ordem jurídica interna, apenas no que se refere aos sistemas de pagamento, a Directiva nº 98/26/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19-05, relativa ao carácter definitivo da liquidação nos sistemas de pagamento.

9 de Setembro (Regulamento (CE) nº 1921/2000 do Banco Central Europeu, JOCE nº 229, Série L)

Altera os artºs. 1, 3, 5, 6 e 13 do Regulamento (CE) nº 2818/98 do BCE, de 1-12-98, relativo à aplicação das reservas mínimas obrigatórias, bem como os artºs. 4 e 5 do Regulamento (CE) nº 2819/98 do BCE, de 1-12-98, relativo ao balanço consolidado do sector das instituições financeiras monetárias. O presente Regulamento começará a produzir efeitos em relação ao período de manutenção que tiver início no mês seguinte à publicação deste Regulamento no Jornal Oficial. O Regulamento (CE) nº 1921/2000 do BCE foi objecto de uma rectificação, publicada no JOCE nº 242, Série B.

16 de Setembro (Aviso do Banco de Portugal nº 5/2000, DR nº 215, 1ª Série B)

Estabelece um conjunto de regras relativas à remuneração dos depósitos com pré-aviso, a prazo, a prazo não mobilizáveis antecipadamente e constituídos em regime especial, de montante inferior a 10.000.000\$, a que se referem as alíneas b), c), d) e e) do nº 1 do artº 1 do Dec.-Lei nº 430/91, de 02-11.

23 de Setembro (Dec.-Lei nº 228/2000, DR nº 221, 1ª Série A)

Cria o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, com o objectivo de, entre outros, promover a coordenação da actuação das autoridades de supervisão do sistema financeiro, e ao qual preside o Governador do Banco de Portugal. Para além da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários e do Instituto de Seguros de Portugal, prevê-se ainda a participação neste

25 de Setembro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 29/DMR)

Conselho de representantes de entidades, públicas ou privadas, em especial do Fundo de Garantia de Depósitos, do Fundo de Garantia do Crédito Agrícola Mútuo, do Sistema de Indemnização aos Investidores, das entidades gestoras de mercados regulamentados e associações representativas de quaisquer categorias de instituições sujeitas a supervisão prudencial.

Informa, na sequência da decisão do Conselho do BCE que estabeleceu para 2001 os dias de encerramento do TARGET e consequente encerramento do SPGT, quais as datas-valor ou datas de reembolso cujas operações não poderão ser realizadas através do SITEME, no próximo ano 2001, informando igualmente quais os dias feriados em que serão assegurados serviços mínimos.

Outubro

3 de Outubro (Carta- Circular do Banco de Portugal nº 30/DMRCF/DMC)

Remete disquete contendo ficheiro com a lista de todas as instituições sujeitas a reservas mínimas na área do euro, em 28-9-2000.

13 de Outubro (Dec.-Lei nº 250/2000, DR nº 237, 1ª Série A)

Transpõe para a ordem jurídica interna a Directiva nº 98/33/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22-06, que alterou o artº 12 da Directiva nº 77/780/CEE, relativa ao acesso à actividade das instituições de crédito e ao seu exercício, os artºs. 2, 5, 6, 7 e 8 e os anexos II e III da Directiva nº 89/647/CEE, relativa ao rácio de solvabilidade das instituições de crédito, e o artº 2 e o anexo II da Directiva nº 93/6/CEE, relativa à adequação dos fundos próprios das empresas de investimento e das instituições de crédito. Dá nova redacção aos artºs. 81 e 82 do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Dec.-Lei nº 298/92, de 31-12. Alarga o núcleo de entidades que prosseguem fins de cooperação em matéria de supervisão, inclui alguns conceitos (v.g. mercado reconhecido), fixa coeficientes de ponderação para efeitos do rácio de solvabilidade (v.g. fracção não realizada do capital subscrito do Fundo Europeu de Investimento) e altera o cálculo do risco de crédito associado aos instrumentos derivados do mercado de balcão.

16 de Outubro (Regulamento da CMVM nº 32/2000, DR nº 239, 2ª Série)

Regulamenta alguns aspectos relativos à prospecção de investidores no âmbito das actividades de intermediação financeira. Altera o artº 50 e adita os artºs. 19-A, 50-A, 50-B e 50-C, ao Regulamento nº 12/2000, de 10-02.

18 de Outubro (Dec.-Lei nº 263/2000, DR nº 241, 1ª Série A)

Transpõe para o direito interno a Directiva nº 98/32/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22-6, que altera, especialmente em relação aos créditos hipotecários, a Directiva nº 89/647/CEE, do Conselho, relativa ao rácio de solvabilidade das instituições de crédito, ficando o Banco de Portugal autorizado a modificar esta regulamentação, de acordo com o presente diploma.

20 de Outubro (Carta Circular do Banco de Portugal nº 31/DMR)

Informa as instituições de crédito de que, relativamente ao cálculo e confirmação das reservas mínimas do SEBC, deve ser dado cumprimento ao estabelecido no Regulamento (CE) nº 1921/2000, de 31-08, do BCE (BCE/2000/8), que alterou os Regulamentos nº 2818/98, de 1-12, do BCE (BCE/1998/15), relativo à aplicação de reservas mínimas obrigatórias, e nº 2819/98, de 1-12, do BCE (BCE/1998/16), relativo ao balanço consolidado do sector das instituições financeiras monetárias.

30 de Outubro (Aviso do Banco de Portugal nº 6/2000, DR nº 251, 1ª Série B)

Define os requisitos de fundos próprios aplicáveis às instituições de crédito e sociedades financeiras cedentes de créditos em operações de “titularização” que, no âmbito dessas operações, assumam compromissos ou recebam elementos de activo ou extrapatrimoniais. Adita os nºs. 7 e 8 à parte I do anexo ao Aviso nº 1/93, de 8-6.

Novembro

6 de Novembro (Aviso do Banco de Portugal n.º 7/2000, DR n.º 256, 1ª Série B)

Reduz de três anos para dezoito meses o prazo (a partir da data do respectivo vencimento) para provisionamento integral de créditos que apenas disponham de garantia pessoal. Altera o Aviso n.º 3/95, publicado no DR n.º 149, 2ª Série.

7 de Novembro (Portaria do Ministério das Finanças n.º 1689/2000, DR n.º 257, 2ª Série)

Cria um mercado regulamentado, designado por “novo mercado”, no qual, durante uma primeira fase, serão negociadas acções emitidas por entidades que demonstrem características de elevado potencial de crescimento ou desenvolvimento de actividades tecnologicamente inovadoras. Entre os requisitos específicos de admissão à negociação no “novo mercado”, inclui-se a participação articulada entre o emitente, o promotor, os titulares de participações qualificadas e os criadores de mercado.

15 de Novembro (Instrução do Banco de Portugal n.º 25/2000, BNPB 11/2000)

Fixa em 75 por cento o limite do compromisso irrevogável de pagamento a aplicar nas contribuições relativas ao ano 2001 para o Fundo de Garantia de Depósitos.

15 de Novembro (Instrução do Banco de Portugal n.º 26/2000, BNPB 11/2000)

Fixa em 0.1 por cento a taxa contributiva de base, aplicável ao cálculo das contribuições anuais, relativas a 2001, para o Fundo de Garantia de Depósitos.

Dezembro

14 de Dezembro (Regulamento da CMVM n.º 34/2000, DR n.º 287, 2ª Série)

Estabelece o quadro geral e os princípios que regem o “novo mercado”. Altera os Regulamentos da CMVM n.ºs 10/2000 e 11/2000, publicados no DR n.º 45 (Suplemento), 2ª Série.

WORKING PAPERS

1990

- 1/90 PRODUTO POTENCIAL, DESEMPREGO E INFLAÇÃO EM PORTUGAL
Um estudo para o período 1974-1989
— *Carlos Robalo Marques*
- 2/90 INFLAÇÃO EM PORTUGAL
Um estudo econométrico para o período 1965-1989, com projecções para 1990 e 1991
— *Carlos Robalo Marques*
- 3/92 THE EFFECTS OF LIQUIDITY CONSTRAINTS ON CONSUMPTION BEHAVIOUR
The Portuguese Experience
— *Sílvia Luz*
- 4/92 LOW FREQUENCY FILTERING AND REAL BUSINESS CYCLES
— *Robert G. King, Sérgio T. Rebelo*
- 5/92 GROWTH IN OPEN ECONOMIES
— *Sérgio Rebelo*
- 6/92 DYNAMIC OPTIMAL TAXATION IN SMALL OPEN ECONOMIES
— *Isabel H. Correia*
- 7/92 EXTERNAL DEBT AND ECONOMIC GROWTH
— *Isabel H. Correia*
- 8/92 BUSINESS CYCLES FROM 1850 TO 1950: NEW FACTS ABOUT OLD DATA
— *Isabel H. Correia, João L. Neves, Sérgio Rebelo*
- 9/92 LABOUR HOARDING AND THE BUSINESS CYCLE
— *Craig Burnside, Martin Eichenbaum, Sérgio Rebelo*
- 10/92 ANALYSIS OF FOREIGN DIRECT INVESTMENT FLOWS IN PORTUGAL USING PANEL DATA
— *Luísa Farinha*
- 11/92 INFLATION IN FIXED EXCHANGE RATE REGIMES:
THE RECENT PORTUGUESE EXPERIENCE
— *Sérgio Rebelo*
- 12/92 TERM STRUCTURE OF INTEREST RATES IN PORTUGAL
— *Armindo Escalda*
- 13/92 AUCTIONING INCENTIVE CONTRACTS: THE COMMON COST CASE
— *Fernando Branco*
- 14/92 INDEXED DEBT AND PRODUCTION EFFICIENCY
— *António S. Mello, John Parsons*
- 15/92 "TESTING " FOR MEAN AND VARIANCE BREAKS WITH DEPENDENT DATA
— *José A. F. Machado*
- 16/92 COINTEGRATION AND DYNAMIC SPECIFICATION
— *Carlos Robalo Marques*
- 17/92 FIRM GROWTH DURING INFANCY
— *José Mata*

- 18/92** THE DISTRIBUTION OF HOUSEHOLD INCOME AND EXPENDITURE IN PORTUGAL: 1980 and 1990
— *Miguel Gouveia, José Tavares*
- 19/92** THE DESIGN OF MULTIDIMENSIONAL AUCTIONS
— *Fernando Branco*
- 20/92** MARGINAL INCOME TAX RATES AND ECONOMIC GROWTH IN DEVELOPING COUNTRIES
— *Sérgio Rebelo, William Easterly*
- 21/92** THE EFFECT OF DEMAND AND TECHNOLOGICAL CONDITIONS ON THE LIFE EXPECTANCY OF NEW FIRMS
— *José Mata, Pedro Portugal*
- 22/92** TRANSITIONAL DYNAMICS AND ECONOMIC GROWTH IN THE NEOCLASSICAL MODEL
— *Robert G. King, Sérgio Rebelo*
- 23/92** AN INTEGRATED MODEL OF MULTINATIONAL FLEXIBILITY AND FINANCIAL HEDGING
— *António S. Mello, Alexander J. Triantis*
- 24/92** CHOOSING AN AGGREGATE FOR MONETARY POLICY: A COINTEGRATION APPROACH
— *Carlos Robalo Marques, Margarida Catalão Lopes*
- 25/92** INVESTMENT: CREDIT CONSTRAINTS, REGULATED INTEREST RATES AND EXPECTATIONS OF FINANCIAL LIBERALIZATION THE PORTUGUESE EXPERIENCE
— *Koleman Strumpf*

1993

- 1/93** SUNK COSTS AND THE DYNAMICS OF ENTRY
— *José Mata*
- 2/93** POLICY, TECHNOLOGY ADOPTION AND GROWTH
— *William Easterly, Robert King, Ross Levine, Sérgio Rebelo*
- 3/93** OPTIMAL AUCTIONS OF A DIVISIBLE GOOD
— *Fernando Branco*
- 4/93** EXCHANGE RATE EXPECTATIONS IN INTERNATIONAL OLIGOPOLY
— *Luís Cabral, António S. Mello*
- 5/93** A MODEL OF BRANCHING WITH AN APPLICATION TO PORTUGUESE BANKING
— *Luís Cabral, W. Robert Majure*
- 6/93** HOW DOES NEW FIRM SURVIVAL VARY ACROSS INDUSTRIES AND TIME?
— *José Mata, Pedro Portugal*
- 7/93** DO NOISE TRADERS “CREATE THEIR OWN SPACE”?
— *Ravi Bhushan, David P. Brown, António S. Mello*
- 8/93** MARKET POWER MEASUREMENT – AN APPLICATION TO THE PORTUGUESE CREDIT MARKET
— *Margarida Catalão Lopes*
- 9/93** CURRENCY SUBSTITUTABILITY AS A SOURCE OF INFLATION DISCIPLINE
— *Pedro Teles*
- 10/93** BUDGET IMPLICATIONS OF MONETARY COORDINATION IN THE EUROPEAN COMMUNITY
— *Pedro Teles*
- 11/93** THE DETERMINANTS OF FIRM START-UP SIZE
— *José Mata*

- 12/93 FIRM START-UP SIZE: A CONDITIONAL QUANTILE APPROACH
— *José Mata, José A. F. Machado*
- 13/93 FISCAL POLICY AND ECONOMIC GROWTH: AN EMPIRICAL INVESTIGATION
— *William Easterly, Sérgio Rebelo*
- 14/93 BETA ESTIMATION IN THE PORTUGUESE THIN STOCK MARKET
— *Armindo Escalda*
- 15/93 SHOULD CAPITAL INCOME BE TAXED IN THE STEADY STATE?
— *Isabel H. Correia*
- 16/93 BUSINESS CYCLES IN A SMALL OPEN ECONOMY
— *Isabel H. Correia, João C. Neves, Sérgio Rebelo*
- 17/93 OPTIMAL TAXATION AND CAPITAL MOBILITY
— *Isabel H. Correia*
- 18/93 A COMPOSITE COINCIDENT INDICATOR FOR THE PORTUGUESE ECONOMY
— *Francisco Craveiro Dias*
- 19/93 PORTUGUESE PRICES BEFORE 1947: INCONSISTENCY BETWEEN THE OBSERVED COST OF LIVING INDEX AND THE GDP PRICE ESTIMATION OF NUNES, MATA AND VALÉRIO (1989)
— *Paulo Soares Esteves*
- 20/93 EVOLUTION OF PORTUGUESE EXPORT MARKET SHARES (1981-91)
— *Cristina Manteu, Ildeberta Abreu*
- 1994**
- 1/94 PROCUREMENT FAVORITISM AND TECHNOLOGY ADOPTION
— *Fernando Branco*
- 2/94 WAGE RIGIDITY AND JOB MISMATCH IN EUROPE: SOME EVIDENCE
— *Sílvia Luz, Maximiano Pinheiro*
- 3/94 A CORRECTION OF THE CURRENT CONSUMPTION INDICATOR – AN APPLICATION OF THE INTERVENTION ANALYSIS APPROACH
— *Renata Mesquita*
- 4/94 PORTUGUESE GDP AND ITS DEFLATOR BEFORE 1947: A REVISION OF THE DATA PRODUCED BY NUNES, MATA AND VALÉRIO (1989)
— *Carlos Robalo Marques, Paulo Soares Esteves*
- 5/94 EXCHANGE RATE RISK IN THE EMS AFTER THE WIDENING OF THE BANDS IN AUGUST 1993
— *Joaquim Pires Pina*
- 6/94 FINANCIAL CONSTRAINTS AND FIRM POST-ENTRY PERFORMANCE
— *Paulo Brito, António S. Mello*
- 7/94 STRUCTURAL VAR ESTIMATION WITH EXOGENEITY RESTRICTIONS
— *Francisco C. Dias, José A. F. Machado, Maximiano R. Pinheiro*
- 8/94 TREASURY BILL AUCTIONS WITH UNINFORMED BIDDERS
— *Fernando Branco*
- 9/94 AUCTIONS OF SHARES WITH A SECONDARY MARKET AND TENDER OFFERS
— *António S. Mello, John E. Parsons*

10/94 MONEY AS AN INTERMEDIATE GOOD AND THE WELFARE COST OF THE INFLATION TAX
— *Isabel Correia, Pedro Teles*

11/94 THE STABILITY OF PORTUGUESE RISK MEASURES
— *Armando Escalda*

1995

1/95 THE SURVIVAL OF NEW PLANTS: START-UP CONDITIONS AND POST-ENTRY EVOLUTION
— *José Mata, Pedro Portugal, Paulo Guimarães*

2/95 MULTI-OBJECT AUCTIONS: ON THE USE OF COMBINATIONAL BIDS
— *Fernando Branco*

3/95 AN INDEX OF LEADING INDICATORS FOR THE PORTUGUESE ECONOMY
— *Francisco Ferreira Gomes*

4/95 IS THE FRIEDMAN RULE OPTIMAL WHEN MONEY IS AN INTERMEDIATE GOOD?
— *Isabel Correia, Pedro Teles*

5/95 HOW DO NEW FIRM STARTS VARY ACROSS INDUSTRIES AND OVER TIME?
— *José Mata*

6/95 PROCUREMENT FAVORITISM IN HIGH TECHNOLOGY
— *Fernando Branco*

7/95 MARKETS, ENTREPRENEURS AND THE SIZE OF NEW FIRMS
— *José Mata*

1996

1/96 CONVERGENCE ACROSS EU COUNTRIES: INFLATION AND SAVINGS RATES ON PHYSICAL AND HUMAN CAPITAL
— *Paulo Soares Esteves*

2/96 THE OPTIMAL INFLATION TAX
— *Isabel Correia, Pedro Teles*

3/96 FISCAL RULES OF INCOME TRANSFORMATION
— *Isabel H. Correia*

4/96 ON THE EFFICIENCY AND EQUITY TRADE-OFF
— *Isabel H. Correia*

5/96 DISTRIBUTIONAL EFFECTS OF THE ELIMINATION OF CAPITAL TAXATION
— *Isabel H. Correia*

6/96 LOCAL DYNAMICS FOR SPHERICAL OPTIMAL CONTROL PROBLEMS
— *Paulo Brito*

7/96 A MONEY DEMAND FUNCTION FOR PORTUGAL
— *João Sousa*

8/96 COMPARATIVE EXPORT BEHAVIOUR OF FOREIGN AND DOMESTIC FIRMS IN PORTUGAL
— *Sónia Cabral*

9/96 PUBLIC CAPITAL ACCUMULATION AND PRIVATE SECTOR PERFORMANCE IN THE U.S.
— *Alfredo Marvão Pereira, Rafael Flores de Frutos*

- 10/96** IMPORTED CAPITAL AND DOMESTIC GROWTH: A COMPARISON BETWEEN EAST ASIA AND LATIN AMERICA
— *Ling-ling Huang, Alfredo Marvão Pereira*
- 11/96** ON THE EFFECTS OF PUBLIC AND PRIVATE R&D
— *Robert B. Archibald, Alfredo Marvão Pereira*
- 12/96** EXPORT GROWTH AND DOMESTIC PERFORMANCE
— *Alfredo Marvão Pereira, Zhenhui Xu*
- 13/96** INFRASTRUCTURES AND PRIVATE SECTOR PERFORMANCE IN SPAIN
— *Alfredo Marvão Pereira, Oriol Roca Sagales*
- 14/96** PUBLIC INVESTMENT AND PRIVATE SECTOR PERFORMANCE: INTERNATIONAL EVIDENCE
— *Alfredo Marvão Pereira, Norman Morin*
- 15/96** COMPETITION POLICY IN PORTUGAL
— *Pedro P. Barros, José Mata*
- 16/96** THE IMPACT OF FOREIGN DIRECT INVESTMENT IN THE PORTUGUESE ECONOMY
— *Luísa Farinha, José Mata*
- 17/96** THE TERM STRUCTURE OF INTEREST RATES: A COMPARISON OF ALTERNATIVE ESTIMATION METHODS WITH AN APPLICATION TO PORTUGAL
— *Nuno Cassola, Jorge Barros Luís*
- 18/96** SHORT-AND LONG-TERM JOBLESSNES: A SEMI-PARAMETRIC MODEL WITH TIME -VARYING EFFECTS
— *Pedro Portugal, John T. Addison*
- 19/96** SOME SPECIFICATION ISSUES IN UNEMPLOYMENT DURATION ANALYSIS
— *Pedro Portugal, John T. Addison*
- 20/96** SEQUENTIAL AUCTIONS WITH SYNERGIES: AN EXAMPLE
— *Fernando Branco*
- 21/96** HEDGING WINNER'S CURSE WITH MULTIPLE BIDS: EVIDENCE FROM THE PORTUGUESE TREASURY BILL AUCTION
— *Michael B. Gordy*
- 22/96** THE BRICKS OF AN EMPIRE 1415-1999: 585 YEARS OF PORTUGUESE EMIGRATION
— *Stanley L. Engerman, João César das Neves*
- 1997**
- 1/97** LOCAL DYNAMICS FOR PLANAR OPTIMAL CONTROL PROBLEMS: A COMPLETE CHARACTERIZATION
— *Paulo Brito*
- 2/97** INTERNATIONAL PORTFOLIO CHOICE
— *Bernardino Adão, Nuno Ribeiro*
- 3/97** UNEMPLOYMENT INSURANCE AND JOBLESSNESS: A DISCRETE DURATION MODEL WITH MULTIPLE DESTINATIONS
— *Pedro Portugal, John T. Addison*
- 4/97** THE TREASURY BILL MARKET IN PORTUGAL: INSTITUTIONAL ISSUES AND PROFIT MARGINS OF FINANCIAL INSTITUTIONS
— *Bernardino Adão, Jorge Barros Luís*

5/97 ECONOMETRIC MODELLING OF THE SHORT-TERM INTEREST RATE: AN APPLICATION TO PORTUGAL

— *Nuno Cassola, João Nicolau, João Sousa*

6/97 ESTIMATION OF THE NAIRU FOR THE PORTUGUESE ECONOMY

— *Carlos Robalo Marques, Susana Botas*

7/97 EXTRACTION OF INTEREST RATE DIFFERENTIALS IMPLICIT IN OPTIONS: THE CASE OF SPAIN AND ITALY IN THE EUROPEAN MONETARY UNION

— *Bernardino Adão, Jorge Barros Luís*

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*