

A ECONOMIA PORTUGUESA EM 2001

1. INTRODUÇÃO

O Produto Interno Bruto (PIB) português deverá registar em 2001 um crescimento real entre 1½ e 2 por cento, o que representa uma desaceleração em relação a 2000 (3.5 por cento) (Quadro 1.1). A actual projecção do crescimento económico revê em baixa, em cerca de ½ ponto percentual (p.p.) a “Projecção da Primavera” divulgada no *Boletim Económico* de Junho de 2001.

Ao longo de 2001 a evolução do mercado de trabalho deverá caracterizar-se pela manutenção de um forte crescimento do emprego, entre 1¼ e 1¾ por cento, embora em provável ligeira desaceleração relativamente ao ano anterior (1.7 por cento), e por uma paragem na tendência de redução que a taxa de desemprego vinha registando, devendo esta situar-se entre 4 e 4¼ por cento da população activa. Não obstante a pequena aceleração nominal dos salários negociados no âmbito da contratação colectiva, as remunerações efectivas deverão ter crescido a uma taxa semelhante à de 2000. As remunerações reais deverão ter aumentado, pelo quarto ano consecutivo, acima do crescimento da produtividade aparente.

Tal como em 2000, a composição do crescimento económico em 2001 deverá traduzir uma redução do contributo da procura interna para o crescimento, bem como uma melhoria do contributo da procura externa líquida. A evolução da procura interna deverá resultar da desaceleração significativa de todas as suas componentes, com destaque, pelo seu peso no conjunto da despesa, para o consumo privado. O abrandamento desta componente deverá ser mais intenso do que o considerado nas “Projecções da Primavera” e tem subjacente uma continuada deterioração da confiança dos consumidores e a necessidade de servir a dívida contraída nos últimos anos. A desaceleração do consumo privado é extensiva à generalidade das suas clas-

Quadro 1.1

PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICOS
Taxas de variação em percentagem

	2000	2001	Por memória:
			2001
			BE Junho 2001
Consumo privado.....	2.8	¾; 1¼	2; 2½
Consumo público.....	3.5	1.9	1.7
FBCF.....	4.7	-1; 1	-1; 1
Procura interna.....	3.1	¾; 1¼	1½; 2
Exportações.....	7.9	4¼; 5¼	5½; 6½
Procura global.....	4.1	1½; 2	2½; 3
Importações.....	5.5	1¼; 3¼	3; 5
PIB.....	3.5	1½; 2	2; 2½
Balança corrente + balança de capital (%PIB).....	-8.6	-8¾; -7¾	-7¾; -6
IHPC.....	2.8	4.2; 4.4	3.9; 4.5

ses, mas é mais intensa na aquisição de bens duradouros, em especial automóveis, que reflectem, além dos aspectos atrás referidos, as alterações de fiscalidade introduzidas no Orçamento de Estado para 2001. A formação bruta de capital fixo (FBCF) e o consumo público mostram também evidência de sensível abrandamento, embora de intensidade próxima da prevista no exercício da Primavera. No que respeita à primeira, estarão a verificar-se fortes desacelerações quer do investimento em equipamento, quer do investimento em construção, com excepção do segmento das obras públicas, em nítida aceleração.

Em resultado do comportamento da procura interna, menos dinâmico do que em 2000 e do que previsto na Primavera, com forte desaceleração das componentes com maior conteúdo importado, o crescimento real das importações deverá abrandar significativamente, para valores inferiores aos anteriormente projectados. O contributo da procura externa líquida para o crescimento do PIB deve-

rá melhorar porque as exportações deverão desacelerar de forma menos pronunciada do que as importações, embora também mais do que previsto na Primavera. No primeiro semestre do ano, estima-se que o crescimento real das exportações de mercadorias tenha atingido cerca de 9½ por cento. Em parte, este dinamismo foi influenciado por um efeito de base, devido à redução temporária, no primeiro semestre de 2000, do volume de exportações de uma grande unidade de produção do ramo automóvel. Porém, para além desse efeito de base, constata-se um bom comportamento da quota de mercado das exportações de mercadorias portuguesas, isto é, verifica-se um diferencial positivo entre os crescimentos das exportações de mercadorias e da procura externa relevante para a economia portuguesa, bastante mais favorável do que tem sido observado nos últimos anos. Não são evidentes as explicações para este fenómeno, que poderão estar associadas quer a uma interrupção do processo de deslocalização de empresas exportadoras dos sectores tradicionais para outros países de mão-de-obra mais barata e/ou ao redireccionamento das vendas para o mercado exterior num contexto de enfraquecimento da procura interna. As projecções para o conjunto do ano contemplam para o segundo semestre uma desaceleração sensível do crescimento real das exportações, devido ao esgotamento do efeito de base referido e à trajetória esperada de acentuado abrandamento da procura externa. Assumiu-se, no entanto, a hipótese de que continuariam a verificar-se ganhos de quota de mercado das exportações, a exemplo do que terá acontecido no primeiro semestre.

As taxas de crescimento reais previstas para as exportações e importações de bens e serviços, bem como um provável ligeiro ganho de termos de troca decorrente da evolução dos preços internacionais de combustíveis, deverão implicar uma melhoria do défice da balança comercial em relação a 2000, de cerca de 1 p.p.. Esta melhoria deverá ser parcialmente contrabalançada por um aumento, em cerca de ½ p.p., do défice da balança de rendimentos, devido fundamentalmente à forte subida do défice de rendimentos relacionados com o financiamento dos bancos portugueses junto de entidades não residentes. Assim, em 2001, o défice conjunto das balanças corrente e de capital deverá ficar compreendido no intervalo entre 7¾ e 8¾ por cento do PIB, que compara com 8.6 por cento em

2000. Esta projecção do défice conjunto corresponde a uma revisão em alta face à projecção da Primavera, que apontava para um défice entre 6 e 7¾ por cento do PIB. Tal resulta principalmente da revisão em baixa, em mais de 1 por cento do PIB, do saldo das transferências públicas com a União Europeia, em linha com a revisão dos valores destes fluxos introduzida no relatório da proposta de Orçamento de Estado para 2002 apresentada à Assembleia da República em 15 de Outubro de 2001.

O défice conjunto das balanças corrente e de capital traduz as necessidades de financiamento da economia portuguesa face ao exterior ou, por outras palavras e a menos de discrepâncias estatísticas, corresponde à soma das poupanças financeiras dos vários sectores institucionais residentes (famílias, empresas e administrações públicas). Em 2001, é de destacar a melhoria da poupança financeira das famílias, quer por via do aumento da sua poupança, quer por via da desaceleração do seu investimento em habitação. O aumento da taxa de poupança das famílias acontecerá num contexto de forte dinâmica do seu rendimento disponível nominal, que crescerá a uma taxa apenas ligeiramente inferior à estimada para 2000 (7.2 por cento). Para esta sustentação do crescimento nominal do rendimento disponível contribuirão elevados aumentos das remunerações do trabalho, dos rendimentos de empresa e propriedade e das transferências para as famílias. O aumento da taxa de poupança reflectirá quer um fenómeno de maior poupança por motivo precaução, num quadro de expectativas menos favoráveis sobre a evolução económica futura, quer a necessidade de

fazer face às amortizações da dívida contraída, nomeadamente em resultado do elevado nível de investimento em habitação nos anos recentes.

Em 2001, as taxas de variação média anual do Índice de Preços no Consumidor (IPC) e do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) deverão ficar compreendidas no intervalo 4.2-4.4 por cento (que compara com 2.9 e 2.8 por cento em 2000, respectivamente para o IPC e para o IHPC). Em Setembro de 2001, as taxas de variação média anual de ambos os índices situavam-se em 4.3 por cento, sendo de destacar que as correspondentes taxas de variação homóloga voltaram a ser inferiores às taxas médias desde Agosto, o que já não acontecia desde Março de 2000. Em Setembro, es-

tas taxas situaram-se em 4.0 e 4.1 por cento, respectivamente nos casos do IPC e do IHPC. É de esperar que nos próximos meses a inflação homóloga continue a reduzir-se gradualmente, reflectindo nomeadamente a progressiva dissipação da subida provocada pelos crescimentos anómalos dos preços de alguns bens alimentares.

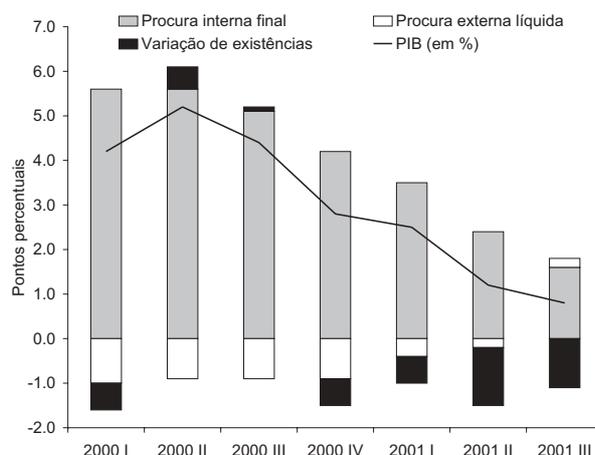
2. POLÍTICA MONETÁRIA

Nos últimos meses de 2000, os sinais de forte desaceleração na economia norte-americana, o acréscimo de incerteza quanto à recuperação da economia japonesa e o aumento da instabilidade nos mercados financeiros, contribuíram para uma deterioração das perspectivas de crescimento da economia mundial em 2001, a qual se veio a confirmar ao longo dos primeiros três trimestres do ano.

Nos Estados Unidos da América (EUA), o produto interno bruto evidenciou, a partir do primeiro semestre de 2000, uma desaceleração acentuada, atingindo no final de 2000 e início de 2001 taxas de crescimento não observadas desde 1995 (a taxa de variação homóloga passou de 5.2 por cento no segundo trimestre de 2000, para 2.5 por cento no primeiro trimestre de 2001) (Gráfico 2.1). Esta evolução ocorreu num contexto em que o preço do petróleo registou níveis elevados e sistematicamente superiores ao esperado, em que as condições de financiamento se tornaram menos favoráveis na sequência das alterações da política monetária norte-americana ocorridas desde 1999 e em que se acentuou a tendência de correcção em baixa do mercado accionista a partir do terceiro trimestre de 2000 (Gráfico 2.2). A procura interna, que vinha a sustentar os fortes ritmos de crescimento da actividade, observou uma forte desaceleração (a sua contribuição para o crescimento homólogo do produto reduziu-se de cerca de 6.0 p.p., no segundo trimestre de 2000, para cerca de 3.0 p.p. no primeiro trimestre de 2001). Como resposta a esta situação, em Janeiro de 2001, a Reserva Federal alterou a orientação da política monetária, iniciando um ciclo de redução das taxas de juro oficiais (o objectivo para a taxa de juro dos *Fed funds* passou de 6.5 por cento, no início de 2001, para 4.5 por cento a 18 de Abril).

No Japão, a evolução económica revelou-se igualmente menos favorável do que era anterior-

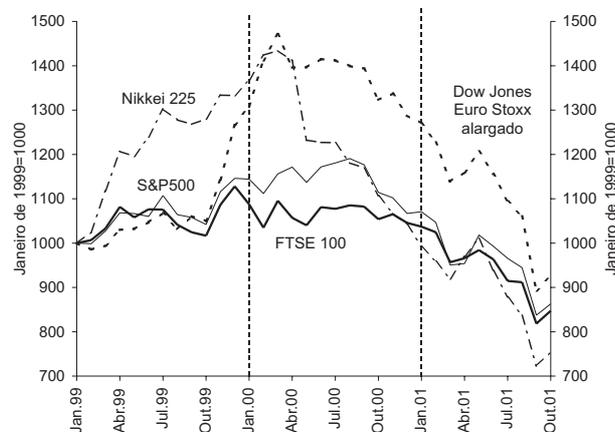
Gráfico 2.1
CONTRIBUTOS PARA O CRESCIMENTO
HOMÓLOGO DO PIB NOS EUA



Fonte: Eurostat.

Nota: Para o terceiro trimestre de 2001, os valores referem-se à primeira estimativa das contas nacionais divulgada em 31 de Outubro.

Gráfico 2.2
ÍNDICES DE ACÇÕES
Na própria moeda



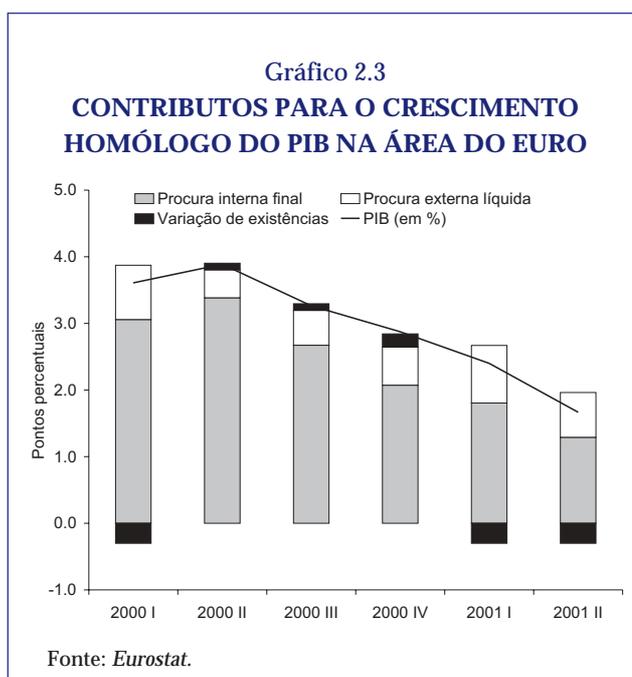
Fonte: Bloomberg e Banco de Portugal.

mente esperado, tornando-se claro, logo no início de 2001, que a recuperação sustentada da economia não iria ocorrer. Tentando responder à degradação da situação económica, o Banco do Japão tomou várias medidas. Primeiro, no início de Fevereiro, procedeu a algumas alterações de carácter operacional da política monetária no sentido de melhorar a forma de cedência de liquidez ao mercado. Posteriormente, no final de Fevereiro, reduziu o objectivo para a *overnight call rate* (de 0.25 por cento para 0.15 por cento) e, no dia 19 de Março,

alterou o objectivo operacional para a política monetária, que deixou de ser a *overnight call rate*, para passar a ser o montante de depósitos das instituições financeiras monetárias junto do banco central.

A desaceleração das economias norte-americana e japonesa implicou uma deterioração das perspectivas para as economias de mercados emergentes da Ásia e da América Latina, as quais tinham mantido uma tendência de recuperação ao longo de 2000.

Reflectindo o enfraquecimento da procura mundial e, principalmente, uma desaceleração da procura interna, em grande parte determinada pelo acréscimo dos preços do petróleo em 2000, a actividade económica na área do euro também apresentou sinais de moderação a partir de meados de 2000 (a taxa de variação homóloga do produto interno bruto reduziu-se de 3.9 por cento, no segundo trimestre de 2000, para 2.4 por cento no primeiro trimestre de 2001) (Gráfico 2.3). Contudo, nos primeiros meses de 2001, vários factores apontavam para que a actividade económica na área do euro observasse em 2001 um ritmo de crescimento próximo ou superior à tendência de crescimento do produto potencial. De facto, num contexto de



elevada taxa de utilização da capacidade produtiva e de crescimento do emprego, a confiança das famílias e das empresas permanecia em níveis elevados. Adicionalmente, perspectivava-se uma ligeira aceleração da procura interna no segundo semestre de 2001, associada a um maior crescimento

Quadro 2.1

EVOLUÇÃO DAS PREVISÕES DE CRESCIMENTO DO PIB E DA INFLAÇÃO PARA A ÁREA DO EURO

	Crescimento			Inflação ^(a)		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002
FMI						
Out. 2000	3.5	3.4	-	2.1	1.7	-
Mai. 2001	3.4	2.4	2.8	2.4	2.3	1.7
Out. 2001 ^(b)	3.5	1.8	2.2	2.4	2.7	1.7
OCDE						
Nov. 2000	3.5	3.1	2.8	2.2	2.3	2.0
Mai. 2001	3.4	2.6	2.7	2.2	2.2	1.9
Comissão Europeia						
Nov. 2000	3.5	3.2	3.0	2.3	2.2	1.9
Abr. 2001	3.4	2.8	2.9	2.3	2.2	1.8
Consensus Forecasts						
Dez. 2000	3.3	3.0	-	2.2	2.0	-
Mar. 2001	3.3	2.7	2.9	2.2	2.1	1.8
Jun. 2001	3.4	2.3	2.7	2.2	2.5	1.9
Set. 2001 ^(b)	3.4	1.9	2.4	2.2	2.7	1.9
Out. 2001	3.4	1.7	1.8	2.2	2.7	1.8
Eurosistema						
Dez. 2000	3.2-3.6	2.6-3.6	2.5-3.5	2.3-2.5	1.8-2.8	1.3-2.5
Jun. 2001	3.4	2.2-2.8	2.1-3.1	2.4	2.3-2.7	1.2-2.4

Fontes: *World Economic Outlook* do FMI, *Economic Outlook* da OCDE, Previsões Económicas da Comissão Europeia e Previsões do 'Consensus Economics Forecasts'.

Notas:

(a) FMI e *Consensus Economics Forecasts*: preços no consumidor; OCDE: deflator do consumo privado; Comissão Europeia: IHPC.

(b) Previsões efectuadas antes dos atentados de 11 de Setembro nos Estados Unidos.

Quadro 2.2

PREVISÕES DE CRESCIMENTO DO PIB

	2000	2001	2002
Mundo			
FMI			
Out. 2000	4.7	4.2	-
Mai. 2001	4.8	3.2	3.9
Out. 2001 ^(a)	4.7	2.6	3.5
Estados Unidos			
FMI			
Out. 2000	5.2	3.2	-
Mai. 2001	5.0	1.5	2.5
Out. 2001 ^(a)	4.1	1.3	2.2
Consensus Forecasts			
Dez. 2000	5.1	3.0	-
Mar. 2001	5.0	1.9	3.4
Jun. 2001	5.0	1.8	3.0
Set. 2001 ^(a)	4.1	1.6	2.7
Out. 2001	4.1	1.0	1.2
Japão			
FMI			
Out. 2000	1.4	1.8	-
Mai. 2001	1.7	0.6	1.5
Out. 2001 ^(a)	1.5	-0.5	0.2
Consensus Forecasts			
Dez. 2000	2.1	2	-
Mar. 2001	1.7	1.2	1.7
Jun. 2001	1.5	0.6	1.5
Set. 2001 ^(a)	1.5	-0.1	0.5
Out. 2001	1.5	-0.5	-0.4

Fontes: *World Economic Outlook* do FMI e Previsões do '*Consensus Economics Forecasts*'.

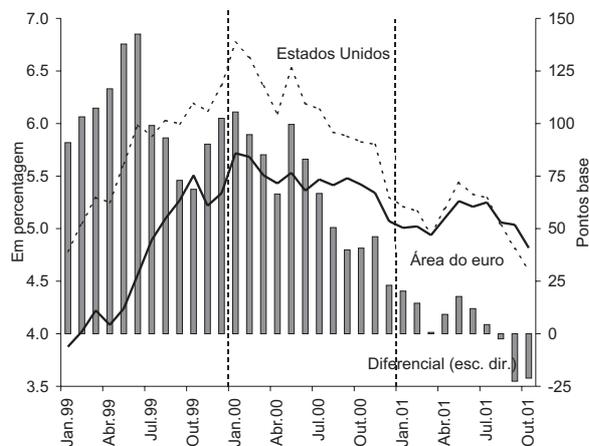
Nota:

(a) Previsões efectuadas antes dos atentados de 11 de Setembro nos Estados Unidos.

do rendimento disponível do sector privado na sequência de reduções de impostos e de uma evolução mais favorável da inflação. Neste contexto, as previsões para o crescimento do produto em 2001 foram, nos primeiros meses do ano, significativamente menos revistas em baixa para a área do euro do que para os Estados Unidos (passando de cerca de 3.0 por cento no final de 2000 nas duas economias, para valores em torno de 2.5 por cento para a área do euro e abaixo de 2.0 por cento para os Estados Unidos, em Abril/Maio de 2001) (Quadros 2.1 e 2.2). Esta revisão nas expectativas de crescimento relativas entre as duas economias é igualmente evidenciada pela evolução do diferencial de taxas de juro de longo prazo (Gráfico 2.4).

O comportamento esperado da actividade económica na área do euro sugeria assim que, embora o balanço dos riscos para a estabilidade de preços a médio-prazo tivesse evoluído no sentido de um maior equilíbrio, quando comparado com o do final de 2000, permaneciam riscos ascendentes asso-

Gráfico 2.4
TAXAS DE RENDIBILIDADE DAS OBRIGAÇÕES DE DÍVIDA PÚBLICA A 10 ANOS

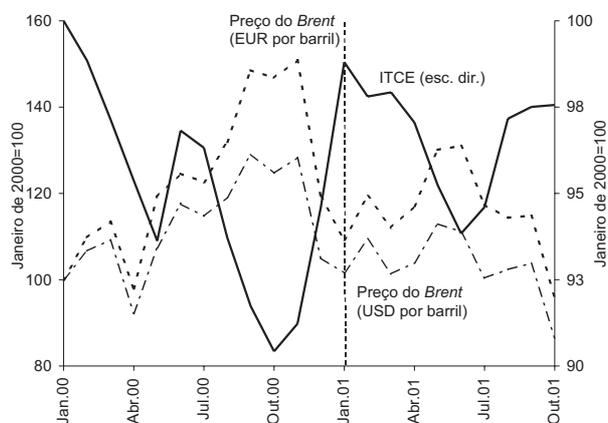


Fonte: BCE.

ciados a efeitos de segunda ordem sobre os salários resultantes de anteriores aumentos dos preços. Traduzindo o comportamento mais favorável do preço do petróleo e a apreciação da taxa de câmbio do euro observadas no final de 2000 e início de 2001⁽¹⁾ (Gráfico 2.5), a taxa de inflação homóloga, medida pelo índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC), manteve-se no primeiro trimestre de 2001 entre 2.4-2.6 por cento, isto é, significativamente acima de 2 por cento mas abaixo do pico de 2.9 por cento atingido em Novembro de 2000 (Gráfico 2.6). Não se observou uma redução mais significativa da inflação no início de 2001 porque a subida dos preços no consumidor foi neste período ampliada por acréscimos de impostos indirectos e preços administrados, pela aceleração dos preços dos produtos alimentares não transformados associada às preocupações com a saúde pública (relacionadas com o consumo de carne) e por efeitos indirectos desfasados do aumento dos preços das importações. Excluindo os

(1) O preço do petróleo depois de ter diminuído significativamente entre o final de Novembro e de Dezembro de 2000 (de cerca de 33 USD por barril, para cerca de 24 USD por barril), reverteu esta redução em 2001, oscilando no intervalo 24-30 USD por barril até meados de Setembro, caindo posteriormente para cerca de 22 USD por barril. Por sua vez, entre o final de Outubro de 2000 e meados de Janeiro de 2001, o euro apreciou 11 por cento em termos efectivos e 12 por cento face ao USD, depreciando-se posteriormente até ao início de Junho, respectivamente, 7 por cento e 10 por cento.

Gráfico 2.5
PREÇO DO PETRÓLEO E TAXA DE CÂMBIO DO EURO^(a)

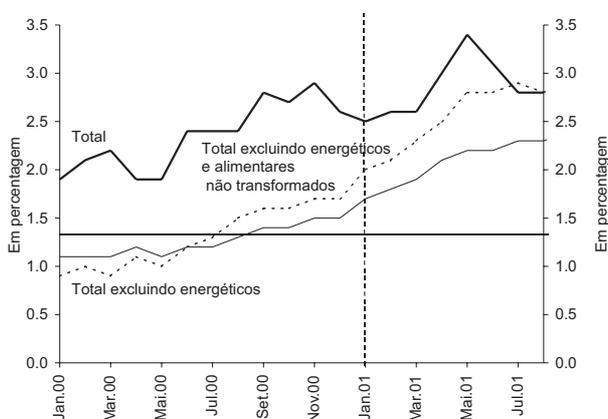


Fonte: BCE e Thomson Financial Datastream.

Nota:

(a) Um aumento corresponde a uma apreciação efectiva do euro.

Gráfico 2.6
IHPC NA ÁREA DO EURO
Taxa de variação homóloga

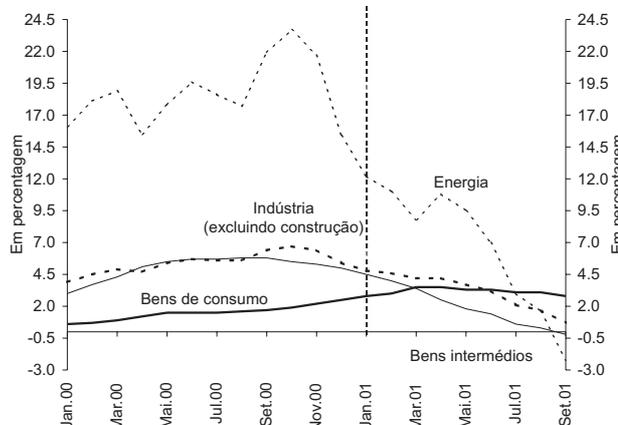


Fonte: Eurostat.

produtos energéticos e os produtos alimentares não transformados, a taxa de variação homóloga do IHPC manteve assim uma tendência de aumento no primeiro trimestre de 2001 (passou de 1.5 por cento no quarto trimestre, para 1.8 por cento). Adicionalmente, a evolução dos preços no produtor apontava para a manutenção das pressões inflacionistas nos meses seguintes (Gráfico 2.7)⁽²⁾.

Reflectindo os acréscimos nas taxas de juro efectuados pelo Banco Central Europeu (BCE) en-

Gráfico 2.7
ÍNDICES DE PREÇOS NA PRODUÇÃO NA ÁREA DO EURO
Taxa de variação homóloga



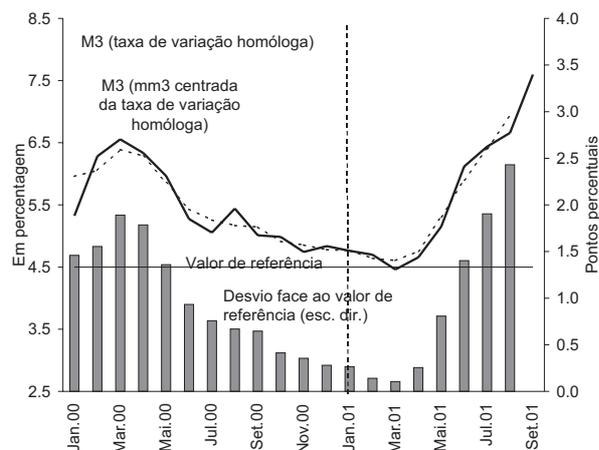
Fonte: Eurostat.

tre Novembro de 1999 e Outubro de 2000, o agregado M3 manteve no primeiro trimestre de 2001, a tendência de moderação observada desde a Primavera de 2000, muito embora tenha continuado a observar ritmos de crescimento superiores ao valor de referência de 4.5 por cento (de acordo com os dados divulgados no *Boletim Mensal* do BCE em Abril de 2001, a média das taxas de crescimento homólogas do M3 no primeiro trimestre situava-se em 4.8 por cento). O crédito ao sector privado manteve igualmente uma tendência de abrandamento, registando, contudo, taxas de crescimento homólogas ainda próximas de 10 por cento. Tendo por base esta informação, o Conselho do BCE decidiu nos primeiros quatro meses de 2001, manter as taxas de juro inalteradas nos níveis estabelecidos no início de Outubro (4.75 por cento para a taxa mínima das operações principais de refinanciamento e 5.75 por cento e 3.75 por cento, respectivamente, para as taxas das facilidades permanentes de cedência de liquidez e de depósito).

Em Maio, a obtenção de dados mais precisos relativos à distorção ascendente do M3 associada à detenção por não residentes de instrumentos negociáveis incluídos no agregado revelou valores

(2) Os preços na produção dos bens de consumo mantiveram a tendência de aceleração no início de 2001, passando a taxa de variação homóloga de 2.6 por cento em Dezembro de 2000, para 3.6 por cento em Maio de 2001.

Gráfico 2.8
AGREGADO MONETÁRIO M3^(a)



Fonte: BCE.

Nota:

(a) Corrigido de sazonalidade e de efeitos de calendário do fim do mês bem como da detenção por não residentes de acções/unidades de participação em fundos do mercado monetário.

da distorção significativamente mais elevados do que o anteriormente avaliado. De acordo com a nova informação, a parcela referente à detenção por não residentes de unidades de participação em fundos do mercado monetário tinha-se tornado mais significativa nos últimos meses e situava-se em cerca de 0.5 p.p. da taxa de crescimento homóloga do M3 em Março, existindo adicionais indicações de que a distorção determinada pela detenção por não residentes de outros títulos negociáveis (para a qual não existia ainda informação precisa) estaria também a assumir um valor que não poderia ser negligenciado (Gráfico 2.8). Assim, de acordo com o BCE, os desenvolvimentos monetários avaliados com base no M3 corrigido não indiciavam que existissem riscos para a estabilidade de preços. Tendo igualmente em consideração informação, entretanto disponibilizada, relativa à evolução salarial na área do euro e às perspectivas da conjuntura externa, que apontavam para uma redução das pressões sobre os preços a médio prazo, o Conselho do BCE decidiu, na reunião de 10 de Maio, reduzir as taxas directoras em 25 pontos base (Quadro 2.3).

Durante os meses seguintes e até finais de Agosto, as perspectivas relativamente ao crescimento económico mundial tornaram-se progressivamente mais desfavoráveis. Nos Estados Unidos,

Quadro 2.3

TAXAS DE JURO DO BANCO CENTRAL EUROPEU

Em percentagem

Data da decisão	Facilidade permanente de depósito	Operações principais de refinanciamento ^(a)	Facilidade permanente de cedência
4 Nov. 1999	2.00	3.00	4.00
3 Fev. 2000	2.25	3.25	4.25
16 Mar. 2000	2.50	3.50	4.50
27 Abr. 2000	2.75	3.75	4.75
8 Jun. 2000	3.25	4.25	5.25
31 Ago. 2000	3.50	4.50	5.50
5 Out. 2000	3.75	4.75	5.75
10 Mai. 2001	3.50	4.50	5.50
30 Ago. 2001	3.25	4.25	5.25
17 Set. 2001	2.75	3.75	4.75

Fonte: BCE.

Nota:

(a) Taxa mínima das propostas nos leilões de taxa variável a partir da operação de 28 de Junho de 2000. Anúncio efectuado em 8 de Junho de 2000.

dados entretanto divulgados revelaram um abrandamento da actividade económica no segundo trimestre de 2001 superior ao esperado (taxa de crescimento homóloga do PIB de 1.2 por cento, face a 2.5 por cento no trimestre anterior). Subjacente a este comportamento terá estado uma significativa quebra no investimento, alguma desaceleração do consumo privado, bem como um enfraquecimento da procura externa relevante para a economia americana. Em resultado, as previsões para o crescimento real do PIB em 2001 e 2002 foram sendo progressivamente revistas em baixa. Tendo em conta a incerteza relativamente à evolução económica de curto prazo, nomeadamente a permanência de riscos no sentido descendente no que diz respeito ao comportamento do investimento das empresas, a Reserva Federal prosseguiu a política de redução das taxas de juro oficiais (tendo o objectivo para a taxa de juro dos *Fed funds* caído de 4.5 por cento no final de Abril para 3.5 por cento em 21 de Agosto).

No Japão continuou a assistir-se a um agravamento da situação económica, com o enfraquecimento generalizado da procura interna a intensificar as pressões descendentes sobre os preços. No segundo trimestre de 2001, o PIB real registou uma taxa de variação homóloga negativa de 0.7 por

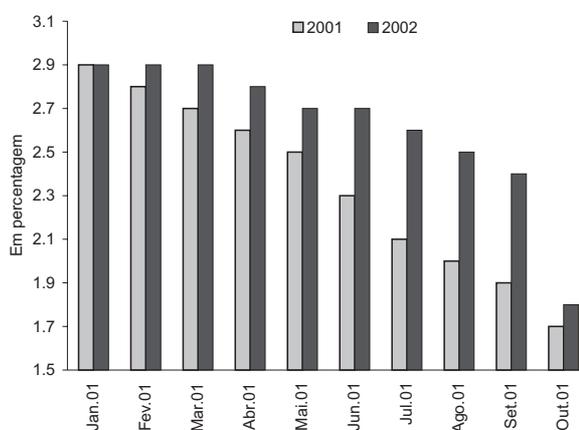
cento, que compara com um valor positivo de 0.2 por cento no primeiro trimestre. Nas outras economias asiáticas, a actividade económica também se deteriorou significativamente, reflectindo a forte redução do investimento empresarial americano nesses países, bem como a contracção das exportações associadas às tecnologias de informação e comunicação.

A deterioração progressiva da conjuntura externa da área do euro, o impacto negativo sobre o rendimento disponível real decorrente dos aumentos não totalmente antecipados nos preços no consumidor, bem como a redução da confiança dos agentes económicos, determinaram um abrandamento da actividade económica na área do euro superior ao esperado. A taxa de variação homóloga do PIB no segundo trimestre de 2001 foi de 1.7 por cento (2.4 por cento no primeiro trimestre). Traduzindo uma avaliação menos favorável da situação económica em geral e também, nos meses mais recentes, das perspectivas quanto à evolução do mercado de trabalho, a confiança dos consumidores registou um enfraquecimento gradual ao longo do segundo e terceiro trimestres de 2001. No mesmo sentido, a confiança dos empresários prosseguiu a tendência de diminuição, situando-se a partir de Julho em valores inferiores ao nível médio registado nos últimos dez anos. Neste contexto, as previsões para o crescimento da actividade económica na área do euro foram sendo revistas em baixa, passando a apontar para valores abaixo do crescimento do produto potencial em 2001 e para taxas de variação na ordem de 2.2-2.4 por cento em 2002 (Gráfico 2.9).

A partir de Junho, e após os significativos aumentos verificados nos meses anteriores (em Abril e Maio, a inflação homóloga medida pelo IHPC foi de 3.0 por cento e 3.4 por cento, respectivamente⁽³⁾), a inflação na área do euro começou a reduzir-se. A taxa de variação homóloga do IHPC diminuiu para 3.1 por cento em Junho e fixou-se em 2.5 por cento em Setembro. Esta evolução ficou a dever-se não só ao comportamento das componentes mais voláteis (bens energéticos e bens alimentares não processados), mas também à interrupção

(3) Esta evolução da inflação deveu-se, sobretudo aos efeitos directos de aumento dos preços dos produtos alimentares não transformados e aos acréscimos nos preços dos produtos energéticos originados pelos movimentos de depreciação do euro e aumento do petróleo no mercado mundial.

Gráfico 2.9
PREVISÕES EFECTUADAS AO LONGO
DE 2001 PARA A TAXA DE CRESCIMENTO
DO PIB NA ÁREA DO EURO



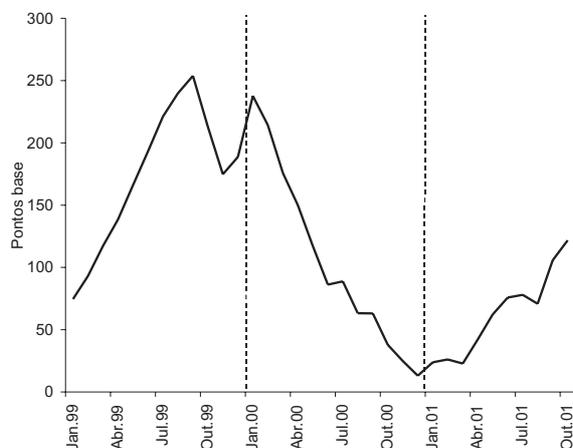
Fonte: *Consensus Economics Forecasts*.

da aceleração dos preços dos bens industriais não energéticos e dos serviços. De referir que, a partir de Junho, o preço de petróleo avaliado em euros reverteu grande parte do aumento verificado nos primeiros meses do ano, reflectindo essencialmente o movimento de apreciação do euro observado nesse período. Entre Junho e Agosto, e com base em médias mensais, o euro apreciou 2.0 por cento em termos efectivos e 3.0 por cento face ao dólar.

O crescimento homólogo do agregado monetário M3⁽⁴⁾ para a área do euro registou uma tendência de subida a partir de meados do segundo trimestre, tendo-se interrompido a evolução em sentido descendente que se vinha a observar desde a Primavera do ano anterior. A média de três meses das taxas de crescimento homólogas do M3 atingiu 6.9 por cento no período entre Julho e Setembro. Note-se que este agregado se encontra enviesado no sentido ascendente devido a detenções por não residentes de títulos do mercado monetário e de títulos de dívida emitidos com um prazo inicial até dois anos. Segundo o BCE, o crescimento do M3 não parece, contudo, sinalizar riscos para a estabilidade de preços. A redução gradual na inclinação da curva de rendimentos ao longo de 2000 (Gráfico 2.10) e a fraqueza dos mercados ac-

(4) Corrigido de sazonalidade e de efeitos de calendário do fim do mês bem como da detenção por não residentes de unidades de participação em fundos do mercado monetário.

Gráfico 2.10
**DIFERENCIAL ENTRE A TAXA
 DE RENDIBILIDADE DAS OBRIGAÇÕES
 DE DÍVIDA PÚBLICA A 10 ANOS NA
 ÁREA DO EURO E A EURIBOR A 3 MESES**



Fonte: BCE.

cionistas mundiais⁽⁵⁾ têm contribuído para uma maior preferência por depósitos de curto prazo e títulos de maturidades mais curtas⁽⁶⁾.

Num quadro de perspectivas menos favoráveis para a evolução económica na área do euro, e considerando que se tinham atenuado os riscos de pressões inflacionistas, nomeadamente os resultados de efeitos de segunda ordem sobre os salários, o Conselho do BCE decidiu no dia 30 de Agosto reduzir as taxas de juro oficiais em 25 pontos base (fixando a taxa mínima das operações principais de refinanciamento e as taxas de juro das facilidades permanentes de cedência de liquidez e de depósito em 4.25 por cento, 5.25 por cento e 3.25 por cento, respectivamente).

O período mais recente ficou marcado pelos atentados terroristas, no dia 11 de Setembro, contra os Estados Unidos, os quais vieram ampliar de forma significativa a incerteza e os riscos no sentido da baixa relativamente à evolução económica norte-americana e mundial. De uma forma imediata, a actividade de alguns sectores fundamentais como o dos transportes, o segurador e o do turismo foi significativamente afectada. Adicionalmente, a possibilidade de uma quebra generalizada na confiança dos agentes económicos, bem como o eventual aumento da turbulência nos mercados financeiros⁽⁷⁾ implicaram riscos acrescidos no senti-

do descendente quanto ao crescimento da actividade económica mundial.

Nos EUA, os ataques terroristas surgiram num contexto em que alguns indicadores apontavam para uma evolução da actividade económica, no terceiro trimestre de 2001, mais desfavorável do que era esperado⁽⁸⁾. Deste modo, e tendo em conta os riscos agravados de um maior enfraquecimento da economia americana, a Reserva Federal decidiu, no dia 17 de Setembro, e novamente no dia 2 de Outubro, reduzir as taxas oficiais em 50 pontos base de cada vez (passando o objectivo para a taxa de juro dos *Fed funds* para 2.5 por cento).

De forma concertada com a Reserva Federal, o Conselho do BCE decidiu, no dia 17 de Setembro, reduzir em 50 pontos base a taxa mínima de proposta das operações principais de refinanciamento, assim como as taxas de juro das facilidades permanentes de cedência de liquidez e de depósito (para 3.75, 4.75 e 2.75 por cento, respectivamente). A incerteza em relação à evolução da conjuntura internacional, bem como o eventual impacto negativo sobre a confiança dos agentes económicos, traduziram-se numa deterioração das perspectivas de crescimento do produto na área do euro, implicando uma descida adicional dos riscos inflacionistas.

Estas alterações nas taxas directoras da Reserva Federal e do BCE desencadearam medidas semelhantes por parte de outros bancos centrais da União Europeia, nomeadamente Reino Unido,

(5) Entre o final de 2000 e o final de Setembro verificaram-se quedas de cerca de 31 por cento no índice *Dow Jones Euro Stoxx* alargado e de cerca de 22 por cento no *Standard & Poor's 500*.

(6) Em Setembro, a subida do M3 poderá também ter reflectido a reacção dos investidores ao acréscimo de incerteza na sequência dos ataques terroristas aos Estados Unidos da América.

(7) Na sequência dos ataques, diversos bancos centrais decidiram numa acção concertada tomar medidas para assegurar o funcionamento e estabilizar os mercados financeiros, nomeadamente através da injeção de fundos com carácter excepcional e do estabelecimento de linhas de *swap* para satisfazer necessidades de liquidez resultantes de operações em dólares. O Eurosistema efectuou operações de cedência ocasional com vista a suprir necessidades de liquidez no mercado monetário do euro. Além disso, foi realizado um acordo de *swap* entre o BCE e a Reserva Federal através do qual se disponibilizaram depósitos em dólares aos bancos centrais do Eurosistema para facilitar as transacções em dólares do sistema bancário europeu.

(8) Dados preliminares de contas nacionais, divulgados no final de Outubro, apontam para um crescimento homólogo de 0.8 por cento no terceiro trimestre, que compara com 1.2 por cento no segundo trimestre.

Suécia e Dinamarca e dos bancos centrais do Canadá, Japão e Suíça.

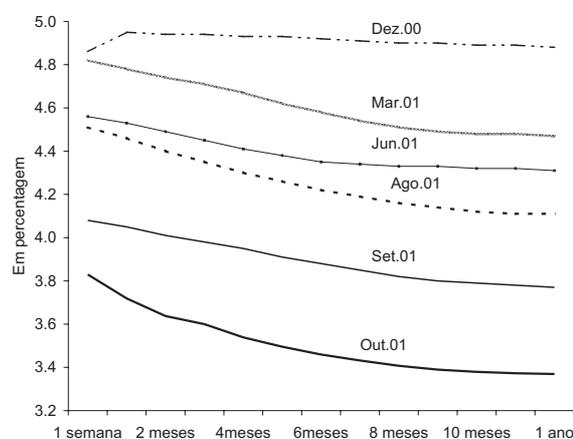
3. CONDIÇÕES MONETÁRIAS NA ECONOMIA PORTUGUESA⁽⁹⁾

Ao longo de 2001, a curva de rendimentos do mercado monetário do euro manteve uma inclinação negativa e observou deslocamentos para baixo, reflectindo as reduções de taxas de juro oficiais efectuadas pelo Conselho do BCE, assim como expectativas de novas reduções futuras. Entre Dezembro de 2000 e Outubro de 2001, as taxas de juro EURIBOR a três meses e a um ano reduziram-se 134 pontos base e 151 pontos base, respectivamente, situando-se em média, em Outubro, em 3.6 por cento e 3.4 por cento, respectivamente (Gráfico 3.1).

Reflectindo de forma desfasada a evolução das taxas de juro do mercado monetário na área do euro, as taxas de juro bancárias mantiveram em Portugal, até Setembro de 2001, a trajectória descendente iniciada no quarto trimestre de 2000 (Gráfico 3.2). Assim, enquanto as taxas de juro a três meses do mercado monetário atingiram o seu valor máximo em Outubro de 2000, 5.23 por cento, encetando desde então uma tendência de descida, (atingindo 3.70 por cento em Setembro de 2001), as taxas de juro bancárias reagiram mais tarde, evidenciando desfasamentos diferentes para os vários segmentos de operações com clientes. A taxa de juro que mostrou menor desfasamento face às taxa do mercado monetário para operações com igual prazo foi a dos novos empréstimos a sociedades não financeiras para operações de 91 a 180 dias, que atingiu o seu valor máximo em Novembro de 2000, 6.6 por cento, tendo descido para 5.8 por cento em Setembro de 2001. Por sua vez, a taxa de juro de novos empréstimos a particulares (operações por prazo superior a 5 anos) atingiu o seu máximo em Dezembro de 2000, 6.9 por cento, reduzindo-se para 5.9 por cento, em Setembro de 2001. As taxas passivas apresentaram um desfasamento maior, tendo a taxa de juro dos depósitos a prazo

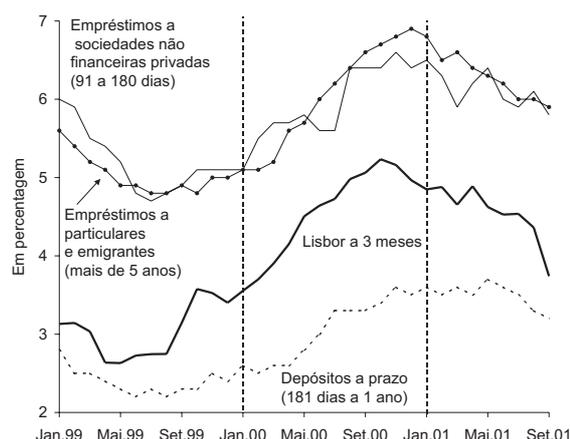
(9) Os agregados de depósito e crédito analisados neste artigo são os que constam das Estatísticas Monetárias e Financeiras (EMF) do Banco de Portugal. Por isso, os valores não correspondem exactamente aos analisados no artigo “O Sistema Bancário no Primeiro Semestre de 2001”, também publicado neste Boletim. Para mais detalhes, veja-se nota de pé-de-página 1 desse artigo.

Gráfico 3.1
CURVAS DE RENDIMENTO DO MERCADO
MONETÁRIO DA ÁREA DO EURO
Médias mensais



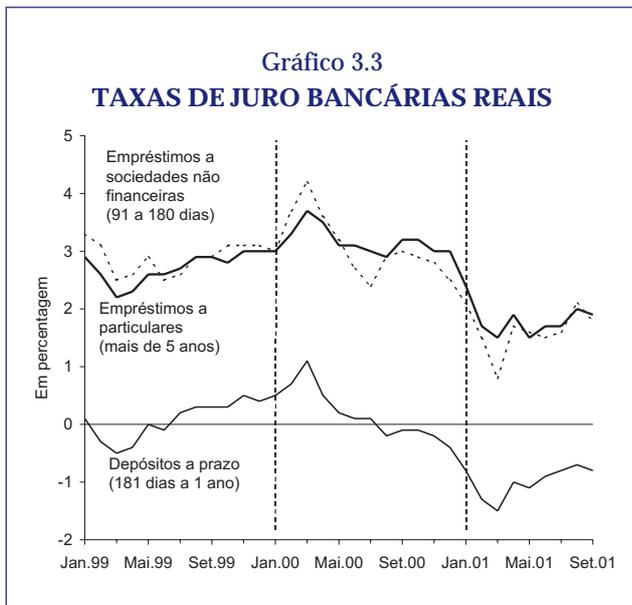
Fonte: BCE.

Gráfico 3.2
TAXAS DE JURO BANCÁRIAS E LISBOR



(181 dias a 1 ano) atingido o seu valor máximo em Maio de 2001, 3.7 por cento, para se reduzir até 3.2 por cento, valor observado em Setembro. Note-se que o diferencial global entre as taxas de juro do crédito e dos depósitos, embora denotando alguma descida ao longo da primeira metade de 2001, situou-se claramente acima dos mínimos atingidos em meados de 2000 (ver artigo “O Sistema Bancário no Primeiro Semestre de 2001” neste Boletim).

Em paralelo com a redução das taxas de juro nominais, há que salientar que, durante os três primeiros trimestres de 2001, as taxas de juro reais se mantiveram em níveis extremamente reduzidos (Gráfico 3.3)⁽¹⁰⁾. De facto, as taxas de juro bancárias nominais reflectem a evolução das taxas do merca-



do monetário, muito semelhantes para o conjunto da área do euro, enquanto que o crescimento dos preços em Portugal é significativamente mais elevado do que na média da área. A forte aceleração observada nos preços portugueses entre Março de 2000 e Março de 2001 levou à progressiva redução das taxas de juro reais. A partir de Abril, a gradual redução da taxa de inflação levou a uma inflexão desta tendência, com as taxas de juro reais a evidenciar alguma recuperação face aos níveis mínimos atingidos em Março. Face aos níveis médios verificados em 2000, as taxas de juro reais associadas aos empréstimos a particulares (operações por prazo superior a 5 anos) e a sociedades não financeiras (operações de 91 a 180 dias) caíram (em termos médios, nos primeiros três trimestres de 2001) cerca de 1.4 p.p. (para 1.8 e 1.6 por cento, respectivamente). Por outro lado, a taxa de juro real associada à constituição de depósitos a prazo (181 dias a 1 ano) manteve-se em 2001 sempre negativa, assumindo até Setembro um nível médio de -1.0 por cento (o que compara com uma média de 0.2 por cento em 2000 e com o mínimo de -1.5 por cento registado em Março do ano corrente).

Nos primeiros três trimestres de 2001, assistiu-se a uma desaceleração evidente dos agregados do total de depósitos e equiparados e de crédito. Depois de ter registado uma clara tendência de diminuição durante o primeiro semestre de 2001, a taxa de variação homóloga do total de depósitos e equiparados do sector privado não financeiro⁽¹¹⁾ fixou-se em Setembro em 3.9 por cento, valor que compara com 6.2 por cento no final de 2000 (9.5



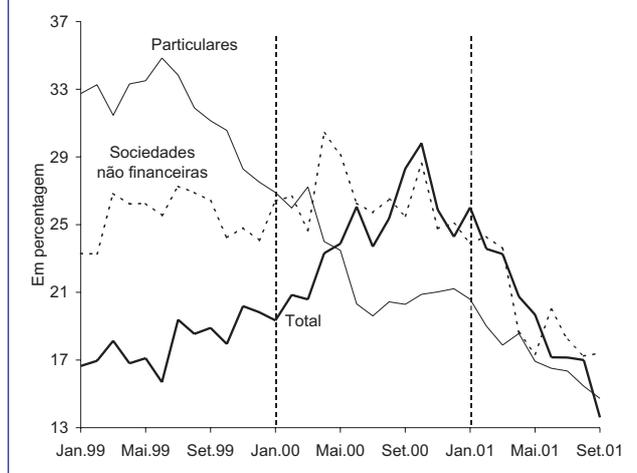
por cento em termos de valor médio em 2000 – Gráfico 3.4). Esta desaceleração estará associada essencialmente à evolução das taxas de juro reais dos depósitos bancários. Desde o segundo semestre de 2000 que o baixo nível das taxas de juro reais tem reduzido claramente o incentivo para a constituição de aplicações neste tipo de instrumento financeiro. Por outro lado, muito embora se estime uma nova subida da taxa de poupança dos particulares, na sequência do aumento observado em 2000, esta decorrerá em parte da necessidade de fazer face à subida das amortizações do capital em dívida.

O principal contributo para a desaceleração observada nos depósitos e equiparados do sector privado não financeiro esteve associado ao comportamento dos particulares e emigrantes. Durante os três primeiros trimestres de 2000, e coincidindo com a subida das taxas de juro nominais, observou-se a constituição de depósitos com pré-aviso e a prazo em detrimento de depósitos transferíveis, mantendo-se a taxa de variação dos depósitos totais em cerca de 9.0 por cento. A partir do último trimestre de 2000, e à medida que as taxas de juro

(10) Define-se taxa de juro real como a diferença entre a taxa de juro nominal anual e a taxa de inflação homóloga.

(11) Sector composto por particulares, emigrante e sociedades não financeiras.

Gráfico 3.5
CRÉDITO BANCÁRIO INTERNO
Taxa de variação homóloga

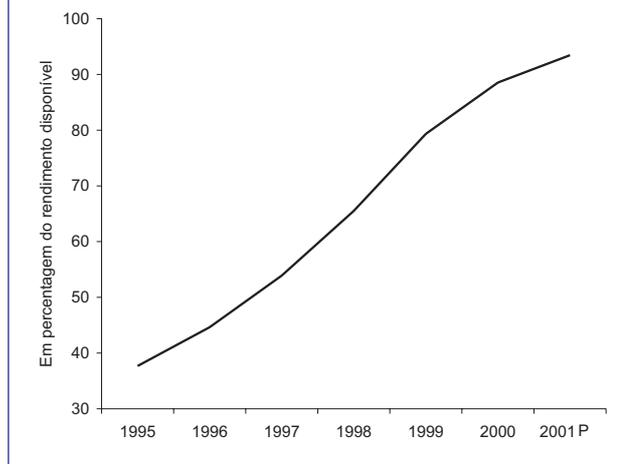


reais dos depósitos se reduziram, assumindo valores claramente negativos, assistiu-se a uma quase estagnação dos depósitos transferíveis, e à progressiva redução das taxas de crescimento dos depósitos com pré-aviso e a prazo. Em Setembro de 2001, este tipo de depósitos cresceu a uma taxa de 2.1 por cento, menos 5.1 p.p. do que em Dezembro.

Ao longo dos primeiros três trimestres de 2001, o crédito bancário ao sector privado não financeiro evidenciou uma tendência de desaceleração (Gráfico 3.5), embora mantenha ainda uma taxa de variação muito superior à do PIB nominal. Em Setembro de 2001, a taxa de variação homóloga deste agregado fixou-se em 16.1 por cento, valor que compara com 23.1 por cento registados em Dezembro de 2000 (e 30.5 por cento em Julho de 1999).

A desaceleração do crédito ao sector privado não financeiro verificou-se quer no caso dos particulares, quer das sociedades não financeiras. A taxa de variação do crédito aos particulares diminuiu de 21.2 por cento em Dezembro de 2000 para 14.7 por cento em Setembro de 2001. A desaceleração observada ocorreu quer no crédito para aquisição de habitação (cuja taxa de variação passou de 20.3 por cento em Dezembro de 2000 para 15.9 por cento em Setembro de 2001) quer no crédito para outros fins (que em Setembro registou uma taxa de variação de 11.4 por cento, menos 12.7 p.p. do que no final de 2000). Por sua vez, a taxa de crescimento do crédito às sociedades não financeiras⁽¹²⁾ reduziu-se de 25.1 por cento em Dezembro de

Gráfico 3.6
ENDIVIDAMENTO DOS PARTICULARES



2000 para 17.4 por cento em Setembro do corrente ano.

A redução da taxa de variação do crédito ao sector privado não financeiro tem ocorrido num contexto de taxas de juro reais extremamente baixas. Nestes termos, deverá estar a reflectir, por um lado, os níveis elevados de endividamento já atingidos e, por outro, uma evolução menos favorável dos restantes factores explicativos da procura de crédito, como sejam o menor dinamismo da actividade económica, nomeadamente a desaceleração observada no investimento e no consumo de bens duradouros, e a existência de expectativas de deterioração adicional da mesma (conforme pode ser atestado pela análise dos diferentes indicadores de confiança, quer dos consumidores, quer dos produtores)⁽¹³⁾.

Não obstante a desaceleração verificada, o crédito aos particulares e às sociedades não financeiras tem mantido taxas de crescimento acima do rendimento disponível dos particulares e do PIB nominais, que têm feito aumentar os rácios de endividamento destes sectores institucionais. As estimativas disponíveis sugerem que no final de 2001

(12) Este agregado compreende empréstimos bancários, papel comercial, acções e outros títulos e participações.

(13) Note-se que entre Dezembro de 2000 e Setembro de 2001, o índice cambial efectivo (ICE) nominal para Portugal se apreciou 0.6 por cento. Adicionalmente, o maior crescimento dos custos unitários de trabalho face aos principais parceiros comerciais levou a um aumento de 4.1 no ICE real, contribuindo para uma menor competitividade das nossas exportações perante os nossos parceiros comerciais.

o endividamento dos particulares se deverá situar próximo de 93 por cento do seu rendimento disponível (88 per cento em 2000 – Gráfico 3.6), e que o endividamento das empresas terá atingido cerca de 91 por cento do PIB, (83 por cento em 2000). Paralelamente ao aumento do nível de endividamento dos particulares, deverá verificar-se em 2001 um agravamento do respectivo grau de esforço. Este agravamento terá derivado em particular do aumento dos juros associados a esse stock. De facto, em resultado do aumento da taxa de juro implícita na dívida⁽¹⁴⁾, os pagamentos de juros deverão representar em 2001 uma percentagem do rendimento disponível um pouco acima de 5 por cento, valor que compara com 3.5 por cento em 1999 e 4.1 por cento em 2000.

Um dos factores que tem sustentado as elevadas taxas de variação do crédito a sociedades não financeiras prende-se com a realização de obras públicas por entidades que não pertencem às administrações públicas, como sejam as infra-estruturas rodoviárias de “portagem virtual”, em parte financiadas através do recurso ao crédito junto de bancos residentes. Refira-se que a identificação de outros factores de explicação das elevadas taxas de variação do crédito a sociedades não financeiras é dificultada pelo facto de uma parte substancial dos financiamentos a estas surgir classificado como crédito a sociedades do ramo dos serviços, reflectindo a intermediação das *holdings* não financeiras no contexto do financiamento dos grupos económicos portugueses. Adicionalmente, é também de admitir que parte deste crédito se tem destinado a financiar fusões e aquisições de empresas, bem como investimentos no exterior.

Em suma, as condições monetárias e financeiras da economia portuguesa têm-se caracterizado em 2001 por uma diminuição das taxas de juro nominais e por uma manutenção das taxas de juro reais nos níveis baixos atingidos no final de 2000. Apesar disso, observou-se uma significativa redução nas taxas de variação dos agregados de depósitos e de crédito. Como referido, esta evolução reflecte

(14) Para cada momento, esta taxa é uma média ponderada das taxa de juro contratadas nos créditos concedidos nos meses mais recentes, reflectindo assim o processo de indexação e revisão periódica das taxas de juro do crédito bancário, conforme prática corrente nos empréstimos de prazo mais longo. Deste modo, tende a apresentar um padrão desfasado em relação às taxas aplicadas nos novos empréstimos.

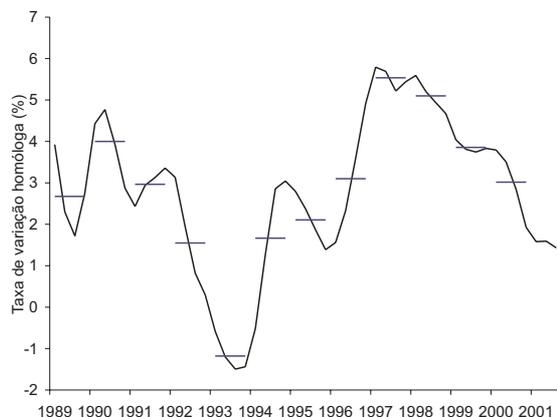


essencialmente o abrandamento do consumo e do investimento, a necessidade de servir a dívida entretanto contraída e o clima de incerteza acrescido que condiciona fortemente as expectativas de evolução económica num futuro próximo. É de notar, porém, que nos últimos meses poderá ter-se verificado uma interrupção na tendência de moderação no recurso ao crédito pelo sector privado não financeiro. Embora as taxas de variação homóloga tenham continuado a reduzir-se, as taxas de variação trimestral anualizada, calculadas a partir de dados corrigidos de sazonalidade, mostram que nos meses mais recentes se observa uma relativa persistência do crescimento do crédito ao sector privado não financeiro, com o crédito a particulares a inverter em Agosto a tendência de desaceleração que vinha exibindo (Gráfico 3.7).

4. A EVOLUÇÃO DO PRODUTO EM 2001

De acordo com as estimativas do Banco de Portugal apresentadas neste Boletim (Quadro 1.1), em 2001 a economia portuguesa deverá registar um crescimento económico entre 1½ e 2 por cento, o que traduz uma desaceleração face ao crescimento observado no ano de 2000, que se situou em 3.5 por cento⁽¹⁵⁾. O abrandamento da actividade económica, evidenciado nestas estimativas, é também sugerido pela evolução até ao terceiro trimestre do indicador coincidente do Banco de Portugal, que sintetiza a informação sobre os sectores do comer-

Gráfico 4.1
INDICADOR COINCIDENTE DA
ACTIVIDADE



Fonte: Banco de Portugal.

cio, indústria e construção, conforme se pode observar no Gráfico 4.1.

A composição do crescimento económico em 2001 deverá manter a tendência, observada nos dois últimos anos, de redução do contributo da procura interna, apenas parcialmente compensada pelo aumento do contributo da procura externa líquida. Em 2001, estima-se que o contributo da procura interna para taxa de crescimento do produto seja próximo de 1 p.p. (3.4 p.p. no ano anterior), enquanto que o contributo da procura externa deverá ser ligeiramente superior a ½ p.p. (o que compara com 0.2 p.p. em 2000). A evolução da procura interna deverá resultar de uma desaceleração de

(15) Registou-se uma revisão em alta para o crescimento económico em 1999 e 2000, estimada em 0.3 pontos percentuais em cada um dos anos. Esta revisão ocorre, por um lado, devido à nova informação sobre o sector público divulgada, no início de Setembro, no âmbito do procedimento dos défices excessivos, e, por outro lado, devido à publicação pelo Instituto Nacional de Estatística (INE) em início de Outubro de valores definitivos para o comércio externo em 2000. A taxa de crescimento nominal das exportações e das importações apresentada nesta versão definitiva de 2000 foi de 14.6 por cento e 15.3 por cento respectivamente, o que revê os crescimentos de 12.5 por cento e 14.4 por cento calculados com base na comparação de valores declarados preliminares para o período de Janeiro a Dezembro. A revisão da informação relativa ao sector público contribuiu para uma revisão em alta do crescimento económico, respectivamente em 1999 e 2000, de 0.3 e de 0.1 pontos percentuais. O apuramento de resultados definitivos do comércio externo determinou uma revisão em alta em cerca de 0.2 pontos percentuais em 2000.

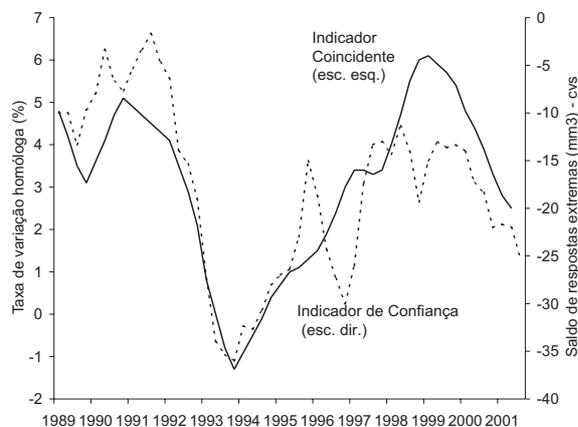
todas as suas componentes, com especial destaque para a forte desaceleração do consumo privado e da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF). O aumento do contributo da procura externa líquida deverá ocorrer apesar da desaceleração que se projecta para as exportações, devido a uma moderação significativa no crescimento das importações. Este comportamento das importações reflecte não só a desaceleração das exportações e da procura interna, como ainda uma alteração na composição desta última, com a evolução negativa das componentes com elevado conteúdo importado, como sejam a FBCF em equipamento e o consumo de bens duradouros.

A actual projecção de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) para 2001 revê em baixa, em cerca de ½ p.p., a “Projecção da Primavera” apresentada no *Boletim Económico* de Junho de 2001 (Quadro 1.1). Esta revisão resulta de menores crescimentos do consumo privado e das exportações do que as previstas anteriormente, apenas parcialmente compensadas por uma desaceleração das importações maior do que o esperado. Continuam a prever-se taxas de variação para o consumo público e para o conjunto da FBCF próximas das projectadas na Primavera.

O consumo privado em 2001 deverá acentuar a tendência de desaceleração iniciada em 2000, com o seu crescimento situar-se entre ¾ e 1½ por cento (2.8 por cento em 2000). Esta evolução traduz um ajustamento das decisões de consumo, após os crescimentos muito elevados registados em 1998 e 1999 (7.2 e 5.3 por cento, respectivamente). A evolução do consumo privado tem subjacente uma continuada deterioração da confiança dos consumidores. O indicador de confiança dos consumidores (Gráfico 4.2), que resulta da média de diversas questões de carácter qualitativo⁽¹⁶⁾, tem vindo a diminuir desde o primeiro trimestre de 2000. Esta evolução é comum às diversas questões que compõem o indicador, registando-se uma aproximação dos saldos de respostas extremas aos valores mínimos da década de 90 no caso das questões relativas à situação financeira nos próximos doze meses e à situação económica geral nos próximos doze meses. O abrandamento do consumo privado é

(16) Sobre alterações metodológicas recentes neste indicador divulgado pela Comissão Europeia veja-se a publicação do Banco de Portugal “*Indicadores de Conjuntura*” de Setembro de 2001.

Gráfico 4.2
**INDICADOR COINCIDENTE DO CONSUMO
 PRIVADO E INDICADOR DE CONFIANÇA
 DOS CONSUMIDORES**



Fonte: Comissão Europeia e Banco de Portugal.

também ilustrado pelo andamento do indicador coincidente do consumo privado (Gráfico 4.2).

A desaceleração do consumo privado reflecte, sobretudo, a evolução da despesa com bens duradouros. De salientar a forte quebra registada na aquisição de veículos ligeiros de passageiros incluindo todo-o-terreno no primeiro trimestre do ano (-17.3 por cento) devido, em larga medida, à quebra na aquisição de veículos todo-o-terreno (-41.1 por cento). Esta evolução está relacionada com as alterações na fiscalidade sobre veículos automóveis, a qual, tendo sido anunciada em 2000, levou a uma antecipação das decisões de compra para esse ano. Em 2001, o consumo privado excluindo aquisição de automóveis deverá apresentar um crescimento real ligeiramente superior a 2 por cento (3.1 por cento em 2000), o que traduz a importância desta classe de bens para a evolução do consumo privado no corrente ano. O crescimento que se estima que venha ocorrer no consumo privado excluindo automóveis resulta da manutenção de taxas de crescimento significativas em várias classes de consumo de serviços por parte de residentes, a par de uma evolução mais moderada do consumo de bens. Efectivamente, o índice de volume de negócios no comércio a retalho publicado pelo INE, que exclui a aquisição de automóveis e serviços, apresentou um crescimento nominal de 3.9 por cento nos primeiros oito meses do ano corrente, menos 0.2 p.p. do que o índice de preços re-

levante para as classes de bens que compõem este indicador. No ano de 2000, este indicador registou um crescimento nominal de 5.5 por cento (mais 3.6 p.p. do que o índice de preços relevante nesse período).

Prevê-se que a desaceleração do consumo privado, em 2001, seja mais forte do que o abrandamento do rendimento disponível real, o que se traduzirá num novo aumento na taxa de poupança das famílias. O rendimento disponível deverá observar uma taxa de crescimento nominal apenas ligeiramente inferior à registada em 2000 (estimada em 7.2 por cento). A evolução da taxa de poupança dos particulares, em 2001, insere-se num clima de maior incerteza sobre as perspectivas económicas, conforme é sugerido pelo indicador de confiança dos consumidores, e reflecte sobretudo o restabelecimento de níveis mais sustentáveis para a taxa de poupança, após as fortes reduções observadas nos anos anteriores, associadas à transição para o novo ambiente macroeconómico com taxas de juro mais baixas.

De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, baseadas nas previsões oficiais e na informação disponível sobre a execução orçamental em 2001, o consumo público crescerá em volume 1.9 por cento neste ano, ligeiramente acima da previsão apresentada no *Boletim Económico* de Junho (Quadro 1.1) – após um crescimento de 3.5 por cento em 2000. Esta desaceleração será explicada quer pelas despesas com pessoal, com um crescimento real de 1.8 por cento (2.8 por cento em 2000), quer pelas despesas em bens e serviços, com um crescimento real de 2.1 por cento (5.4 por cento em 2000).

A FBCF deverá observar um crescimento em volume virtualmente nulo em 2001, para o que contribuirá especialmente a evolução da sua componente de equipamento (máquinas e material de transporte). Estima-se que esta componente diminua entre 1 e 4 por cento em 2001, o que compara com um crescimento de 4.5 por cento em 2000. Em larga medida, este comportamento reflecte a evolução do investimento em material de transporte, que deverá apresentar uma taxa de crescimento real fortemente negativa (tinha aumentado 4.9 por cento em 2000) devido, fundamentalmente, às alterações na fiscalidade sobre veículos comerciais ligeiros introduzidas em 2001. O anúncio prévio destas alterações no ano de 2000 gerou uma anteci-

Quadro 4.1

INDICADORES DA PROCURA

Taxas de variação homóloga

	1999	2000	2001 ^(a)	Último mês	1999			2000			2001									
					1ºS	2ºS	1ºS	2ºS	1ºS	1ºT	2ºT	3ºT	4ºT	1ºT	2ºT	3ºT				
Consumo privado																				
Índice de volume de negócios no comércio a retalho	6.7	5.5	3.9	Ago.	6.1	7.2	6.7	4.4	4.0	7.6	4.7	6.6	7.8	7.1	6.4	5.4	3.6	3.1	4.8	
Índice de volume de negócios no comércio a retalho - bens duradouros	6.8	4.2	-1.8	Ago.	5.2	8.3	7.9	0.9	-2.8	6.3	4.1	9.5	7.3	10.8	5.0	0.5	1.4	-4.5	-1.1	
Vendas de automóveis ligeiros de passageiros incluindo todo-o-terreno	11.4	-2.6	-9.6	Set.	24.7	-1.9	-4.6	-0.1	-10.0	34.9	15.9	12.0	-14.5	-1.3	-7.8	-9.4	10.9	-17.3	-2.2	-8.8
Crédito bancário a particulares (exc.habituação)	23.2	21.5	13.0	Ago.	29.6	23.2	15.9	21.5	14.8	18.3	29.6	27.6	23.2	29.8	15.9	17.0	21.5	19.1	14.8	
Investimento																				
Vendas de cimento	3.1	3.2	-2.9	Set.	2.1	4.0	7.1	-0.5	-4.5	-0.6	4.8	5.6	2.3	13.4	1.2	2.4	-3.7	-13	4.6	0.2
Obras adjudicadas	1.2	61.5	16.9	Set.	-31.9	46.4	72.3	54.7	18.6	-33.8	-29.6	8.0	96.3	100.4	39	32.5	70.5	-5.8	60.5	13.4
Obras promovidas	94.9	2.3	12.6	Set.	134.0	66.0	2.2	2.5	15.5	90.8	176.2	45.4	96.6	-1.5	4.7	17	-13.6	52.5	-8.0	7.6
Licenças para Habitação - construções novas - número fogos	9.7	-4.3	-9.1	Jul.	13.5	6.2	1.1	-9.6	-10.8	16.9	10.5	6.1	6.4	9.3	-6.6	-9.9	-9.3	-18.2	-2.7	
Crédito bancário a particulares para habitação	29.7	20.0	15.7	Ago.	36.9	29.7	22.6	20.0	16.1	36.5	36.9	32.5	29.7	26.3	22.6	21.9	20	17.3	16.1	
IPI de bens de equipamento, excluindo fabricação de automóveis e carroçarias	-1.6	-2.6	-0.7	Ago.	-1.4	-1.9	-2.6	-2.6	-0.7	0.7	-3.4	-2.7	-1.1	-3.9	-1.3	-2.2	-2.9	-0.7	-0.7	
Importações de bens de equipamento, excluindo material de transporte ^(b)	6.5	12.2	8.3	Jul.																
Exportações de bens de equipamento, excluindo material de transporte ^(b)	9.0	15.6	24.6	Jul.																
Vendas de veículos comerciais ligeiros	1.3	17.9	-17.4	Set.	5.2	-2.3	14.4	21.3	-22.4	-0.5	11.8	12.6	-12.5	17.3	11.4	-1.0	41.0	-32.0	-12.1	-5.6
Vendas de veículos comerciais pesados	19.5	8.1	-5.3	Set.	21.8	17.0	11.6	4.1	-2.1	10.9	35.2	34.0	3.6	19.0	4.0	2.5	5.7	-3.2	-0.7	-13.2
Matrículas de veículos comerciais pesados	17.5	2.5	-6.4	Ago.	17.9	17.0	6.0	-1.3	-4.3	13.2	23.1	25.8	9.2	7.9	4.1	-2.2	-0.4	-4.8	-3.8	
Comércio Externo ^(b)																				
Exportações totais	3.5	14.6	12.2	Jul.	0.5	6.6	12.7	16.3	14.1	0.9	0.0	4.3	8.9	14.6	10.9	15.7	17.0	12.9	15.5	
Exportações totais excluindo combustíveis	3.2	13.9	12.1	Jul.																
Exportações de bens de consumo	2.0	7.3	9.6	Jul.																
Exportações de bens de equipamento	3.9	13.6	27.7	Jul.																
Exportações de bens intermédios	4.4	22.6	1.6	Jul.																
Exportações de combustíveis	20.3	55.7	22.2	Jul.																
Importações totais	8.7	15.3	7.7	Jul.	4.8	12.7	18.0	12.8	8.3	5.5	4.1	10.7	14.5	22.0	14.2	12.9	12.8	5.2	11.6	
Importações totais excluindo combustíveis	7.0	11.0	6.7	Jul.																
Importações de bens de consumo	11.7	7.6	10.4	Jul.																
Importações de bens de equipamento	11.1	9.6	4.2	Jul.																
Importações de bens intermédios	-0.5	15.6	7.1	Jul.																
Importações de combustíveis	39.5	74.5	17.2	Jul.																

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

Notas:

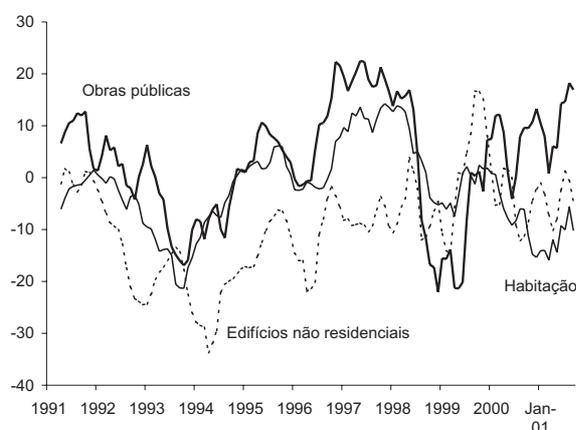
(a) Valores acumulados até ao último mês disponível.

(b) As taxas de variação das exportações e importações resultam da comparação das versões definitivas, em 1999 e 2000, e da comparação de valores declarados preliminares para o período de Janeiro a Junho, em 2001.

pação das decisões de compra, originando um crescimento das vendas no último trimestre desse ano e no primeiro trimestre de 2001. A evolução esperada ao longo de 2001 tem implícito um ajustamento subsequente do crescimento elevado registado nesse período. O investimento em construção deverá registar, em 2001, um crescimento entre 0 e 2½ por cento, o que traduz também uma desaceleração significativa face ao ano anterior (crescimento de 5.0 por cento). Esta desaceleração foi, em larga medida, determinada pela evolução negativa da construção no segmento habitacional, conforme é indiciado pela evolução negativa do número de novos fogos de habitação licenciados ao longo de 2000 e na primeira metade do corrente ano (taxas de variação homóloga de -8.4 por cento no período Janeiro-Agosto de 2001 e -4.3 por cento no conjunto do ano de 2000, que comparam com aumentos de 9.7 e de 14.8 por cento em 1999 e 1998, respectivamente) e pela desaceleração do crédito concedido a particulares para aquisição de habitação (crescimento de 15.9 por cento em Setembro de 2001, o que compara com 20.3 por cento em Dezembro de 2000) (Quadro 4.1). Note-se que a diferença entre os saldos de crédito à habitação no final de Setembro de 2001 e no final de Dezembro de 2000, que corresponde ao fluxo bruto de novo crédito à habitação deduzido das amortizações entretanto efectuadas do capital em dívida, apresentou uma variação homóloga nominal negativa de 13.0 por cento. Os dois restantes subsectores da construção, obras públicas e edifícios não residenciais, deverão apresentar em 2001 um comportamento relativamente dinâmico, particularmente no caso das obras públicas, conforme sugerido pelo inquérito de opinião dirigido ao sector de construção pelo INE (Gráfico 4.3). Para este resultado contribuirá o elevado ritmo de construção de infra-estruturas rodoviárias e de outras obras públicas, ainda que não necessariamente promovidas de forma directa pelas Administrações Públicas.

As exportações de bens e serviços deverão crescer entre 4¼ e 5¼ por cento em 2001, após um crescimento de 7.9 por cento em 2000, o que representa uma revisão em baixa face ao intervalo apresentado no *Boletim Económico* de Junho (intervalo entre 5½ e 6½ por cento). Esta revisão está relacionada principalmente com o comportamento das exportações de serviços, já que as exportações de

Gráfico 4.3
APRECIÇÃO DA ACTIVIDADE DO SECTOR
DE CONSTRUÇÃO E OBRAS PÚBLICAS
Principais subsectores



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

mercadorias estarão a apresentar um dinamismo apreciável.

No primeiro semestre de 2001, as exportações de mercadorias apresentaram um crescimento nominal de 13.1 por cento, a que corresponderá um crescimento real na ordem de 9½ por cento. Este valor incorpora um efeito especial decorrente do facto de, durante o período homólogo de 2000, se ter registado uma redução temporária das exportações de uma grande unidade de produção do sector automóvel. Descontando este efeito, que terá contribuído em perto de 1 p.p. para aquela taxa de variação, ainda assim se terá verificado uma evolução favorável das exportações de mercadorias portuguesas, acima da procura externa relevante para a economia portuguesa. Este ganho de quotas de mercado, a confirmar-se, interromperá a tendência que se vinha observando no passado recente. Aliás, alguns dos sectores que tinham contribuído para a deterioração de quotas de mercado das exportações portuguesas estarão aparentemente a apresentar um crescimento significativo, como é o caso dos têxteis, vestuário e calçado.

Em termos intra-anuais, as exportações de mercadorias deverão apresentar uma forte desaceleração no segundo semestre de 2001, estimada em cerca de 7 pontos percentuais, fundamentalmente em resultado da evolução do enquadramento internacional da economia portuguesa. Esta estima-

tiva assenta na hipótese de manutenção da evolução favorável das quotas de mercado detectada no primeiro semestre, permitindo que a taxa de crescimento para o conjunto do ano se situe entre 5 e 6 por cento (7.3 por cento em 2000).

No que respeita às exportações de serviços, a desaceleração em 2001, relativamente a 2000, será mais intensa do que a das mercadorias, em particular devido à evolução dos serviços de turismo, cuja procura, nos últimos meses do ano, deverá ser fortemente afectada pela actual conjuntura internacional.

De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, as importações de bens e serviços deverão apresentar em 2001 um crescimento real entre 1¼ e 3¼ por cento, o que compara com um crescimento de 5.5 por cento em 2000 e representa uma revisão significativa em baixa das projecções apresentadas no *Boletim Económico* de Junho. Esta desaceleração ocorre nas importações de mercadorias e, em maior grau, nas importações de serviços, estando fundamentalmente associada à redução do consumo de bens duradouros e do investimento em equipamento e à redução do consumo de serviços de turismo no exterior por residentes em Portugal.

Da evolução que se estima para os deflatores das exportações e das importações resultará em 2001 uma ligeira variação positiva nos termos de troca entre 0 e 1 por cento, o que compara com uma variação negativa de -2.8 por cento em 2000. Este ganho nos termos de troca estará, sobretudo, associado à evolução dos preços internacionais dos combustíveis.

5. EMPREGO E SALÁRIOS

De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, a taxa de desemprego no conjunto do ano de 2001 dever-se-á situar entre 4 e 4¼ por cento (4.0 por cento em 2000), interrompendo, desta forma, a tendência de diminuição observada nos últimos anos. No primeiro semestre de 2001, segundo os dados do Inquérito ao Emprego do INE, a taxa de desemprego fixou-se em 4.1 por cento, ao mesmo nível do período homólogo de 2000. O número de desempregados aumentou ligeiramente, 1 por cento, entre o primeiro semestre de 2000 e 2001. Esta variação deveu-se a um significativo aumento do número de indivíduos à procura do primeiro emprego (mais 14.4 por cento), já que o número de

desempregados à procura de um novo emprego (mais de 85 por cento do total) continuou a reduzir-se (-0.9 por cento), embora a um ritmo menor do que nos anos anteriores. Esta evolução do número de desempregados é em grande parte explicada pelo aumento da taxa de participação dos jovens do contingente masculino, mais 1.1 p.p. do que no primeiro semestre de 2000.

O emprego total em 2001 deverá aumentar entre 1¼ e 1¾ por cento, isto é, provavelmente, um pouco abaixo do crescimento observado em 2000. De acordo com os dados do Inquérito ao Emprego do INE, no primeiro semestre a variação do emprego total foi de 1.8 por cento. Este crescimento resultou de uma variação de 1.7 por cento do emprego por conta de outrem e de uma variação de 1.9 por cento de todas as outras formas de emprego, um crescimento qualitativamente distinto daquele que se registou em 2000 (+2.5 e -0.4 por cento, respectivamente). O crescimento do emprego por conta de outrem deveu-se a um aumento do número de trabalhadores contratados a prazo (em 7.1 por cento) e, em especial dado o seu peso relativo, do aumento do número de trabalhadores com contrato permanente (em 2.0 por cento). Esta evolução contrasta com a verificada ao longo do primeiro semestre de 2000, em que a contribuição do emprego com contrato permanente para o crescimento do emprego total foi bastante mais reduzida. Este fenómeno pode reflectir um efeito da progressiva transformação de contratos a prazo em contratos permanentes.

Em termos sectoriais, registaram-se diferenças acentuadas no crescimento do emprego no primeiro semestre do ano. Efectivamente, o sector que apresentou maior crescimento ao longo do primeiro semestre foi a Agricultura (mais 4.7 por cento), o que representou uma contribuição para o crescimento do emprego total de 0.6 pontos percentuais. No mesmo período, o emprego na Indústria e na Construção cresceu 0.4 por cento (contributo de 0.1 p.p. para o crescimento do emprego total). Nos Serviços verificou-se um crescimento do emprego de 2.0 por cento (contributo de 1.1 p.p.).

O crescimento do emprego, no primeiro semestre de 2001, não correspondeu a um crescimento proporcional nas horas trabalhadas na economia. Isto ficou a dever-se à continuação da tendência de quebra na duração média do horário de trabalho, conforme é indicado pelo Índice de Volume de Traba-

lho do INE que, no primeiro semestre de 2001, cresceu 1.1 por cento em relação ao período homólogo, menos 0.7 p.p. do que a variação do número de empregados. Assim, este diferencial de crescimento neste período foi igual ao já verificado em 2000.

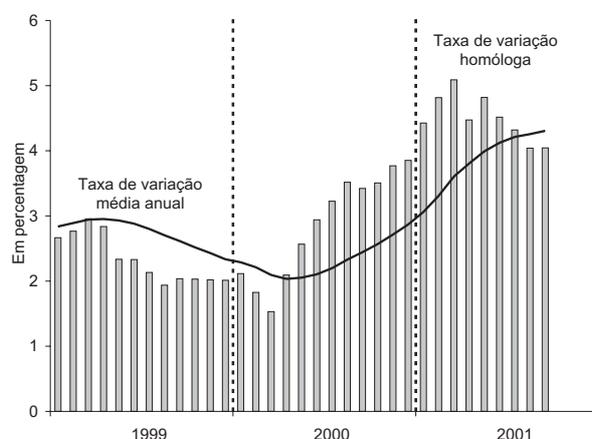
Estima-se que as remunerações nominais por trabalhador no sector privado cresçam em 2001 a uma taxa próxima de 5½ por cento, semelhante à estimada para 2000. Com base na informação disponível sobre a variação dos salários acordados em processo de negociação colectiva para o sector privado até Agosto de 2001, este valor fixa o desvio salarial estimado em torno de 1½ por cento, isto é, cerca de ½ p.p. abaixo do desvio estimado para o ano 2000. Assim, o crescimento dos salários reais subjacente a estas previsões fixa-se em cerca de 1 por cento, o que, apesar de ser menor do que em 2000, continua a situar-se claramente acima da estimativa para o crescimento da produtividade aparente por trabalhador.

6. INFLAÇÃO

A inflação, medida pela taxa de variação média anual do Índice de Preços no Consumidor (IPC), aumentou de 2.9 por cento em 2000 para 4.3 por cento em Setembro de 2001 (3.6 por cento em Março e 4.1 por cento em Junho). O aumento da inflação portuguesa em 2001 foi muito influenciado por alguns factores de natureza temporária, como seja o acentuado crescimento dos preços de alguns bens alimentares. Adicionalmente, o forte crescimento dos custos de trabalho, acima do registado no conjunto dos países que constituem a área do euro, contribuiu para a manutenção de pressões sobre os preços ao longo do ano corrente, nomeadamente no caso dos preços de alguns serviços.

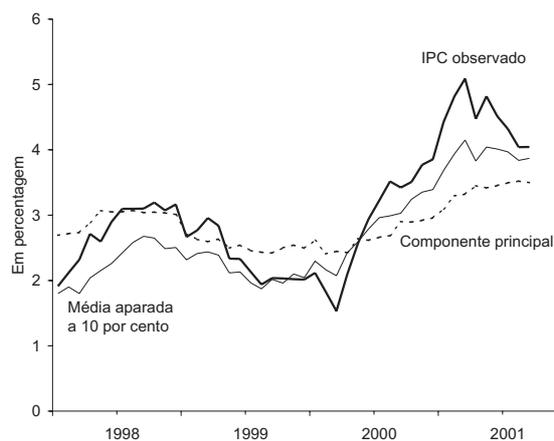
A taxa de variação homóloga do IPC voltou a apresentar recentemente uma trajectória descendente, situando-se, nos meses de Agosto e Setembro, abaixo da taxa de variação média, o que já não acontecia desde Março de 2000 (Gráfico 6.1). De facto, a taxa de variação homóloga do IPC reduziu-se para 4.1 por cento no terceiro trimestre de 2001, que compara com 4.6 por cento na média do segundo trimestre e 4.8 por cento no primeiro trimestre do ano. O comportamento da variação homóloga do IPC ao longo deste ano foi muito afectado pela evolução dos preços dos bens alimenta-

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



Fonte: INE.

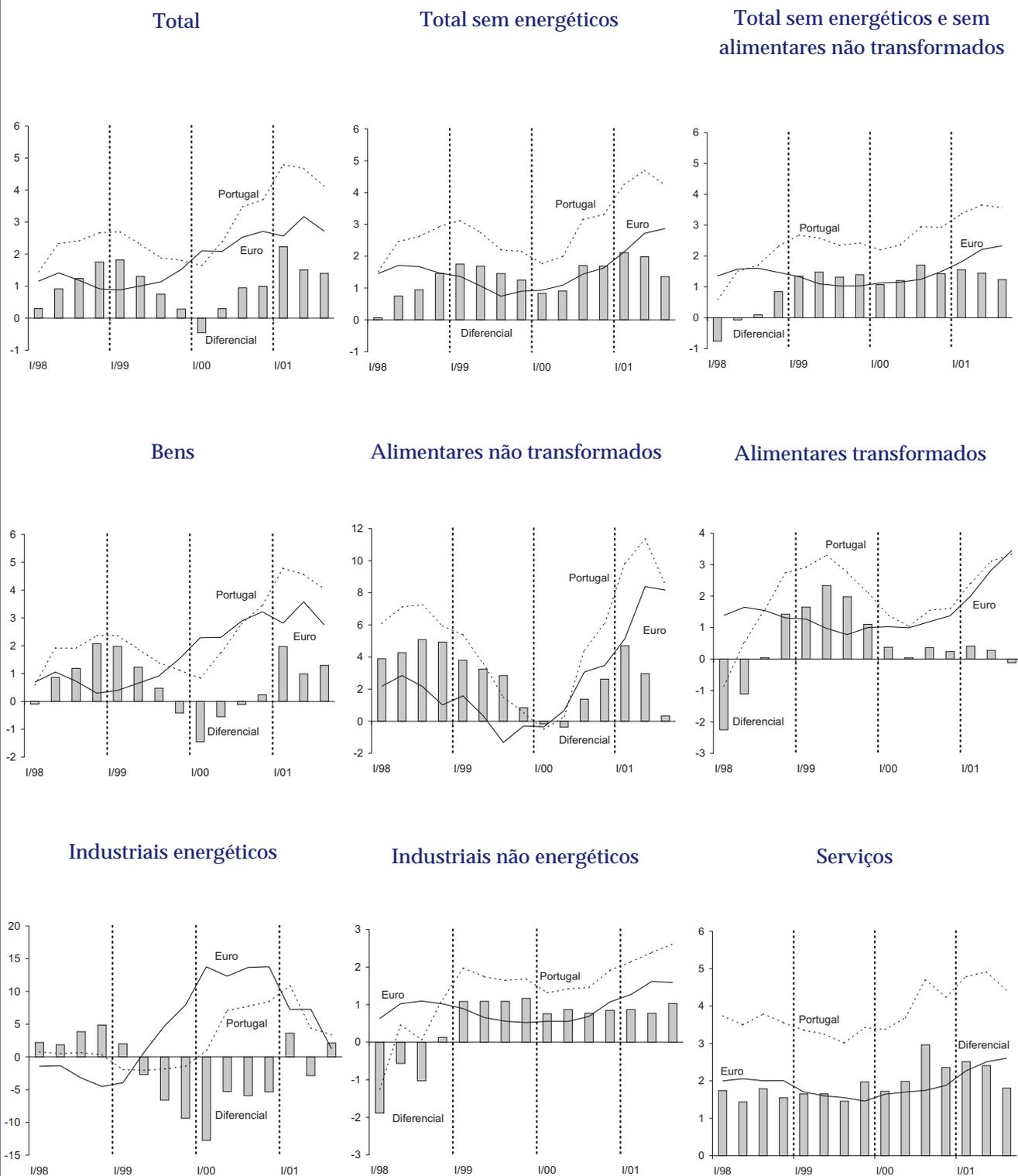
Gráfico 6.2
MEDIDAS DE TENDÊNCIA
Taxas de variação homóloga



Fonte: INE e Banco de Portugal.

res não transformados e, em particular no primeiro trimestre, pelo comportamento dos bens industriais energéticos. Com efeito, reflectindo quer o ressurgimento de notícias relativas a surtos de BSE e de febre aftosa, quer condições meteorológicas particularmente adversas, a taxa de variação homóloga dos preços dos bens alimentares não transformados registou uma subida significativa, situando-se acima de 10 por cento até ao final do primeiro semestre. A partir dessa data, os preços desta componente começaram a desacelerar, embora apresentando valores ainda muito elevados (7.8 por cento em Setembro face a 11.1 por cento

Gráfico 6.3
ÍNDICE HARMONIZADO DE PREÇOS NO CONSUMIDOR - TOTAL E AGREGADOS
 Taxas de variação homóloga e diferenciais



Fonte: Eurostat.

em Junho). Adicionalmente, o forte aumento dos preços dos bens energéticos no primeiro trimestre de 2001 reflectiu os efeitos dos aumentos dos preços dos combustíveis ocorridos em Março de 2000 e em Janeiro de 2001, tendo-se observado uma desaceleração progressiva dos preços destes produtos a partir do mês de Abril.

Analisando os indicadores de tendência da inflação homóloga, média aparada a 10 por cento e componente principal (Gráfico 6.2), verifica-se que estes indicadores se têm situado abaixo da variação homóloga do IPC, corroborando a importância de alguns factores temporários na explicação do perfil intra-anual da inflação portuguesa.

Apesar da forte desaceleração do consumo privado ao longo do ano, persistem ainda tensões ao nível do mercado de trabalho, que se têm traduzido na manutenção de um elevado ritmo de crescimento dos salários, cujos efeitos são particularmente visíveis na evolução dos preços de alguns serviços. De facto, os preços dos serviços continuaram a apresentar um forte crescimento ao longo de 2001, em particular no primeiro semestre, o que se traduziu numa variação média anual de 4.7 por cento no final de Setembro (4.2 por cento no conjunto do ano anterior).

No *Boletim Económico* de Junho apresentou-se uma projecção para 2001 da variação média anual do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) entre 3.9 e 4.5 por cento (veja-se a caixa "A evolução recente dos preços dos bens alimentares não transformados: implicações para a projecção da inflação em 2001" incluída no *Boletim Económico* de Junho de 2001). Esta projecção comparava com o aumento observado de 2.8 por cento em 2000. No mês de Setembro de 2001, a taxa de variação média anual do IHPC situou-se em 4.3 por cento (4.2 por cento em Junho e 3.6 por cento em Março), devendo, no final do ano, atingir um valor entre 4.2 e 4.4 por cento. A projecção apresentada no *Boletim Económico* de Junho de 2001 tinha implícita uma atenuação do ritmo de crescimento dos preços no consumidor na segunda metade deste ano. A evolução recente da inflação veio confirmar este perfil intra-anual: a taxa de variação homóloga do IHPC diminuiu para 4.1 por cento no trimestre terminado em Setembro (4.7 por cento na média do segundo trimestre e 4.8 por cento no primeiro trimestre do ano).

O diferencial entre as taxas de variação homóloga do IHPC em Portugal e no conjunto da área do euro⁽¹⁷⁾, que se situava em 1.0 p.p. no quarto trimestre de 2000, aumentou de forma acentuada para 2.2 p.p. no primeiro trimestre de 2001, diminuindo posteriormente para 1.5 e 1.4 p.p. nos segundo e terceiro trimestres, respectivamente (Gráfico 6.3). Estes valores foram muito influenciados pelo comportamento diferenciado dos preços dos bens alimentares não processados⁽¹⁸⁾ e dos produtos energéticos em Portugal e nos restantes países da área do euro. De facto, o diferencial entre as taxas de crescimento do IHPC excluindo os preços destes dois agregados manteve-se relativamente estável ao longo dos últimos dois anos, entre 1.1 e 1.6 p.p., o que significa que a aceleração dos preços no consumidor em Portugal terá sido semelhante à verificada nos restantes países da área do euro, embora num nível mais elevado de inflação. Nos dois primeiros trimestres de 2001, este diferencial excluindo alimentares não processados e energéticos situou-se em torno de 1.5 p.p., tendo-se posteriormente reduzido para 1.2 p.p. no terceiro trimestre. No entanto, o diferencial de crescimento homólogo dos preços dos serviços manteve-se próximo ou superior a 2 p.p. ao longo de 2001, indicando que o diferencial de inflação entre Portugal e o conjunto dos países da União Monetária decorre, sobretudo, de factores estruturais⁽¹⁹⁾, acentuados por outros de natureza cíclica,

(17) Refira-se que, a fim de melhorar a cobertura e harmonização da medição dos preços no consumidor na União Europeia, foram efectuadas algumas alterações metodológicas no IHPC a partir de Janeiro de 2001. As alterações introduzidas traduziram-se sobretudo num novo alargamento da cobertura da despesa de consumo, mas estima-se que o seu impacto sobre a taxa de inflação global para a área do euro em 2001 seja muito limitado. Adicionalmente, com a adopção da moeda única pela Grécia em 1 de Janeiro de 2001, este país passou a estar incluído a partir desse mês no IHPC publicado para a área do euro. Por razões analíticas, o Eurostat passou a fornecer igualmente uma série que inclui a Grécia a partir de 1995. A análise da evolução do diferencial no presente Boletim utiliza esta última série.

(18) Refira-se que, em Portugal, o efeito de comportamentos irregulares deste agregado na evolução global dos preços no consumidor é mais significativa, devido ao maior peso dos bens alimentares não transformados no índice total (13.0 por cento no IHPC em Portugal contra 8.0 por cento no conjunto da área do euro).

(19) Nomeadamente factores associados à convergência de custo de vida, habitualmente designados por efeitos de Balassa-Samuelson.

que se reflectem na situação de tensão no mercado de trabalho, mais intensa do que no conjunto da área.

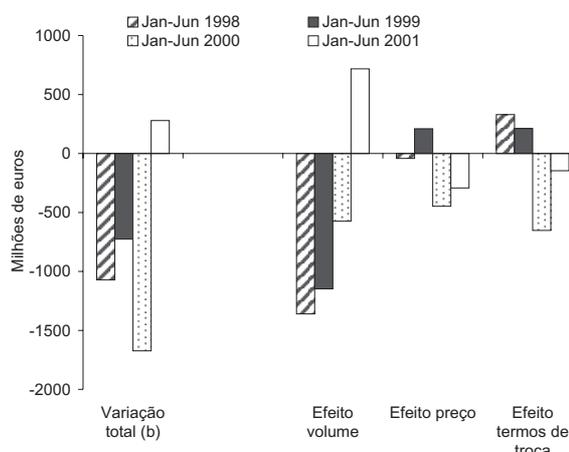
7. BALANÇA DE PAGAMENTOS

As necessidades de financiamento da economia portuguesa, que correspondem ao simétrico da soma dos saldos da balança corrente e da balança de capital, deverão diminuir ligeiramente, em 2001, para valores entre 7¼ e 8¾ por cento do PIB (8.6 por cento do PIB, em 2000). Esta projecção corresponde a uma revisão em alta do intervalo de previsão para o défice apresentado no *Boletim Económico* de Junho (Quadro 1.1).

A provável ligeira melhoria do défice em 2001, relativamente a 2000, reflectirá uma redução do défice da balança de bens e serviços, em cerca de 1 p.p., parcialmente contrabalançada por um aumento, em cerca de ½ p.p., do défice da balança de rendimentos, devido fundamentalmente à forte subida do défice de rendimentos relacionados com o financiamento dos bancos portugueses junto de entidades não residentes. O excedente das transferências públicas (correntes e de capital) deverá registar uma pequena redução face a 2000, o que corresponde a uma significativa revisão em baixa (menos 1.2 p.p. do PIB) em relação ao que tinha sido assumido nas projecções da Primavera. Esta alteração de hipóteses é consistente com os fluxos observados até Setembro e segue a revisão introduzida nos valores apresentados no relatório da proposta de Orçamento de Estado para 2002, submetida à Assembleia da República em 15 de Outubro de 2001.

No primeiro semestre de 2001, o défice resultante da soma dos saldos das balanças corrente e de capital reduziu-se para 10.4 por cento do PIB⁽²⁰⁾ (10.9 por cento do PIB na primeira metade do ano de 2000) (Quadro 7.1). Esta redução ficou a dever-se ao comportamento da Balança Corrente que apresentou um défice de 10.7 por cento do PIB no primeiro semestre de 2001 (11.6 por cento do PIB no mesmo período do ano anterior), invertendo a tendência de agravamento verificada desde 1996. Pelo contrário, na primeira metade do ano, face ao período homólogo, o excedente da balança de capital, em resultado da diminuição de transferências públicas com origem na União Europeia, reduziu-se 0.5 p.p. para 0.3 por cento do PIB.

Gráfico 7.1
DECOMPOSIÇÃO DA VARIACÃO DO SALDO DA BALANÇA DE MERCADORIAS (a)



Notas:

(a) A variação do saldo da balança de mercadorias pode ser decomposta em:

- efeito volume – efeito da variação das quantidades exportadas e importadas

$$[X_{t-1} \cdot Vx_t \cdot (1 + Px_t)] - [M_{t-1} \cdot Vm_t \cdot (1 + Pm_t)]$$

- efeito preço – efeito do crescimento médio dos preços do comércio externo

$$(X_{t-1} \cdot P_t) - (M_{t-1} \cdot P_t)$$

- efeito termos de troca – efeito da variação relativa dos preços de exportação e importação

$$[X_{t-1} \cdot (Px_t - P_t)] - [M_{t-1} \cdot (Pm_t - P_t)]$$

Sendo:

X_{t-1} e M_{t-1} – exportações e importações, do ano $t-1$, a preços correntes

Vx_t e Vm_t – crescimento das exportações e importações, em volume, no ano t

Px_t e Pm_t – crescimento dos preços de exportação e importação, no ano t

P_t – crescimento médio dos preços de comércio externo, no ano t [$(Px_t + Pm_t) / 2$]

Note-se que o efeito volume inclui o efeito cruzado preço-volume, de modo que a soma dos três efeitos coincida com a variação total. Esse efeito não é, no entanto, muito significativo.

(b) Uma variação negativa significa um aumento do défice da balança de mercadorias.

A inversão do comportamento da balança corrente no primeiro semestre resultou, essencialmente, de uma redução do défice no comércio de mercadorias⁽²¹⁾. Na primeira metade do ano, compa-

(20) Para o cálculo dos rácios das diversas componentes da Balança de Pagamentos em percentagem do PIB nos primeiros semestres de 2000 e 2001, utilizaram-se estimativas semestrais do PIB nominal, calculadas pelo Banco de Portugal.

Quadro 7.1

BALANÇA DE PAGAMENTOS

Em milhões de euros

	Janeiro-Dezembro 2000		Janeiro a Junho 2000			Janeiro a Junho 2001			Saldo em % PIB	
	em % PIB		Débito	Crédito	Saldo	Débito	Crédito	Saldo	Jan-Jun 00	Jan-Jun 01
Balança Corrente	-11 692.5	-10.1	28 979.9	22 356.4	-6 623.5	31 446.9	24 957.9	-6 488.9	-11.6	-10.7
Mercadorias	-15 112.6	-13.0	20 981.7	13 341.2	-7 640.5	22 453.5	15 092.4	-7 361.0	-13.4	-12.1
Serviços	1 943.3	1.7	3 514.8	3 942.4	427.6	3 545.1	4 256.1	711.0	0.8	1.2
Transportes	-683.1	-0.6	1 081.9	735.7	-346.1	1 169.1	793.3	-375.8	-0.6	-0.6
Viagens e turismo	3 305.6	2.9	1 093.3	2 318.1	1 224.7	1 131.7	2 530.1	1 398.3	2.2	2.3
Seguros	-39.9	0.0	51.4	27.5	-23.9	51.2	36.1	-15.1	0.0	0.0
Direitos de utilização	-252.5	-0.2	151.8	11.7	-140.1	150.2	12.3	-137.9	-0.2	-0.2
Outros serviços	-234.1	-0.2	1 007.5	803.3	-204.2	926.1	827.0	-99.1	-0.4	-0.2
Operações governamentais	-152.7	-0.1	129.0	46.1	-82.8	116.7	57.3	-59.4	-0.1	-0.1
Rendimentos	-2 220.9	-1.9	3 429.5	2 296.1	-1 133.4	4 286.8	2 814.7	-1 472.0	-2.0	-2.4
Rendimentos de trabalho	28.7	0.0	63.2	71.7	8.5	80.6	74.3	-6.3	0.0	0.0
Rendimentos de investimento	-2 249.5	-1.9	3 366.3	2 224.4	-1 141.9	4 206.2	2 740.4	-1 465.8	-2.0	-2.4
Transferências correntes	3 697.6	3.2	1 053.9	2 776.7	1 722.7	1 161.5	2 794.7	1 633.2	3.0	2.7
Transferências públicas	199.1	0.2	723.3	897.0	173.7	741.5	726.0	-15.5	0.3	0.0
Transferências privadas	3 498.6	3.0	330.7	1 879.7	1 549.0	420.0	2 068.7	1 648.7	2.7	2.7
Balança de Capital	1 667.3	1.4	68.8	496.5	427.7	110.0	322.0	212.0	0.8	0.3
Transferências de capital	1 649.7	1.4	58.4	475.5	417.1	87.4	302.5	215.1	0.7	0.4
Transferências públicas	1 649.4	1.4	2.1	410.5	408.4	22.8	237.8	214.9	0.7	0.4
Transferências privadas	0.3	0.0	56.2	64.9	8.7	64.6	64.8	0.1	0.0	0.0
Aquisição/cedência de activos não prod. não fin. .	17.6	0.0	10.4	21.0	10.6	22.6	19.5	-3.1	0.0	0.0
Balança Financeira	11 427.6	9.9	425 160.9	433 886.9	8 726.0	319 910.3	326 278.8	6 368.5	15.3	10.5
Investimento directo	-952.3	-0.8	15 707.9	15 034.3	-673.6	14 428.9	12 174.1	-2 254.8	-1.2	-3.7
Investimento de Portugal no exterior	-7 740.1	-6.7	6 403.4	2 277.3	-4 126.1	5 470.6	2 110.2	-3 360.4	-7.2	-5.5
Investimento do exterior em Portugal	6 787.8	5.9	9 304.5	12 757.0	3 452.5	8 958.3	10 063.9	1 105.6	6.1	1.8
Investimento de carteira	-2 410.4	-2.1	81 423.9	80 396.3	-1 027.6	59 355.7	59 115.8	-239.9	-1.8	-0.4
Activos	-5 781.1	-5.0	28 707.3	25 896.5	-2 810.9	26 819.7	23 916.9	-2 902.7	-4.9	-4.8
Passivos	3 370.7	2.9	52 716.5	54 499.8	1 783.3	32 536.0	35 198.8	2 662.8	3.1	4.4
Derivados financeiros	349.3	0.3	2 055.3	2 255.4	200.2	1 702.6	1 922.1	219.6	0.4	0.4
Outro investimento	14 846.1	12.8	294 683.2	304 737.9	10 054.7	217 667.2	226 427.4	8 760.2	17.7	14.4
Activos	-10 922.6	-9.4	97 944.8	92 233.1	-5 711.7	110 583.0	109 636.3	-946.7	-10.0	-1.6
Passivos	25 768.7	22.2	196 738.4	212 504.8	15 766.4	107 084.2	116 791.1	9 706.9	27.7	16.0
Activos de reserva	-405.1	-0.3	31 290.6	31 462.9	172.4	26 755.9	26 639.4	-116.5	0.3	-0.2
Erros e omissões	-1 402.4	-1.2			-2 530.2			-91.6	-4.4	-0.2
<i>Por memória:</i>										
Balança Corrente + Balança de Capital	-10 025.2	-8.6	29 048.7	22 852.8	-6 195.8	31 556.9	25 279.9	-6 277.0	-10.9	-10.4

rando com o primeiro semestre de 2000, o défice da balança de mercadorias diminuiu de 13.4 para 12.1 por cento do PIB. As exportações de mercadorias registaram uma aceleração, em termos nominais (aumentos de 13.1 por cento e 12.7 por cento, respectivamente nos primeiros semestres de 2001 e de 2000), enquanto o crescimento nominal das importações foi de 7.0 por cento (17.9 por cento no período homólogo). Como se pode verificar pelo Gráfico 7.1, a diminuição do défice comercial resultou de um efeito volume favorável, associado à forte redução dos volumes importados e à aceleração real das exportações (ver secção 4, “*A Evolução do Produto em 2001*”). Deste modo, contrariamente ao ocorrido nos últimos anos, as variações dos volumes importados e exportados contribuíram para a redução do défice da Balança de Mercadorias. O efeito preço continuou a dar um contributo negativo para a variação do saldo desta balança, embora menos acentuado que no período homólogo do ano anterior. O efeito termos de troca, que foi negativo em 2000, teve um contributo próximo de zero no primeiro semestre do corrente ano.

O excedente da balança de serviços aumentou 0.4 p.p. do PIB, ascendendo a 1.2 por cento do PIB na primeira metade do ano de 2001. Neste período, o saldo de viagens e turismo atingiu 2.3 por cento do PIB (2.2 por cento do PIB no período homólogo). As receitas de turismo cresceram 9.1 por cento, em termos nominais, enquanto as despesas em viagens e turismo efectuadas no exterior por residentes aumentaram 3.5 por cento, face ao período homólogo. O aumento do excedente da Balança de Serviços ficou a dever-se, igualmente, ao comportamento do saldo de outros serviços fornecidos por empresas, nomeadamente serviços de arquitectura, de engenharia e consultoria.

O défice da balança de rendimentos situou-se em 2.4 por cento do PIB no primeiro semestre deste ano (2.0 por cento no período homólogo de 2000). Este comportamento ficou a dever-se ao aumento do défice de rendimentos de “Outro Investimento” (de 0.8 para 1.3 por cento do PIB), em linha com a evolução do financiamento das instituições financeiras monetárias residentes junto de

instituições financeiras monetárias não residentes, que se tem acentuado nos últimos anos. Por seu lado, os défices de rendimentos de investimento directo e de investimento de carteira apresentaram valores semelhantes aos do período homólogo (0.8 e 0.4 por cento do PIB, respectivamente).

O excedente de transferências correntes diminuiu de 3.0 para 2.7 por cento do PIB, quando se compararam os primeiros semestres de 2000 e de 2001. Esta redução resultou da evolução das transferências públicas, em particular de menores recebimentos dos fundos estruturais da União Europeia no âmbito do III Quadro Comunitário de Apoio. Em particular, os recebimentos do Fundo Social Europeu diminuíram 68.4 por cento face ao mesmo período do ano anterior. Por outro lado, o excedente de transferências privadas, constituídas essencialmente por remessas de emigrantes, apresentou um valor semelhante ao registado no primeiro semestre de 2000 (2.7 por cento do PIB).

O excedente da balança de capital reduziu-se de 0.8 para 0.3 por cento do PIB entre os primeiros seis meses de 2000 e o período homólogo de 2001. Este comportamento reflectiu a diminuição das transferências públicas recebidas por Portugal neste período, explicada pelo atraso nos recebimentos associados ao III Quadro Comunitário de Apoio. Refira-se, em particular, que os recebimentos no âmbito do FEDER diminuíram cerca de 80 por cento na primeira metade do ano.

A balança financeira apresentou uma entrada líquida de fundos equivalente a 10.5 por cento do PIB, nos primeiros seis meses de 2001, que compara com 15.3 por cento do PIB no mesmo período do ano anterior (Quadro 7.2 e Gráfico 7.2). Tal como no ano anterior, as operações de depósitos e empréstimos efectuadas por instituições financeiras monetárias⁽²²⁾ com entidades não residentes destacaram-se como a principal forma de entrada de fundos na economia portuguesa na primeira metade de 2001 (ver artigo “*O Sistema Bancário no Primeiro Semestre de 2001*” neste Boletim). Adicionalmente, as operações financeiras efectuadas sobre activos e passivos das Autoridades Monetárias traduziram-se numa entrada líquida de fundos na economia portuguesa, embora muito infe-

(21) 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.

(22) De acordo com a terminologia seguida na Balança de Pagamentos, o conceito de “instituições financeiras monetárias” não inclui o Banco de Portugal.

Quadro 7.2

BALANÇA FINANCEIRA ^(a)

Em percentagem do PIB

	2000	Janeiro-Junho 2000			Janeiro-Junho 2001		
	Variação líquida	Variação de passivos	Variação de activos	Variação líquida	Variação de passivos	Variação de activos	Variação líquida
Balança Financeira	9.9	33.3	-18.0	15.3	19.4	-8.9	10.5
Investimento Directo	-0.8	6.1	-7.2	-1.2	1.8	-5.5	-3.7
Investimento de Carteira	-2.1	3.1	-4.9	-1.8	4.4	-4.8	-0.4
Derivados Financeiros	0.3	-3.6	4.0	0.4	-2.8	3.2	0.4
Outro Investimento	12.8	27.7	-10.0	17.7	16.0	-1.6	14.4
Activos de Reserva	-0.3	-	0.3	0.3	-	-0.2	-0.2
Por sector institucional residente:							
Autoridades Monetárias	3.5	9.0	-1.2	7.8	2.3	0.0	2.2
Investimento de Carteira	-0.5	-	-1.4	-1.4	-	0.1	0.1
Derivados Financeiros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Outro Investimento	4.3	9.0	-0.1	8.8	2.3	0.0	2.3
Activos de Reserva	-0.3	-	0.3	0.3	-	-0.2	-0.2
Administrações Públicas	2.1	4.4	-0.4	4.0	-0.8	0.6	-0.2
Investimento de Carteira	2.0	4.3	-0.7	3.6	-0.1	0.0	-0.1
Derivados Financeiros	0.2	-0.1	0.3	0.2	-0.6	0.6	0.1
Outro Investimento	-0.1	0.2	0.0	0.1	-0.1	-0.1	-0.2
Instituições Financeiras Monetárias	11.8	18.1	0.6	18.7	15.3	2.1	17.3
Investimento Directo	0.1	3.8	-1.0	2.8	0.0	0.7	0.7
Investimento de Carteira	1.0	-0.7	2.8	2.0	3.1	-0.9	2.3
Derivados Financeiros	0.2	-3.2	3.4	0.2	-1.9	2.3	0.5
Outro Investimento	10.4	18.2	-4.5	13.7	14.0	-0.1	13.9
Instituições Financeiras não Monetárias	-2.5	-0.9	-6.3	-7.2	0.0	-6.3	-6.3
Investimento Directo	1.5	-0.2	-0.5	-0.7	0.1	-3.0	-2.9
Investimento de Carteira	-4.2	-0.7	-4.1	-4.8	0.1	-3.5	-3.5
Derivados Financeiros	0.0	-0.3	0.2	0.0	-0.1	0.1	0.0
Outro Investimento	0.3	0.2	-2.0	-1.8	0.0	0.1	0.0
Sociedades não Financeiras e Particulares	-5.0	2.7	-10.6	-7.9	2.7	-5.3	-2.6
Investimento Directo	-2.4	2.5	-5.7	-3.3	1.7	-3.3	-1.5
Investimento de Carteira	-0.4	0.2	-1.5	-1.3	1.3	-0.6	0.7
Derivados Financeiros	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	0.1	-0.2
Outro Investimento	-2.1	0.1	-3.4	-3.3	-0.1	-1.5	-1.6

Notas:

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

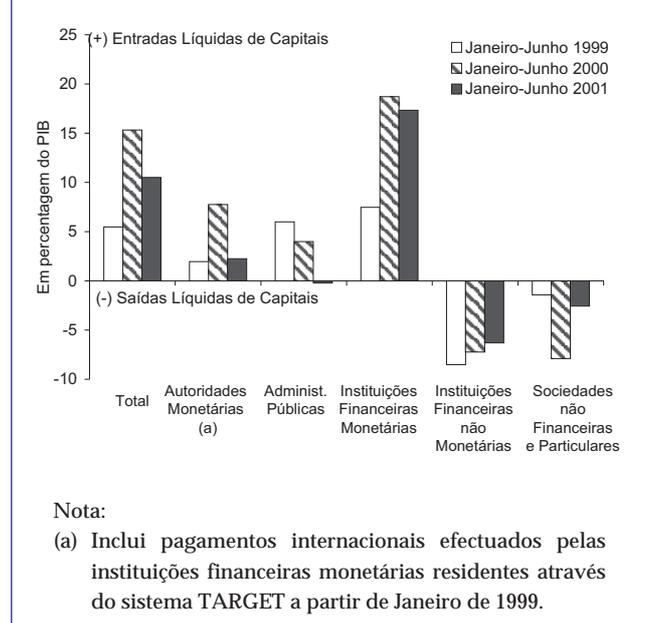
Um sinal (-) significa uma diminuição de passivos externos ou um aumento de activos externos, isto é uma saída de fundos.

rior à observada no período homólogo. As operações financeiras com o exterior dos restantes sectores institucionais residentes originaram saídas líquidas de fundos na primeira metade de 2001.

As operações de investimento directo entre Portugal e o exterior saldaram-se por uma saída líquida de fundos no primeiro semestre do ano, equivalente a 3.7 por cento do PIB, superior à observada no primeiro semestre de 2000 (1.2 por cento do PIB). O investimento directo do exterior

em Portugal reduziu-se de forma acentuada na primeira metade deste ano (de 6.1 para 1.8 por cento do PIB). Relativamente a este tipo de investimento verificou-se que cerca de 48 por cento do total foi dirigido para sociedades gestoras de participações sociais (SGPS) de diversos grupos económicos nacionais. Nesta primeira metade do ano, continuaram a ser investidores de países da Área do Euro a realizar mais de 90 por cento do investimento directo em Portugal. O investimento directo

Gráfico 7.2
BALANÇA FINANCEIRA
Saldos



de Portugal no exterior apresentou, igualmente, uma redução, de 7.2 para 5.5 por cento do PIB, continuando a ser efectuado maioritariamente por SGPS de grupos económicos nacionais. Dada a natureza predominante de financiamento intra-grupos económicos, os fluxos brutos de investimento directo do exterior e no exterior perderam grande parte do seu significado convencional, devendo a análise focar sobretudo os fluxos líquidos de investimento directo. Como acima referido, no primeiro semestre de 2001 parece acentuar-se a tendência de saídas líquidas de investimento directo, contrariamente ao que era típico observar até há alguns anos atrás.

Na primeira metade do ano, registou-se uma menor saída líquida de fundos da economia portuguesa associada a operações de investimento de carteira, 0.4 por cento do PIB face a 1.8 por cento do PIB no primeiro semestre de 2000. O investimento de carteira do exterior em Portugal aumentou de 3.1 para 4.4 por cento do PIB, enquanto o investimento de carteira no exterior apresentou um valor similar em percentagem do PIB ao observado no período homólogo (4.8 e 4.9 por cento do PIB, respectivamente). As aplicações de carteira do exterior em Portugal continuaram a estar concentradas essencialmente no segmento de títulos de dívida de longo prazo (4.2 face a 4.3 por cento do

PIB no mesmo período do ano anterior). Ao contrário do verificado em anos anteriores, em termos líquidos, estas aplicações de não residentes foram direccionadas essencialmente para títulos emitidos por instituições financeiras monetárias (2.4 por cento do PIB) e por sociedades não financeiras (1.6 por cento do PIB), uma vez que o investimento de carteira em obrigações de dívida pública se reduziu de forma acentuada neste período, atingindo 0.1 por cento do PIB (5.1 por cento do PIB no período homólogo). Por seu turno, o investimento de carteira de Portugal no exterior continuou a apresentar uma importância semelhante, em percentagem do PIB, à observada no mesmo período do ano anterior. As aquisições de obrigações e outros títulos de dívida de longo prazo continuaram a constituir o segmento mais importante. De facto, na primeira metade do ano, registou-se um aumento das aquisições líquidas de títulos de dívida (de 2.9 para 3.7 por cento do PIB) e uma diminuição das compras líquidas de títulos de participação no capital (de 2.0 para 1.1 por cento do PIB). O investimento de carteira no exterior continuou a ser efectuado maioritariamente por instituições financeiras não monetárias residentes, especialmente por companhias de seguros e fundos de pensões e por fundos de investimento, o que deverá estar relacionado com estratégias de diversificação de carteira destas instituições, tirando partido da participação portuguesa na área do euro.

Como referido anteriormente, na primeira metade deste ano, as operações incluídas na rubrica “outro investimento” continuaram a originar significativas entradas líquidas de fundos na economia portuguesa, embora em montante inferior ao do período homólogo, 14.4 e 17.7 por cento do PIB, respectivamente. Estas entradas de fundos continuaram a resultar, na sua maioria, de operações de empréstimos e depósitos com o exterior efectuadas por instituições financeiras monetárias (13.9 por cento do PIB na primeira metade deste ano e 13.7 por cento no primeiro semestre de 2000, em termos líquidos). Uma parcela significativa deste financiamento externo das instituições financeiras monetárias correspondeu à transferência de fundos obtidos através de emissões obrigacionistas em mercados internacionais por filiais no exterior (ver artigo “O Sistema Bancário no Primeiro Semestre de 2001” neste Boletim). As variações de activos e passivos das Autoridades Monetárias re-

gistadas na rubrica Outro Investimento, efectuadas essencialmente no âmbito do sistema "Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer" (TARGET), traduziram-se numa menor entrada de fundos na primeira metade de 2001 (2.3 por cento do PIB, que contrasta com 8.8 por cento do PIB no mesmo período de 2000). Pelo contrário, as operações incluídas na rubrica Outro Investimento realizadas por sociedades não financeiras e particulares resultaram numa menor saída líquida de fundos (1.6 face a 3.3 por cento do PIB na primeira metade de 2000). Em particular, os seus depósitos de curto prazo em bancos não residentes reduziram-se face ao período homólogo, de 2.8 para 0.7 por cento do PIB.

8. FINANÇAS PÚBLICAS

O objectivo para o défice das administrações públicas, em 2001, numa óptica de Contas Nacionais (SEC95), assumido no Orçamento do Estado para 2001 (OE2001) e na actualização do Programa de Estabilidade (Janeiro de 2001) correspondia a 1.1 por cento do PIB. Este valor pressupõe uma evolução macroeconómica ainda bastante favorável, na linha do observado nos últimos anos, com um crescimento do PIB em termos reais de 3.3 por cento.

Verificou-se nos primeiros meses do ano um reduzido aumento das receitas fiscais, em parte explicado pela desaceleração da actividade económica não prevista no OE2001. O Orçamento Rectificativo apresentado pelo Governo no final de Junho procurou acomodar a previsível perda de receita do Estado, sem pôr em causa o objectivo para o défice. Assim, em relação ao orçamento inicial, a receita fiscal foi reduzida em 150 milhões de contos (m.c.), sendo compensada por uma diminuição da despesa orçamentada do mesmo montante. No que respeita à receita fiscal, a revisão das estimativas concentrou-se nos impostos indirectos (-149.5 m.c.), em particular no IVA (-110.7 m.c.), no Imposto sobre os Produtos Petrolíferos (-20 m.c.) e no Imposto Automóvel (-25 m.c.). Nos impostos directos verificou-se essencialmente uma redistribuição da receita entre o IRS e o IRC, com o primeiro a aumentar 46.4 m.c. e o segundo a diminuir 51.7 m.c. Do lado da despesa, as alterações introduzidas diziam respeito quase exclusivamente à despesa corrente (-147.4 m.c.), com incidência particular na aquisição de bens e serviços correntes

(-31.3 m.c.) e nas transferências correntes para outras administrações públicas (-61.2 m.c.).

De acordo com o Orçamento Rectificativo, as receitas fiscais do Estado deveriam aumentar 6 por cento, em 2001, o que já representava uma significativa desaceleração em relação ao crescimento observado em 2000. No entanto, a última informação disponível da execução orçamental do Estado relativa ao período Janeiro-Setembro de 2001, apresenta uma taxa de crescimento para as receitas fiscais de apenas 1.9 por cento. De salientar que, para além do efeito da desaceleração da actividade económica sobre as receitas fiscais, esta evolução poderá resultar do desagramento fiscal, no âmbito da reforma da tributação do rendimento, em particular do IRS. Por outro lado, a despesa corrente primária do Estado, no período Janeiro-Setembro, continua a apresentar um crescimento muito forte (8.7 por cento).

No *Relatório do Orçamento do Estado para 2002* (OE2002), divulgado a 15 de Outubro, revê-se significativamente a estimativa para o défice em 2001 de 1.1 para 1.7 por cento do PIB. Esta alteração pode ser justificada, no essencial, pela desaceleração do crescimento. Assim, entre os cenários do OE2001 e do PEC e o cenário do OE2002 verifica-se uma diminuição do crescimento real do PIB de cerca de 1.3 p.p.. Considerando a sensibilidade do défice relativamente a variações na taxa de crescimento real da economia, a revisão do cenário macroeconómico explicaria por si só um agravamento do défice de cerca de 0.6 p.p. do PIB. No entanto, este défice poderá revelar-se difícil de atingir, como parece decorrer de uma leitura mecânica dos dados da execução orçamental do Estado até Setembro.

No que respeita ao rácio da dívida, a notificação dos défices excessivos de Agosto prevê que atinja 53.2 por cento do PIB, no final de 2001 (53.7 por cento no final de 2000). Este valor é retomado no Relatório do OE2002.

9. CONCLUSÃO

Conforme tem sido repetidamente afirmado nos textos publicados pelo Banco de Portugal, os últimos quatro anos da década de 90 foram caracterizados pela conclusão do processo de convergência nominal que permitiu a Portugal tornar-se num dos países fundadores do euro. Neste período

do, os consumidores e empresários portugueses experimentaram uma alteração substancial do ambiente macroeconómico, traduzida em significativas reduções da inflação e das taxas de juro nominais e reais. Essas reduções em grande parte foram consideradas permanentes, por estarem associadas a um novo regime de estabilidade de preços, o que ampliou os seus efeitos. O estímulo decorrente foi exacerbado por uma política orçamental pró-cíclica, traduzida na significativa redução do excedente orçamental primário, no contexto de uma posição cíclica muito favorável à geração de receitas fiscais. Em consequência, verificou-se uma fortíssima expansão da procura interna, privada e pública, com especial destaque para bens de consumo duradouro e investimento.

A componente privada do crescimento da procura interna foi em grande parte financiada pelo recurso ao crédito bancário, que apresentou taxas de variação muito elevadas, traduzindo um marcado aumento do endividamento bruto do sector privado. Em termos comparativos internacionais, o endividamento bruto do sector privado português passou de níveis relativamente reduzidos na primeira metade da década passada, para um dos maiores níveis observados na área do euro. Para financiar a concessão do crédito e face ao crescimento moderado dos recursos convencionais sob a forma de depósitos de clientes, os bancos residentes foram-se desfazendo da carteira de dívida pública portuguesa que possuíam (vendendo-a essencialmente a não residentes) e recorreram de forma crescente a fundos externos, quer sob a forma de endividamento no mercado interbancário europeu quer, sobretudo no período mais recente, sob a forma de emissão de dívida titulada nos mercados financeiros europeus. A escala deste financiamento externo tornou-se possível apenas pela participação portuguesa na moeda única, que implicou o desaparecimento do risco cambial para empréstimos em euros e uma maior integração dos mercados monetário e financeiros à escala europeia.

O ritmo de crescimento da procura interna privada observado nos últimos anos da década de 90 traduziu, sobretudo, o fenómeno de adaptação do comportamento do sector privado a um novo ambiente macroeconómico. Deverá ter também resultado, em alguma medida, de expectativas mais favoráveis sobre o crescimento futuro da economia

portuguesa integrada no amplo espaço económico da moeda única. Assim sendo, depois do período de forte expansão da procura interna privada, é inevitável um período de alguns anos em que esta procura registre um crescimento moderado, que permita estabilizar os níveis de endividamento do sector privado.

Desde o final de 1999 que se começaram a acumular indícios de que o processo de ajustamento estaria a iniciar-se, com a progressiva desaceleração da procura interna privada. Inicialmente, e até ao quarto trimestre de 2000, este processo decorreu em paralelo com uma subida gradual das taxas de juro. Note-se que a redução das taxas de juro nominais e reais da segunda metade da década de 90 teve como efeito a libertação das restrições de liquidez a que estavam sujeitos muitos agentes económicos residentes, em especial famílias. É razoável admitir que, apesar dos níveis actuais mais baixos de taxas de juro, o aumento do endividamento dos últimos anos terá voltado a colocar uma franja significativa de agentes económicos residentes numa posição de restrição de liquidez activa, dada a necessidade de servir uma dívida consideravelmente maior, entretanto contraída. O processo de sensível moderação da procura interna privada continuou mesmo quando as taxas de juro inverteram a tendência ascendente e voltaram a reduzir-se progressivamente ao longo de 2001, reagindo de forma desfasada à evolução das taxas do mercado monetário interbancário, que respondiam por sua vez à deterioração do ambiente macroeconómico internacional, com consequências sobre as perspectivas de inflação. Mesmo descontando alguns factores especiais decorrentes de impactos de alterações introduzidas na tributação automóvel no Orçamento de Estado para 2001, a evidência disponível apresentada neste artigo aponta para uma significativa desaceleração da procura interna privada neste ano, num contexto de alguma deterioração das expectativas sobre a evolução económica futura.

Os agentes económicos portugueses deverão encarar as recentes descidas de taxas de juro ao longo de 2001, não como um incentivo a endividamento adicional, mas sim como uma folga de liquidez para fazer face a choques económicos desfavoráveis a que possam estar sujeitos no futuro próximo, tendo em conta o clima de incerteza vivido actualmente à escala mundial. No mesmo espí-

rito, serão contraproducentes quaisquer estímulos económicos à despesa privada por via orçamental, por várias razões. Por um lado, porque o abrandamento da procura privada tem sido gradual e corresponde a um processo de ajustamento desejável. O seu adiamento no tempo só poderá agravar os problemas de ajustamento futuro das famílias e empresas. Por outro lado, a situação das finanças públicas portuguesas apresenta alguma vulnerabilidade, dado que ainda não satisfaz o requisito de “saldo próximo do equilíbrio ou em excedente” do Pacto de Estabilidade e Crescimento (ver caixa “*O Pacto de Estabilidade e Crescimento e o Funcionamento dos Estabilizadores Automáticos Orçamentais*”).

Nos últimos anos, a redução do défice público português ocorreu a par de um forte crescimento da despesa corrente primária, possibilitada pela redução das despesas com juros da dívida pública e pelo elevado crescimento das receitas fiscais, em parte explicado pela expansão da procura interna. A consolidação orçamental foi insuficiente para permitir fazer face a uma inversão da situação cíclica da economia portuguesa. Além disso, criaram-se algumas práticas orçamentais fomentadoras da rigidez da despesa pública, que se tornaram obstáculos às tentativas que visam o seu controlo. Deste modo, a inércia existente tenderá, mesmo sem estímulos discricionários adicionais de política orçamental, a pressionar em alta o défice público num ambiente de crescimento moderado da economia portuguesa, incontornável no decorrer do processo de ajustamento do comportamento dos agentes privados actualmente em curso e do ambiente internacional desfavorável. Para evitar um descontrolo das contas públicas é necessário um esforço consistente de contenção da despesa pública, em particular no que respeita à importante parcela desta que é constituída pelas despesas com pessoal, que nos últimos anos tem crescido sistematicamente próximo ou acima de 10 por cento ao ano, sem paralelo em qualquer outra economia da União europeia.

Uma forte moderação salarial na função pública é também vantajosa como sinalização adequada

para as negociações salariais do sector privado. Nos textos publicados pelo Banco de Portugal tem sido repetidamente referida a necessidade de moderação salarial no sector privado, como condição necessária para a preservação da competitividade da economia. Nos últimos anos, têm-se observado fortes crescimentos dos salários reais, em resultado da situação de tensão no mercado de trabalho. Nas rondas negociais que se aproximam é importante interromper o ciclo de elevadas subidas reais de remunerações por trabalhador não sustentadas por aumentos da produtividade, pois caso contrário estar-se-á a promover a subida rápida do desemprego no futuro próximo.

As perspectivas da economia portuguesa nos próximos anos dependerão também da racionalidade demonstrada por empresários e trabalhadores na negociação salarial, que se fará num ambiente de desaceleração da inflação e de deterioração da conjuntura externa. No passado, o mercado de trabalho português foi caracterizado por uma benéfica flexibilidade dos salários às condições macroeconómicas, que impediu aumentos da taxa de desemprego como os que se verificaram noutras economias europeias. Essa flexibilidade foi observada num contexto de elevada taxa de inflação, associada à depreciação cambial como instrumento para repor os salários reais em níveis compatíveis com a competitividade da economia. Será agora essencial preservá-la num regime de baixa inflação e num contexto de política monetária única, por forma a evitar subidas excessivas da taxa de desemprego. De facto, a moderação salarial é uma peça essencial para impedir um grande aumento do desemprego, e as potenciais consequências nefastas sobre a solvabilidade das famílias. Finalmente, é fundamental que não se gerem perspectivas infundadas sobre a evolução da economia e que a política fiscal não actue como fonte de incerteza adicional susceptível de distorcer as decisões dos agentes económicos.

Redigido com a informação disponível até ao final de Outubro de 2001

Caixa: O PACTO DE ESTABILIDADE E CRESCIMENTO E O FUNCIONAMENTO DOS ESTABILIZADORES AUTOMÁTICOS ORÇAMENTAIS

No contexto da União Monetária, com políticas orçamentais que permanecem uma competência nacional dos diferentes Estados-membros, é necessária a existência de um mecanismo regulador que evite tensões desnecessárias entre a política monetária única e as políticas orçamentais nacionais. Com este espírito, no Tratado da União Europeia, os Estados-membros comprometeram-se a evitar défices orçamentais excessivos⁽¹⁾, para assegurar o objectivo da estabilidade de preços e criar um ambiente macroeconómico favorável ao crescimento. Este compromisso foi reafirmado pelo Conselho Europeu em 17 de Junho de 1997, aquando da aprovação do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC)⁽²⁾.

A exigência de saldos orçamentais próximos do equilíbrio ou em excedente a médio prazo, no quadro do PEC⁽³⁾, possibilita a compatibilização da função estabilizadora da política orçamental com o requisito de o défice das administrações públicas não exceder 3 por cento do PIB, imposto pelo Tratado da União Europeia. A existência de um limite para o défice orçamental torna necessária uma “margem de segurança” que permita o pleno funcionamento dos estabilizadores automáticos e a acomodação de eventuais choques que afectem negativamente o saldo orçamental⁽⁴⁾. Neste enquadramento, a política orçamental poderá ser utilizada visando a atenuação das divergências cíclicas nacionais face ao conjunto da área, quer através do funcionamento dos estabilizadores automáticos, quer eventualmente através de políticas contra-cíclicas, que reforcem os efeitos dos estabilizadores automáticos.

Quando o hiato do produto é positivo, as receitas fiscais são superiores ao que ocorreria se a economia se situasse ao nível do produto potencial. De modo inverso, quando o hiato do produto é negativo, as receitas fiscais são inferiores às que se obteriam numa situação de produto ao nível do potencial. Com algumas despesas, nomeadamente com os subsídios de desemprego, verifica-se a relação inversa com o hiato do produto⁽⁵⁾. Estes comportamentos das receitas e das despesas públicas, usualmente designados como “estabilizadores automáticos” orçamentais, contribuem para atenuar as flutuações do rendimento disponível das famílias e do emprego. A contrapartida deste efeito estabilizador no rendimento é uma maior volatilidade do saldo orçamental, o qual tende a diminuir nas fases “baixas” do ciclo económico e a aumentar nas fases “altas”. Os governos podem decidir atenuar ou ampliar os efeitos destes estabilizadores automáticos através de medidas orçamentais discricionárias (por exemplo, variações nas taxas de impostos ou nos montantes de investimento público). Medidas discricionárias que impliquem a ampliação dos efeitos dos estabilizadores automáticos são habitualmente designadas por medidas de política contra-cíclicas⁽⁶⁾. De forma correspondente, medidas discricionárias que atenuem os efeitos dos estabilizadores automáticos são referidas como medidas de política pró-cíclicas.

Quanto maior for a sensibilidade orçamental à evolução cíclica da economia, maior deverá ser o saldo médio ao longo do ciclo para que exista uma margem de segurança para os estabilizadores automáticos funcionarem sem

(1) Artigo 104º-C. No Protocolo sobre o procedimento relativo aos défices excessivos estabeleceu-se 3 por cento do PIB como valor de referência.

(2) Neste contexto, o Conselho Europeu salientou a “... importância de se manter uma posição de estabilidade nas finanças públicas para reforçar as condições necessárias à estabilidade de preços e a um forte crescimento sustentável...”.

(3) Resolução (97/C 236/01) do Conselho ECOFIN de 17 de Junho de 1997.

(4) Em 10 de Julho de 2001 o Conselho ECOFIN subscreveu uma Opinião do Comité Económico e Financeiro em que referia “...o Comité (...) toma o presente método de ajustamento cíclico usado pelos serviços da Comissão como uma abordagem útil para a avaliação das posições orçamentais. Usando esse método, a Comissão estima “objectivos mínimos” para permitir uma margem cíclica suficiente abaixo dos 3% do valor de referência”. No anexo da Opinião do Comité Económico e Financeiro menciona-se que “... o horizonte temporal para interpretar o médio-prazo será o ciclo económico.”, acrescentando que “Uma posição orçamental que respeite a regra do próximo do equilíbrio ou em excedente do Pacto de Estabilidade e Crescimento deve ter em consideração vários elementos, tais como a possibilidade de suportar evoluções cíclicas adversas e outros riscos não antecipados...”.

(5) Define-se “hiato do produto” como a diferença entre os níveis de produto efectivo e potencial.

(6) Deve ser salientado que as políticas contra-cíclicas apresentam alguns problemas. Por exemplo, é manifesta a dificuldade em sincronizar os efeitos das decisões com as fases do ciclo que se pretende contrariar, dados os desfazamentos dos efeitos das políticas. Por outro lado, é bem conhecida a dificuldade em anular decisões de aumento da despesa tomadas na fase “baixa” do ciclo, quando a economia se aproxima de novo da tendência.

Quadro 1

	Sensibilidade do saldo ao ciclo (1)	Objectivos dos Programas de Estabilidade e Crescimento		Previsão actual da taxa de crescimento do produto ^(b) (4)	Saldo mínimo que não traduz uma deterioração estrutural face ao Programa de Estabilidade ^(a) (5)
		Saldo orçamental ^(a) (2)	Taxa de crescimento do produto (3)		
Bélgica	0.56	0.2	2.5	1.8	-0.2
Alemanha	0.45	-1.5	2.8	0.9	-2.3
Grécia	0.38	0.5	5.0	3.7	0.0
Espanha	0.40	0.0	3.6	2.7	-0.4
França	0.53	-1.0	3.0	2.0	-1.5
Irlanda	0.42	4.3	8.8	5.5	2.9
Itália	0.48	-0.8	2.9	1.9	-1.3
Luxemburgo	0.33	2.6	5.2	-	-
Países Baixos	0.69	0.7	4.0	1.3	-1.2
Áustria	0.47	-0.7	2.8	1.8	-1.2
Portugal	0.50	-1.1	3.3	1.9	-1.8
Finlândia	0.55	4.7	4.2	2.1	3.5

Notas:

(a) Em percentagem do PIB e excluindo as receitas da venda das licenças de UMTS.

(b) *Consensus Forecasts*, Outubro 2001.

porem em causa o limite de 3 por cento do PIB estabelecido para o défice orçamental. Por outro lado, se o rácio da dívida pública no PIB for elevado, a margem de segurança deverá ser acrescida de forma a precaver choques não antecipados sobre a taxa de juro. Adicionalmente, a margem de segurança deverá ser aumentada se as autoridades orçamentais desejarem prosseguir políticas contra-cíclicas que reforcem o funcionamento dos estabilizadores automáticos.

A dimensão do país é também um aspecto relevante no contexto da União Económica e Monetária. Com efeito, as decisões de política monetária são tomadas a nível central e têm em conta a situação do conjunto da União Económica e Monetária e não os desenvolvimentos em cada uma das economias que a constituem. No entanto, na medida em que afecta o conjunto da União Económica e Monetária, um choque específico num país grande será mais susceptível de desencadear uma reacção da política monetária. Adicionalmente, é de admitir que os efeitos das medidas discricionárias de política orçamental sejam mais reduzidos quanto mais aberta e menor for a economia. Por ambas as razões, os países mais pequenos deverão ter uma margem de segurança orçamental maior.

Para os Estados-membros que não atingiram uma posição orçamental com margem de segurança suficiente durante a fase "alta" do ciclo, uma desaceleração da actividade pode conduzir o défice a valores próximos do limite de 3 por cento, ou mesmo a ultrapassá-lo. Enquanto não atingirem uma posição orçamental segura, os Estados-membros deverão limitar o funcionamento dos estabilizadores automáticos e dar prioridade ao processo de consolidação orçamental. Tal situação poderá obrigar a conduzir políticas orçamentais pró-cíclicas em situação de abrandamento económico (por exemplo, subidas de taxas de imposto ou reduções discricionárias de despesa), que geram maior redução do rendimento das famílias e do emprego.

(7) As semi-elasticidades foram retiradas de Bouthevillain et al. "Cyclically adjusted budget balances: An alternative approach", Working paper n°77, ECB, September.

(8) A situação dos Países Baixos ilustra a necessidade, em geral, de países com sensibilidades cíclicas elevadas do saldo orçamental, criarem margens de segurança acrescidas. De notar, no entanto, que os procedimentos orçamentais nos Países Baixos parecem incluir alguma limitação ao funcionamento dos estabilizadores automáticos.

O Quadro 1 ilustra o impacto dos estabilizadores automáticos sobre o saldo orçamental, nos diferentes Estados-membros da área do euro, em 2001. Na coluna (1) são apresentadas estimativas para as semi-elasticidades do saldo orçamental relativamente ao ciclo económico. Nas colunas (2) e (3) são apresentados os objectivos para o saldo orçamental e as previsões de crescimento do produto, para 2001, consideradas nos diversos Programas de Estabilidade apresentados no final de 2000 e no princípio de 2001, num contexto de perspectivas económicas mais favoráveis do que as actuais. Na coluna (4) são apresentadas as previsões actuais de analistas do sector privado para o crescimento do produto em 2001 nos diversos países (Consensus Forecasts de Outubro de 2001). Os saldos apresentados na coluna (5) são os que resultam dos objectivos dos Programas de Estabilidade corrigidos pelo efeito da revisão do crescimento face ao considerado nesses Programas. Por outras palavras, dada a deterioração do crescimento económico, se não forem tomadas medidas pró-cíclicas, o saldo orçamental piorará por efeito do funcionamento dos estabilizadores automáticos. Os valores da coluna (5) devem por isso ser encarados como o saldo mínimo que não implica uma “deterioração orçamental estrutural ou discricionária”. Como se pode verificar, em seis países, entre os quais Portugal, o objectivo do défice corrigido seria superior a 1 por cento do PIB e a margem para ajustamento automático adicional ficaria assim particularmente reduzida, mesmo admitindo que não existirá em 2001 qualquer deterioração estrutural. Nestes casos parece prudente que as autoridades nacionais limitem o funcionamento dos estabilizadores automáticos, através de medidas discricionárias pró-cíclicas, para evitar que os défices orçamentais se aproximem do limite de 3 por cento, no caso de uma desaceleração mais pronunciada ou mais prolongada no tempo. Os restantes países que procederam à consolidação atempada das suas finanças públicas e que dispõem de uma maior margem de segurança orçamental, poderão deixar funcionar em pleno os estabilizadores automáticos, com os correspondentes benefícios de atenuação da flutuação cíclica do rendimento e do emprego.

O SISTEMA BANCÁRIO NO PRIMEIRO SEMESTRE DE 2001

1. INTRODUÇÃO

No primeiro semestre de 2001, o sistema bancário português⁽¹⁾⁽²⁾ apresentava um grau de concentração ligeiramente inferior ao registado seis meses antes, no que diz respeito ao activo total, à captação de depósitos e à concessão de crédito, não havendo a registar neste período qualquer operação de fusão ou aquisição. O semestre em referência foi caracterizado por um abrandamento da actividade, sentida quer ao nível do crédito a clientes, cuja taxa de expansão se situou pela primeira vez desde 1996 ligeiramente abaixo dos 20 por cento⁽³⁾, quer ao nível dos recursos de clientes.

A desaceleração na concessão de crédito ao sector privado reflecte o abrandamento da actividade

económica e as expectativas da sua continuação, tendo em conta a forte desaceleração do consumo e investimento privados e o menor crescimento da procura externa dirigida às empresas portuguesas.

A taxa de incumprimento global do crédito estabilizou no primeiro semestre de 2001 em níveis mínimos históricos, enquanto que os créditos a residentes vencidos há menos de um ano em percentagem do crédito concedido a residentes, após a estabilização ocorrida em grande parte de 2000, evidenciaram uma ligeira subida no primeiro semestre de 2001.

Em consonância com o menor crescimento do crédito bancário, assistiu-se no primeiro semestre de 2001 a uma redução relativa das provisões para crédito que, medidas em percentagem do crédito vencido e excluindo provisões para risco-país, diminuíram de 142.7 por cento em Dezembro de 2000 para 135.6 por cento em Junho de 2001.

O recurso por parte dos bancos a financiamento nos mercados monetário e de capitais continuou a aumentar no primeiro semestre de 2001, num contexto em que os recursos de clientes (essencialmente depósitos) continuaram a abrandar, em linha com o abrandamento da actividade económica, taxas de juro nominais (e reais) baixas e em queda e o aumento sensível da inflação. De entre as formas de financiamento referidas, importa mencionar que, no primeiro semestre de 2001, as emissões de títulos de dívida de médio e longo prazo (subordinada e não subordinada, com destaque para a subordinada) registaram um forte incremento. Verificou-se, assim, um alargamento do prazo médio dos recursos captados pelos bancos, bem como uma maior diversificação de fontes de financiamento.

Os resultados líquidos do sistema bancário, em base individual, reduziram-se 7.2 por cento no primeiro semestre de 2001, por comparação com o pe-

(1) Salvo referência em contrário, o agregado considerado para o sistema bancário português 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, isto é, integram a actividade desenvolvida nas sucursais domésticas e no estrangeiro, incluindo a actividade *off-shore*. Este universo corresponde àquilo que ao longo do texto se designa por informação em base individual, distinguindo-se dos dados das Estatísticas Monetárias e Financeiras por estas considerarem apenas a actividade doméstica de todas as instituições financeiras monetárias, ou seja, incluírem adicionalmente as outras caixas económicas e as caixas de crédito agrícola mútuo, e excluírem as sucursais localizadas no estrangeiro.

(2) Neste artigo a análise é efectuada em base individual, com excepção dos rácios de solvabilidade, que foram calculados em base consolidada. Em base individual cada instituição é considerada individualmente, não se consolidando as contas dos bancos pertencentes ao mesmo grupo financeiro.

(3) Salvo indicação em contrário, as taxas de crescimento referidas no texto são taxas de variação homóloga.

Quadro 1.1

SISTEMA BANCÁRIO – QUADRO SÍNTESE

Base individual*

Balanço

Em percentagem do activo total

	1996	1997	1998	1999		2000		2001
	Dez.	Dez.	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.
Caixa e depósitos à ordem no Banco de Portugal	1.6	1.5	1.0	1.3	2.3	1.5	2.0	1.2
Créditos sobre instituições de crédito (liq. de prov.) ^(a)	33.2	33.3	32.2	28.2	27.8	25.6	21.9	22.0
dos quais: títulos de depósito no Banco de Portugal	4.2	2.8	2.2	2.1	1.6	1.5	1.2	1.2
créditos sobre instituições de crédito no exterior	15.8	16.5	15.1	12.7	11.1	11.6	11.1	11.6
Créditos sobre clientes (liq.)	34.5	36.9	42.3	45.6	46.9	49.3	53.7	55.1
dos quais: créditos sobre clientes no exterior (liq.)	2.6	2.7	3.1	3.0	2.9	3.3	3.7	3.6
Aplicações em títulos (liq.)	20.8	18.1	14.9	14.3	12.3	12.2	11.5	10.7
Imobilizações financeiras (liq.)	2.8	2.9	2.9	2.8	2.7	3.7	3.5	3.3
Outros activos	7.2	7.3	6.7	7.8	8.0	7.8	7.5	7.6
Recursos de instituições de crédito	32.1	33.1	35.6	33.1	35.0	34.2	32.7	32.1
dos quais: recursos de instituições de crédito no exterior	19.5	20.5	22.5	20.4	20.4	22.6	24.5	24.8
Recursos de clientes	53.7	52.0	48.9	49.4	46.5	46.9	47.3	45.6
dos quais: depósitos de clientes não residentes (excepto emigrantes)	4.2	5.1	4.6	5.2	4.3	5.8	5.0	6.6
Responsabilidades representadas por títulos	2.2	2.6	3.4	4.0	4.8	5.3	6.6	7.7
Outros passivos	3.0	3.3	2.7	3.6	4.0	3.2	3.1	3.5
Passivos subordinados	1.8	2.2	2.2	2.8	2.9	3.0	3.4	4.0
Provisões	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	1.0	1.1
Capitais próprios ^(b)	6.4	6.1	6.6	6.4	6.2	6.7	6.0	6.1
<i>Por memória:</i>								
Créditos vencidos ^(c)	1.9	1.5	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
Provisões para créditos vencidos ^(d)	1.2	1.0	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
Activo total (milhões euros)	166370.8	190135.1	213042.8	221965.0	244544.3	259457.3	263806.1	277465.2
Activo total ajustado de actividade interbancária (milhões euros)	103354.3	127118.6	142266.6	156537.0	170841.5	189253.3	200889.3	212897.4
Número de instituições	50	58	58	63	62	59	63	64
Número de balcões	3859	4216	4481	4514	4 883	4 882	4 926	5080
Número de empregados	60653	60736	58 234	56 865	59 389	59 526	55 250	54504

(a) Inclui disponibilidades sobre instituições de crédito e aplicações em instituições de crédito.

(b) Inclui capital, reservas, resultados transitados e resultado líquido do exercício.

(c) Apenas créditos vencidos em operações com clientes.

(d) Apenas provisões para créditos vencidos em operações com clientes.

Demonstração de resultados ^(e)

Em percentagem do activo total médio

	1996	1997	1998	1999		2000 ^(f)		2001
	Dez.	Dez.	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.
Juros e proveitos equiparados	8.43	7.08	6.12	5.25	5.00	5.55	5.75	6.55
Juros e custos equiparados	6.29	5.03	4.22	3.38	3.31	3.88	4.12	4.74
Margem financeira	2.14	2.06	1.90	1.87	1.70	1.67	1.63	1.82
Outros resultados correntes	1.12	1.14	1.11	1.13	1.09	1.11	0.89	0.86
Produto bancário	3.25	3.19	3.00	3.00	2.79	2.78	2.53	2.67
Custos administrativos	1.84	1.70	1.56	1.51	1.45	1.39	1.38	1.37
dos quais: custos com pessoal	1.16	1.08	0.94	0.92	0.86	0.84	0.81	0.79
Resultado bruto global ^(g)	1.42	1.49	1.44	1.49	1.34	1.40	1.15	1.31
Resultados extraordinários	0.09	0.12	0.06	0.09	0.09	0.05	0.11	0.02
Amortizações do exercício	0.24	0.22	0.21	0.20	0.20	0.17	0.17	0.16
Provisões do exercício (líquidas de reposições)	0.52	0.55	0.49	0.48	0.52	0.46	0.51	0.32
Resultados antes de impostos	0.75	0.84	0.80	0.90	0.72	0.82	0.57	0.83
Resultado líquido do exercício	0.59	0.66	0.63	0.74	0.60	0.65	0.45	0.67
Activo total médio (milhões de euros)	151978.6	178937.3	201811.2	217496.8	234424.4	251351.3	268156.5	268515.5
<i>Por memória:</i>								
<i>em percentagem do activo total médio ajustado da actividade interbancária</i>								
Margem financeira	3.02	3.00	2.76	2.73	2.42	2.34	2.22	2.36
Outros resultados correntes	1.58	1.66	1.61	1.64	1.56	1.57	1.21	1.11
Produto bancário	4.60	4.66	4.36	4.37	3.98	3.91	3.43	3.48
Resultado bruto global	2.00	2.18	2.09	2.18	1.91	1.96	1.55	1.70
Resultado líquido do exercício	0.84	0.97	0.91	1.07	0.86	0.92	0.61	0.87

* Ver notas de pé-de-página 1 e 2.

(e) Os valores de rentabilidade semestrais foram anualizados, a fim de se poder estabelecer uma comparação com os valores anuais.

(f) Em 2000, algumas operações de venda de participações, embora originando o registo de um ganho extraordinário em base individual, não tiveram reflexo nos resultados consolidados dos bancos a que dizem respeito. Por este facto, estes ganhos foram deduzidos aos agregados apresentados neste quadro, pelo que se apresentam corrigidas as rubricas de "resultados extraordinários", "resultados antes de impostos" e de "resultados líquidos".

(g) Resultado bruto global definido como o resultado antes de impostos, provisões, amortizações e de resultados extraordinários.

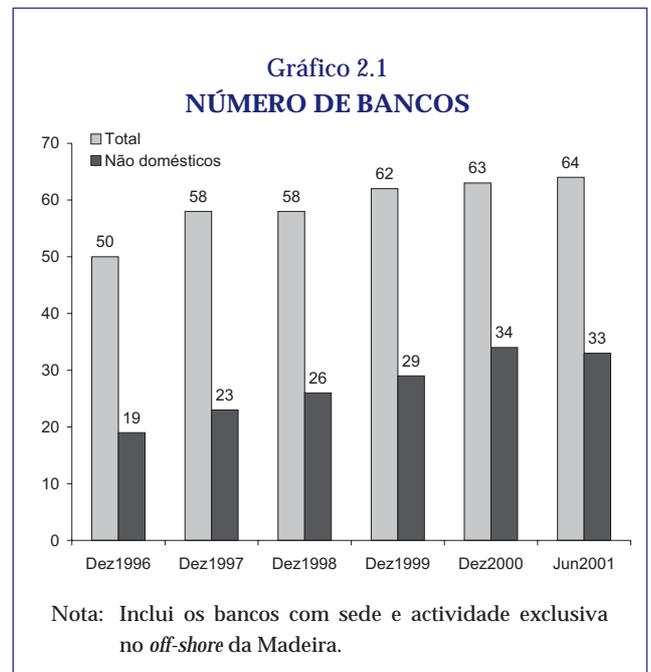
río do homólogo do ano anterior. No entanto, corrigindo os valores de algumas operações de venda de participações, que originaram um ganho extraordinário significativo no primeiro semestre de 2000, mas não tiveram reflexo nos resultados consolidados dos grupos financeiros, observa-se um crescimento de 10 por cento. Embora os diferenciais de taxa de juro se tenham expandido, a margem financeira em termos de activo médio ajustado da actividade interbancária manteve-se virtualmente estável.

No período em análise, os bancos reforçaram significativamente os fundos próprios, quer de base quer complementares, o que, conjugado com uma desaceleração significativa dos requisitos de fundos próprios, reflectindo essencialmente o abrandamento do crédito, permitiu um aumento do rácio de solvabilidade, que se situou em 11.0 por cento em Junho de 2001.

2. ESTRUTURA DO MERCADO

No final do primeiro semestre de 2001, existiam 64 bancos em actividade no sistema bancário português, sendo que 33 desses eram bancos não domésticos⁽⁴⁾ (Gráfico 2.1). Durante este período, registou-se o encerramento da actividade de um banco não doméstico, por integração num outro grupo estrangeiro, bem como o início da actividade de duas novas instituições bancárias, incorporadas em dois dos maiores grupos financeiros do sistema português.

Em Junho de 2001, o grau de concentração no sistema bancário era, com excepção do que se refere à rede de balcões, ligeiramente inferior ao observado em Dezembro de 2000 e, para algumas variáveis, também inferior a Junho de 2000 (Quadro 2.1). Assim, o agregado, em base individual, dos



bancos pertencentes aos cinco maiores grupos bancários representou 81.2 por cento do activo total do sistema bancário no final do primeiro semestre de 2001, sendo a sua quota no crédito a clientes de 82.8 por cento. Para os recursos de clientes, o valor registado era de 82.4 por cento, significativamente abaixo dos 85.0 por cento verificados em Dezembro de 2000, ficando esta redução a dever-se à perda de quota de alguns bancos comerciais integrados nos referidos grupos. Os cinco maiores grupos bancários detinham em Junho do corrente ano 82.4 por cento da rede de balcões, uma quota um pouco superior à de Dezembro de

(4) 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 2.1

QUOTA DE MERCADO DOS CINCO MAIORES GRUPOS BANCÁRIOS

	1996	1997	1998	1999	2000		2001
	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.
Crédito a clientes	79.6	77.3	76.9	75.0	82.6	83.2	82.8
Recursos de clientes	84.9	82.8	81.7	80.3	84.9	85.0	82.4
Activo	83.0	78.1	77.1	75.1	83.0	83.3	81.2
Balcões	78.3	76.0	76.5	75.9	86.5	81.8	82.4

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

Quadro 2.2

QUOTA DE MERCADO DOS BANCOS NÃO DOMÉSTICOS

	1996	1997	1998	1999	2000		2001
	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.
Crédito a clientes.....	7.6	8.3	8.8	11.2	19.3	18.0	17.7
Recursos de clientes.....	4.9	6.2	6.2	6.8	17.3	16.7	18.9
Activo.....	7.6	11.7	11.6	12.8	20.6	20.7	22.5
Balcões.....	7.2	7.2	7.1	6.7	15.9	15.8	15.8

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

2000, mas bastante inferior à do período homólogo do ano anterior (86.5 por cento). Por contrapartida das diminuições de quota de mercado dos grupos de maior dimensão, observaram-se crescimentos significativos na quota de mercado de bancos não domésticos com actividade predominante com não residentes, em particular nas variáveis activo total e recursos de clientes.

Os valores observados em Junho de 2001 para a participação dos bancos não domésticos (Quadro 2.2) não divergem substancialmente dos observados um ano antes, visto que o grande incremento da quota destes bancos ocorreu durante o primeiro semestre de 2000, na sequência de aquisições então concretizadas por parte de um grupo bancário não doméstico. No entanto, ao longo do primeiro semestre de 2001 a importância dos bancos não domésticos foi ligeiramente reforçada em termos de recursos de clientes e em termos de activo total. Pelo contrário, a participação destas instituições no crédito a clientes reduziu-se marginalmente de Dezembro de 2000 para Junho de 2001, tendo a quota em termos de balcões permanecido inalterada durante os seis meses em análise.

3. ACTIVIDADE BANCÁRIA⁽⁵⁾

No primeiro semestre de 2001 a actividade dos bancos, medida em termos de activo total ajustado da actividade interbancária, cresceu a uma taxa de 12.5 por cento, apresentando assim um abrandamento de 5.1 pontos percentuais (p.p.) face a Dezembro de 2000. Comparativamente a Junho de 2000, a desaceleração foi de 8.4 p.p. Esta evolução traduziu-se num abrandamento das principais rubricas quer do lado do activo, quer do lado do passivo (Quadros 3.1-A e B).

A evolução da actividade dos bancos portugueses foi condicionada pela envolvente macroeconómica em que estes desenvolveram a sua actividade. No seguimento da tendência já evidenciada nos últimos meses de 2000, o primeiro semestre de 2001 foi marcado, a nível internacional, por uma desaceleração das principais economias, com deterioração das perspectivas de crescimento, a par de um aumento da instabilidade nos mercados financeiros. Embora de forma menos sensível que a economia norte-americana, também a economia da área do euro apresentou um abrandamento superior ao esperado. Estes desenvolvimentos na conjuntura económica internacional reflectiram-se desfavoravelmente sobre o crescimento da economia portuguesa, o qual continuou também a ser condicionado via procura interna pelos elevados níveis de endividamento do sector privado entretanto atingidos. Assim, na sequência do observado em 2000, estima-se que a taxa de poupança dos particulares volte a recuperar em 2001, reflectindo, em parte, a necessidade de satisfazer o crescente serviço da dívida, bem como o aumento da poupança por motivo de precaução tendo em conta as perspectivas desfavoráveis para a evolução do rendimento futuro. Espera-se que o aumento da poupança, conjugado com uma menor taxa de investimento dos particulares, permita fazer passar as necessidades de financiamento deste sector, de cerca de 1 por cento do PIB em 2000, para uma capacidade de financiamento marginalmente positiva em 2001.

(5) Os agregados de crédito e depósito considerados nos Quadros 1.1, 3.1A e 3.1B e analisados nesta secção diferem dos publicados nas Estatísticas Monetárias e Financeiras (EMF) – ver notas de pé-de-página 1 e 2. No entanto, a análise por sector institucional será efectuada com base nos dados das EMF.

Quadro 3.1A

BALANÇO SINTÉTICO

Base individual*

Milhões de euros

	1997	1998	1999		2000		2001
	Dez.	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.
1. Caixa e disponibilidades em bancos centrais	2907.7	2236.3	2884.6	5733.5	3877.3	5157.6	3429.9
2. Aplicações em instituições de crédito (líq.)	63220.1	68539.9	62543.4	67969.2	66326.7	57759.2	61138.0
2.1. No país	31824.5	36449.1	34280.9	40882.8	36301.9	28485.7	29053.8
2.2. No estrangeiro	31395.5	32090.8	28262.5	27086.5	30024.9	29273.5	32084.1
3. Crédito sobre clientes (líq.)	70170.3	90098.7	101160.9	114582.7	127928.0	141593.7	152990.0
3.1. Crédito a residentes (líq.)	65094.5	83518.3	94578.4	107441.4	119262.8	131947.8	143024.1
3.2. Crédito a não residentes (líq.)	5069.3	6569.8	6570.0	7133.2	8655.8	9639.4	9955.8
3.3. Crédito e juros vencidos	2902.9	2628.0	2640.9	2579.2	2549.5	2615.0	2815.5
3.4. Provisões para crédito vencido	1939.8	1724.4	1744.9	1705.3	1676.4	1694.8	1678.9
4. Aplicações em títulos (líq.)	34357.5	31684.1	31822.4	30130.3	31618.7	30328.8	29641.7
5. Imobilizações financeiras (líq.)	5551.3	6140.5	6169.7	6648.4	9519.3	9205.6	9093.2
6. Imobilizado não financeiro (líq.)	3532.7	3810.8	3685.1	3745.8	3641.9	3617.5	3609.8
7. Outros activos (líq.) e contas diversas	10395.5	10532.5	13699.0	15734.3	16545.3	16143.8	17562.6
8. Total do activo	190135.1	213042.8	221965.0	244544.3	259457.3	263806.1	277465.2
1. Recursos de instituições de crédito	63016.5	75761.4	73413.7	85494.0	88728.5	86157.4	89142.2
1.1. No país	24001.6	27727.8	28165.3	35721.9	30054.0	21575.8	20315.3
1.2. No estrangeiro	39014.9	48033.6	45248.5	49772.1	58674.6	64581.6	68826.9
2. Recursos de clientes	98836.9	104167.0	109729.4	113699.6	121677.0	124674.5	126416.9
dos quais:							
2.1. Depósitos	95977.7	101516.5	107967.2	111486.7	118660.9	121903.5	123118.6
2.1.1. Do sector público administrativo	4613.1	5559.0	5978.5	6347.2	6668.2	7774.6	6537.2
2.1.2. De outros residentes	68385.1	73605.6	77538.1	82990.1	85387.9	89514.7	86131.1
2.1.3. De emigrantes	12737.5	11853.6	12223.5	10863.5	10856.2	10465.6	11220.4
2.1.4. De outros não residentes	9676.7	9877.7	11564.5	10588.2	15007.3	13321.4	18350.5
2.1.5. Outros depósitos	565.3	620.6	662.7	697.7	741.3	827.2	879.4
3. Responsabilidades representadas por títulos	4994.5	7244.4	8902.9	11615.9	13730.9	17368.3	21289.4
4. Outros passivos e contas diversas	6292.0	5706.4	7937.8	9680.3	8184.8	8230.1	9782.2
5. Provisões	1263.6	1472.0	1558.1	1890.9	2117.5	2655.6	2948.3
6. Passivos subordinados	4181.2	4708.3	6121.6	7061.4	7745.2	8839.5	10994.6
7. Capitais próprios	11550.4	13983.3	14301.6	15102.2	17273.3	15880.7	16891.6
dos quais: 7.1. Resultado líquido	1188.9	1270.1	802.3	1410.9	971.6	2040.5	901.3
<i>Por memória</i>							
Activo ajustado de actividade interbancária	127118.6	142266.6	156537.0	170841.5	189253.3	200889.3	212897.4
Depósitos à ordem de clientes	30491.7	34800.4	38064.4	41105.1	42810.3	43299.3	41962.9
Depósitos com pré aviso de clientes	55.0	67.2	64.2	53.5	48.0	51.5	48.0
Depósitos a prazo de clientes	47176.3	47149.1	50108.3	49538.7	55516.7	58570.3	61971.7
Depósitos de poupança de clientes	16874.0	17616.8	17888.3	18718.5	18558.9	17005.1	16196.4

* Ver notas de pé-de-página 1 e 2.

Quadro 3.1B
BALANÇO SINTÉTICO
Base individual*

	Estrutura - em percentagem do total do activo							Taxa de variação homóloga				
	1997	1998	1999		2000		2001	1999	1999	2000		2001
	Dez.	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.	Jun.	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.
1. Caixa e disponibilidades em bancos centrais	1.5	1.0	1.3	2.3	1.5	2.0	1.2	19.8	156.4	34.4	-10.0	-11.5
2. Aplicações em instituições de crédito (líq.)	33.3	32.2	28.2	27.8	25.6	21.9	22.0	-2.8	-0.8	6.0	-15.0	-7.8
2.1. No país	16.7	17.1	15.4	16.7	14.0	10.8	10.5	-3.3	12.2	5.9	-30.3	-20.0
2.2. No estrangeiro	16.5	15.1	12.7	11.1	11.6	11.1	11.6	-2.3	-15.6	6.2	8.1	6.9
3. Crédito sobre clientes (líq.)	36.9	42.3	45.6	46.9	49.3	53.7	55.1	29.7	27.2	26.5	23.6	19.6
3.1. Crédito a residentes (líq.)	34.2	39.2	42.6	43.9	46.0	50.0	51.5	31.3	28.6	26.1	22.8	19.9
3.2. Crédito a não residentes (líq.)	2.7	3.1	3.0	2.9	3.3	3.7	3.6	9.9	8.6	31.7	35.1	15.0
3.3. Crédito e juros vencidos	1.5	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0	-8.7	-1.9	-3.5	1.4	10.4
3.4. Provisões para crédito vencido	1.0	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6	-8.4	-1.1	-3.9	-0.6	0.1
4. Aplicações em títulos (líq.)	18.1	14.9	14.3	12.3	12.2	11.5	10.7	-11.5	-4.9	-0.6	0.7	-6.3
5. Imobilizações financeiras (líq.)	2.9	2.9	2.8	2.7	3.7	3.5	3.3	0.0	8.3	54.3	38.5	-4.5
6. Imobilizado não financeiro (líq.)	1.9	1.8	1.7	1.5	1.4	1.4	1.3	-0.5	-1.7	-1.2	-3.4	-0.9
7. Outros activos (líq.) e contas diversas	5.5	4.9	6.2	6.4	6.4	6.1	6.3	8.8	49.4	20.8	2.6	6.1
8. Total do activo	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	9.2	14.8	16.9	7.9	6.9
1. Recursos de instituições de crédito	33.1	35.6	33.1	35.0	34.2	32.7	32.1	6.1	12.8	20.9	0.8	0.5
1.1. No país	12.6	13.0	12.7	14.6	11.6	8.2	7.3	4.7	28.8	6.7	-39.6	-32.4
1.2. No estrangeiro	20.5	22.5	20.4	20.4	22.6	24.5	24.8	7.0	3.6	29.7	29.8	17.3
2. Recursos de clientes	52.0	48.9	49.4	46.5	46.9	47.3	45.6	7.4	9.2	10.9	9.7	3.9
dos quais:												
2.1. Depósitos	50.5	47.7	48.6	45.6	45.7	46.2	44.4	10.7	9.8	9.9	9.3	3.8
2.1.1. Do sector público administrativo	2.4	2.6	2.7	2.6	2.6	2.9	2.4	24.8	14.2	11.5	22.5	-2.0
2.1.2. De outros residentes	36.0	34.5	34.9	33.9	32.9	33.9	31.0	12.8	12.7	10.1	7.9	0.9
2.1.3. De emigrantes	6.7	5.6	5.5	4.4	4.2	4.0	4.0	-0.8	-8.4	-11.2	-3.7	3.4
2.1.4. De outros não residentes	5.1	4.6	5.2	4.3	5.8	5.0	6.6	4.2	7.2	29.8	25.8	22.3
2.1.5. Outros depósitos	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	11.0	12.4	11.9	18.6	18.6
3. Responsabilidades representadas por títulos	2.6	3.4	4.0	4.8	5.3	6.6	7.7	35.4	60.3	54.2	49.5	55.0
4. Outros passivos e contas diversas	3.3	2.7	3.6	4.0	3.2	3.1	3.5	17.6	69.6	3.1	-15.0	19.5
5. Provisões	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	1.0	1.1	14.9	28.5	35.9	40.4	39.2
6. Passivos subordinados	2.2	2.2	2.8	2.9	3.0	3.4	4.0	45.0	50.0	26.5	25.2	42.0
7. Capitais próprios	6.1	6.6	6.4	6.2	6.7	6.0	6.1	10.3	8.0	20.8	5.2	-2.2
dos quais: 7.1. Resultado líquido	0.6	0.6	0.4	0.6	0.4	0.8	0.3	18.2	11.1	21.1	44.6	-7.2
<i>Por memória:</i>												
Activo ajustado de actividade interbancária	66.9	66.8	70.5	69.9	72.9	76.2	76.7	-23.0	20.1	20.9	17.6	12.5
Depósitos à ordem de clientes	16.0	16.3	17.1	16.8	16.5	16.4	15.1	21.4	18.1	12.5	5.3	-2.0
Depósitos com pré aviso de clientes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-14.6	-20.4	-25.2	-3.8	0.1
Depósitos a prazo de clientes	24.8	22.1	22.6	20.3	21.4	22.2	22.3	6.4	5.1	10.8	18.2	11.6
Depósitos de poupança de clientes	8.9	8.3	8.1	7.7	7.2	6.4	5.8	4.7	6.3	3.7	-9.2	-12.7

* Ver notas de pé-de-página 1 e 2.

3.1 Crédito

O crédito a clientes prosseguiu a trajectória de desaceleração, observada desde a segunda metade de 1999. A taxa de variação homóloga desta variável situou-se em Junho de 2001 em 19.6 por cento, valor significativamente inferior aos 23.6 por cento registados no final de 2000 e, pela primeira vez desde 1996, ligeiramente abaixo do patamar dos 20 por cento. Este valor representa um abrandamento de quase 7 p.p. face a um ano antes. Porém, o crescimento do crédito manteve-se muito superior ao do PIB nominal e, não obstante a desaceleração observada, continuou a aumentar o seu peso na estrutura do activo dos bancos (ajustado de actividade interbancária), atingindo 71.9 por cento em Junho de 2001.

O crédito a clientes residentes, que representa 67.2 por cento do activo total do sistema (ajustado de actividade interbancária), cresceu a um ritmo ligeiramente superior (19.9 por cento) ao registado pela totalidade do crédito a clientes e apresentou uma desaceleração menos acentuada. Analisando por sector institucional, utilizando a informação das Estatísticas Monetárias e Financeiras, constata-se que tal reflecte a evolução dos empréstimos a sociedades não financeiras, cuja taxa de variação homóloga passou de 24.1 por cento em Dezembro de 2000 para 22.7 por cento em Junho de 2001, já que os empréstimos bancários a particulares averbaram nos primeiros seis meses do ano uma desaceleração de 4.7 p.p., para 16.5 por cento (Quadro 3.2). O peso destes dois segmentos no total dos empréstimos bancários ao sector privado não financeiro é sensivelmente idêntico entre si, sendo que no caso do crédito a particulares a sua evolução está em consonância com o esperado, tendo em conta os seus principais determinantes, enquanto no que diz respeito aos empréstimos a sociedades não financeiras seria de esperar uma desaceleração mais pronunciada do que a observada, o que indicia a existência de factores especiais que terão também influenciado a evolução do crédito a este sector.

3.1.1 Particulares

O abrandamento do crédito a particulares representa um ajustamento gradual mas persistente aos níveis de endividamento já atingidos, com a

necessidade de fazer face a um serviço da dívida (capital e juros) crescente, ao mesmo tempo que também as perspectivas desfavoráveis quanto ao rendimento futuro terão motivado a evolução observada.

A desaceleração verificada no crédito a particulares reflectiu quer a evolução do crédito à habitação, que representa aproximadamente 75 por cento do total, e cuja taxa de crescimento se reduziu 3.9 p.p. nos primeiros seis meses do ano, para 16.4 por cento, quer da evolução do crédito para outras finalidades que não a aquisição de habitação, o qual reduziu a sua taxa de crescimento em 7.2 p.p. (16.9 por cento em Junho de 2001). A informação já disponível para Setembro de 2001 vem confirmar estas tendências, com uma nova redução das taxas de crescimento destes dois agregados, respectivamente para 15.9 por cento e 11.4 por cento.

A desaceleração do crédito a particulares observada em termos homólogos no primeiro semestre de 2001 é corroborada pelas taxas de crescimento trimestrais e semestrais anualizadas calculadas sobre valores corrigidos de sazonalidade (Gráficos 3.1-A e 3.1-B), em linha com a deterioração observada no indicador de confiança dos consumidores (Gráfico 3.2). Contudo, observa-se uma certa recuperação do ritmo de crescimento no terceiro trimestre. Tal facto poderá estar a reflectir a descida das taxas de juro nominais que, em conjugação com um menor crescimento dos preços da habitação, determinou uma melhoria das condições de acessibilidade das famílias ao mercado de habitação com recurso a crédito no primeiro semestre de 2001 (Gráfico 3.3). Conclusão idêntica pode retirar-se do facto de o número de contratos de crédito à habitação celebrados ter aumentado no segundo trimestre de 2001, por comparação com o primeiro trimestre, situação que não ocorria desde o quarto trimestre de 1999 (Gráfico 3.4).

O alívio das condições de financiamento das famílias associado à descida das taxas de juro nominais e a consequente sustentação recente do crescimento do crédito que lhe está associada deverão ser temporários, dadas as já mencionadas restrições decorrentes do elevado nível de endividamento já atingido, bem como as perspectivas desfavoráveis quanto ao rendimento futuro das famílias.

A taxa de crescimento dos preços da habitação apresentou uma descida de 2.6 p.p. no primeiro

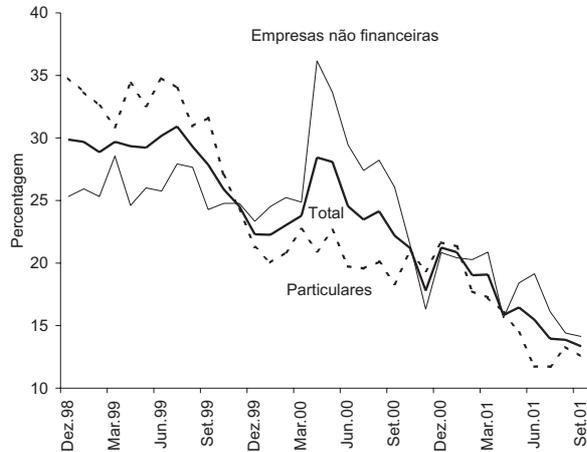
Quadro 3.2
EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS AO SECTOR PRIVADO NÃO FINANCEIRO
 Taxa de variação homóloga - percentagem

	Empréstimos a particulares e a sociedades não financeiras												Total parti- culares e sociedades não finan- ceiras
	Particulares			Sociedades não financeiras									
	Por finalidade			Por sector de actividade									
	Total	Habitação	Outras finalidades (a)	Total	Agriculu- ra, produ- ção animal, silvicultu- ra, caça e pesca	Indústrias extractivas	Indústrias transfor- madoras	Produção e distribui- ção de elec- tricidade, gás e água	Construção	Serviços			
Total										Serviços prestados principal- mente às empresas	Activida- des imobi- liárias		
Dez - 1998	31.4	34.6	23.5	22.9	4.6	3.1	15.6	23.1	33.3	24.4	35.6	25.5	27.3
Mar - 1999	31.5	34.5	23.6	27.5	15.8	19.3	15.1	42.2	30.5	32.4	55.4	30.9	29.6
Jun - 1999	34.9	37.6	27.9	26.7	16.3	41.1	14.6	66.9	29.0	29.5	60.2	32.3	31.0
Set - 1999	31.2	32.6	27.4	28.0	30.2	41.9	13.4	52.0	33.7	31.2	91.1	33.4	29.7
Dez - 1999	27.6	30.1	20.9	26.6	24.8	37.1	13.5	41.9	31.6	29.8	74.5	41.8	27.1
Mar - 2000	27.3	28.4	23.9	27.2	10.0	10.8	16.7	33.1	40.9	28.1	62.9	42.6	27.2
Jun - 2000	20.4	22.2	15.0	26.6	10.8	16.9	20.9	16.5	41.0	25.9	52.4	38.9	23.2
Set - 2000	20.3	22.2	15.1	26.3	4.1	-1.9	20.4	26.0	39.4	25.9	45.3	44.0	23.1
Dez - 2000	21.2	20.3	24.1	24.1	5.3	6.1	14.6	40.5	39.9	22.7	42.2	30.5	22.6
Mar - 2001	17.9	17.5	19.0	23.0	-0.8	7.4	11.9	6.0	32.2	26.3	64.8	32.1	20.3
Abr - 2001	18.6	18.1	20.2	18.3	4.4	2.7	11.9	5.5	30.3	18.3	24.5	29.8	18.4
Mai - 2001	16.9	16.7	17.7	18.2	-0.7	-1.6	10.2	15.9	29.8	18.5	22.0	33.3	17.5
Jun - 2001	16.5	16.4	16.9	22.7	4.4	0.6	8.9	5.7	30.1	27.6	69.9	40.2	19.4
Jul - 2001	16.4	16.2	17.0	20.8	2.7	10.0	9.6	1.1	26.3	25.3	68.7	36.7	18.5
Ago - 2001	15.5	15.9	14.1	20.8	4.3	10.0	8.4	3.2	29.8	24.2	67.4	36.1	18.0
Set - 2001	14.7	15.9	11.4	20.3	0.8	12.7	8.3	0.8	28.4	23.9	71.2	36.6	17.4
<i>Por memória:</i>													
Percentagem de empréstimos ao sector privado não financeiro em Setembro 2001	51.4	39.0	12.4	48.6	0.6	0.4	9.0	1.4	9.8	27.3	5.9	5.6	100.0

Fonte: Estatísticas Monetárias e Financeiras.

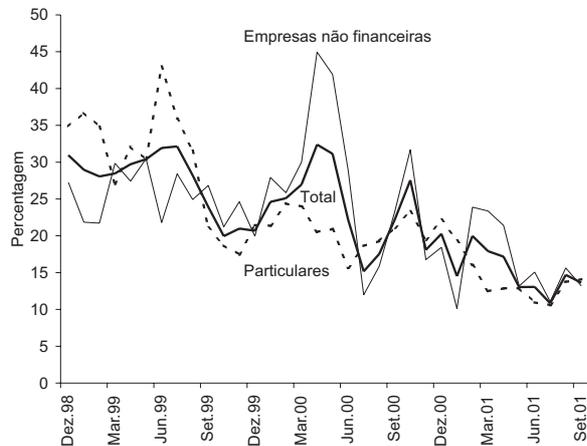
Nota: (a) Inclui todos os créditos a particulares não destinados à aquisição de habitação, nomeadamente os créditos ao consumo.

Gráfico 3.1-A
CRÉDITO CONCEDIDO AO SECTOR PRIVADO
NÃO FINANCEIRO RESIDENTE
 Taxas de crescimento semestrais anualizadas
 sobre valores corrigidos de sazonalidade



Nota: Inclui empréstimos e papel comercial na posse dos bancos.

Gráfico 3.1-B
CRÉDITO CONCEDIDO AO SECTOR PRIVADO
NÃO FINANCEIRO RESIDENTE
 Taxas de crescimento trimestrais anualizadas
 sobre valores corrigidos de sazonalidade



Nota: Inclui empréstimos e papel comercial na posse dos bancos.

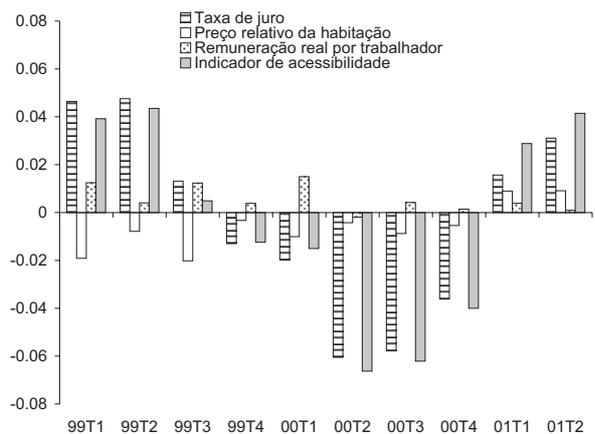
semestre de 2001, para 3.9 por cento (Gráfico 3.5), que contrasta com a relativa estabilidade evidenciada ao longo de 2000⁽⁶⁾. De acordo com informação já disponível, esta desaceleração foi substancialmente reforçada nos meses de Julho e Agosto, situando-se a taxa de crescimento neste último mês em 2.7 por cento.

Gráfico 3.2
INDICADOR DE CONFIANÇA DOS
CONSUMIDORES- PORTUGAL



Fonte: INE.

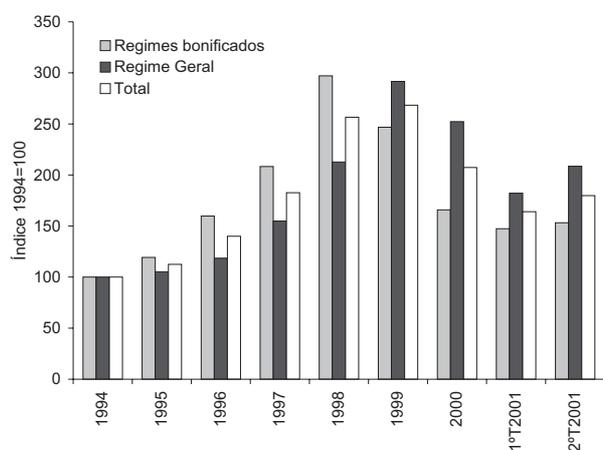
Gráfico 3.3
INDICADOR DE ACESSIBILIDADE
E SEUS COMPONENTES



Conforme referido, o abrandamento tendencial do crédito a particulares destinado à aquisição de habitação num contexto de melhoria da acessibilidade a este mercado, bem como do crédito para outros fins, encontra justificação no nível de endividamento já alcançado, o qual, de acordo com o

(6) As taxas de crescimento dos preços de habitação apresentadas resultam da construção de um índice de preços calculado com base na informação desagregada por zonas geográficas publicada pela *Newsletter-Confidencial Imobiliário* segundo a metodologia explicitada na Caixa - "Os preços no mercado de habitação e o ciclo económico", publicada no *Boletim Económico* do Banco de Portugal de Junho de 1999.

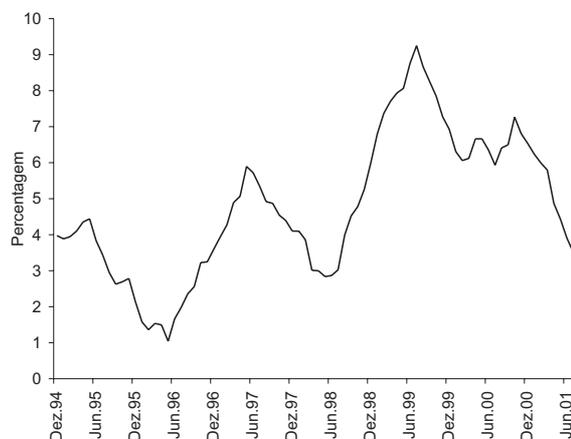
Gráfico 3.4
NÚMERO DE NOVOS CONTRATOS DE CRÉDITO À HABITAÇÃO



Fonte: Direcção Geral do Tesouro.

Nota: Os valores trimestrais de 2001 foram anualizados.

Gráfico 3.5
PREÇOS DE HABITAÇÃO
Taxas de variação homóloga



Fonte: Newsletter - Confidencial Imobiliário.

estimado, se deverá situar próximo de 93 por cento do rendimento disponível no final de 2001, assim como na já mencionada deterioração da confiança dos consumidores em termos de perspectivas de rendimento futuro. Desta forma, de acordo com estimativas do Banco de Portugal, o grau de esforço dos particulares associado ao serviço da dívida (capital e juros) terá continuado a aumentar em 2001. O crescimento estimado do serviço da dívida, apesar da recente descida das taxas de juro, é o resultado do alto nível de endividamento já atingido e do efeito desfasado do aumento das taxas de juro em 2000.

3.1.2 Empresas não financeiras

O abrandamento do crédito a sociedades não financeiras continuou, durante o primeiro semestre de 2001, a ser mais moderado que o verificado no segmento dos particulares. A informação disponível aponta para que as sociedades não financeiras residentes tenham continuado a contrair linhas de crédito no mercado de empréstimos sindicados em montantes muito significativos (em particular financiamentos destinados à construção de infraestruturas rodoviárias pelo sector privado), sustentando assim o crescimento do crédito bancário a este sector (Quadro 3.3).

Com efeito, o cálculo de taxas de crescimento trimestrais anualizadas (sobre valores dessazonali-

zados) indicia a persistência do crescimento do crédito a empresas não financeiras a um nível elevado nos meses mais recentes. No entanto, tendo em conta que o endividamento destas empresas em percentagem do PIB tem vindo a crescer sucessivamente, estimando-se que se situe em torno de 90 por cento no final de 2001 (82.6 por cento em 2000 e 73.5 por cento em 1999), e as perspectivas desfavoráveis para a evolução futura da actividade económica, espera-se que a sustentação do crescimento do crédito a este sector nos últimos meses seja de carácter temporário.

Decompondo por sectores de actividade, observa-se que um dos factores subjacentes à relativa persistência do crescimento do crédito a sociedades não financeiras terá sido o andamento do crédito concedido a empresas do sector dos serviços de actividades imobiliárias⁽⁷⁾, que constitui cerca de 11.5 por cento do crédito a sociedades não financeiras, e que denotou um intenso dinamismo, acelerando de 30.5 por cento no final de 2000 para 40.2 por cento em Junho de 2001 (36.6 por cento em Setembro de 2001) e ao sector da construção, que apesar de em abrandamento, mantém taxas de

(7) Compreende as actividades de promoção imobiliária não desenvolvidas pela entidade construtora, de compra e venda de bens imobiliários próprios, de arrendamento de bens imobiliários (próprios ou arrendados), as actividades de mediação imobiliária e de administração de imóveis por conta de outrem.

Quadro 3.3

**EMPRÉSTIMOS SINDICADOS INTERNACIONAIS A EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS
RESIDENTES EM PORTUGAL ^(a)**

Milhões de euros

	1996	1997	1998	1999	2000	2000	2001
					1ºSem.		1ºSem.
Total	1335.9	2260.4	3596.3	2676.6	4542.8	6342.7	3492.0
dos quais:							
Para aquisição de empresas	0.0	0.0	2731.4	25.0	2778.7	3083.7	1725.0
Financiamento de infra-estruturas rodoviárias (nomeadamente projectos com “portagem virtual”)	24.6	208.7	419.0	1262.5	1414.2	2559.2	1072.0
Montante estimado do envolvimento dos bancos portugueses							
Total	310.6	444.7	1612.3	1127.9	1017.6	1412.7	301.1
do qual:							
Para aquisição de empresas	0.0	0.0	1480.0	5.0	424.8	601.7	60.1
Financiamento de infra-estruturas rodoviárias (nomeadamente projectos com “portagem virtual”)	8.2	0.0	147.9	812.5	510.9	729.2	227.5

Fonte: *Capital Data Loanware*.

Nota:

(a) Os montantes apresentados referem-se aos novos empréstimos lançados em cada ano. Note-se que parte desses empréstimos se refere a linhas de crédito, pelo que poderão reflectir-se em crédito efectivo apenas em datas posteriores à da respectiva contratação, à medida que venham a ser utilizadas.

variação homóloga elevadas (28.4 por cento em Setembro de 2001, 30.1 por cento em Junho de 2001, e 39.9 por cento em Dezembro de 2000). O facto do financiamento dos grupos não financeiros portugueses ser normalmente centralizado nas respectivas “*holdings*” dificulta sobremaneira uma análise mais fina do crédito a sociedades não financeiras por sectores de actividade. De facto, de acordo com as Estatísticas Monetárias e Financeiras, o crédito concedido às referidas “*holdings*” encontra-se classificado no sector dos “serviços prestados principalmente às empresas”, o qual tem denotado um crescimento muito forte (Quadro 3.2).

No seu conjunto, os empréstimos relacionados com o sector imobiliário, ou seja, os destinados à aquisição de habitação, ao sector da construção e dos serviços de actividade imobiliárias, viram o seu peso no total dos empréstimos bancários ao sector privado não financeiro (o qual constitui um indicador da exposição global a estes sectores) voltar a subir de 53.0 por cento em Dezembro de 2000 para 53.3 por cento seis meses mais tarde e para 54.4 por cento em Setembro de 2001.

3.1.3 Exposição aos mercados emergentes

A exposição agregada dos bancos portugueses com exposições em mercados emergentes⁽⁸⁾ representava, em Junho de 2001, 1.5 por cento do activo total ajustado da actividade interbancária (Quadro 3.4), por comparação com 1.6 por cento um ano antes (valor idêntico ao de Dezembro de 2000). A redução da importância desta exposição, que no sistema bancário português é apenas uma fracção diminuta da verificada na generalidade dos sistemas bancários europeus, tem vindo a ocorrer progressivamente desde a crise asiática em 1997/1998 e das posteriores crises cambiais na Rússia e no Brasil, sendo que deverá corresponder a maior precaução por parte dos bancos portugueses na avaliação do risco das posições que mantêm nos mercados emergentes. A exposição face ao Brasil, a mais significativa mas, ainda assim, reduzida face a outros sistemas bancários, ter-se-á mantido estável em Junho de 2001, por comparação com Junho

(8) Considerando apenas a América Latina, a Ásia e o Leste Europeu.

Quadro 3.4

EXPOSIÇÕES AGREGADAS DOS BANCOS PORTUGUESES FACE A MERCADOS EMERGENTES

	Em percentagem do activo total ajustado da actividade interbancária				
	1998	1999	2000	2001	
	Dez.	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.
Total (América Latina, Leste Europeu e Ásia) . . .	1.8	2.6	1.6	1.6	1.5
Do qual: Brasil	1.4	2.1	0.9	0.7	0.9

Nota: São considerados apenas os bancos com exposição efectiva nos mercados emergentes referidos.

de 2000 (0.9 por cento do activo total médio ajustado da actividade interbancária).

3.1.4 Incumprimento e provisionamento do crédito

A manifestação do risco de crédito assumido pelos bancos, ainda que com algum desfasamento, tem um comportamento pró-cíclico, isto é, as taxas de incumprimento nas carteiras de crédito tendem a aumentar nas fases menos favoráveis do ciclo económico. Neste sentido, é desejável que os bancos acumulem nas fases de maior crescimento económico (que correspondem igualmente a crescimento mais intenso do crédito concedido e dos lucros) margens de segurança, através da constituição de provisões ou reforço dos fundos próprios, que permitam absorver prejuízos nos períodos de evolução menos favorável da actividade económica.

A informação referente ao crédito vencido no conjunto do último ciclo económico aponta para que a intensidade de incumprimento na carteira de crédito dos bancos portugueses tenha já atingido o mínimo, devendo ter tendência para aumentar futuramente. Com efeito, a taxa de incumprimento global no crédito a clientes, medida pelo rácio entre os créditos e juros vencidos e o crédito a clientes (bruto), apresentava em Junho de 2001 um valor idêntico ao de Dezembro de 2000 (1.8 por cento, abaixo dos 2.0 por cento registados em Junho de 2000), havendo, no entanto, a registar algumas variações ao longo do semestre (Gráfico 3.6). Calculado apenas para o crédito interno vencido há menos

Gráfico 3.6 RÁCIO DE INCUMPRIMENTO NO CRÉDITO A CLIENTES E PROVISIONAMENTO TOTAL DO CRÉDITO

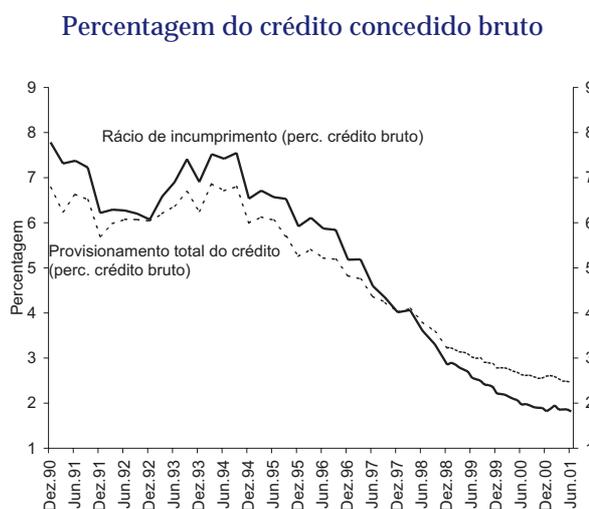
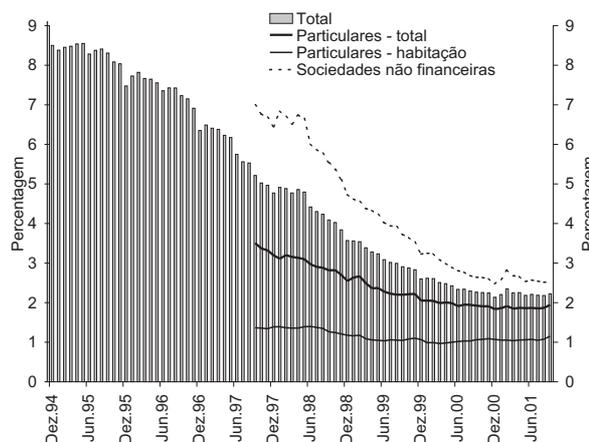


Gráfico 3.7 RÁCIO DE INCUMPRIMENTO NO CRÉDITO A CLIENTES RESIDENTES



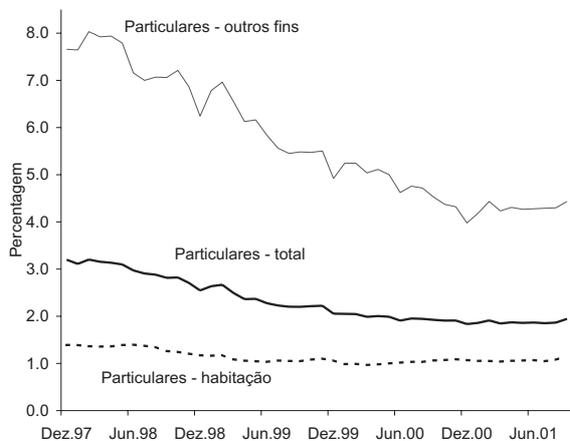
Fonte: Estatísticas Monetárias e Financeiras.

de um ano, este rácio situava-se no final dos primeiros seis meses de 2001 em 0.6 por cento, que compara com cerca de 0.5 por cento no final de 2000.

O rácio de incumprimento das sociedades não financeiras⁽⁹⁾ denotou alguma volatilidade ao longo do semestre em análise (Gráfico 3.7), situando-

(9) As taxas de incumprimento por sector institucional foram calculadas com base nos dados das Estatísticas Monetárias e Financeiras (ver notas de pé-de-página 1, 2 e 5).

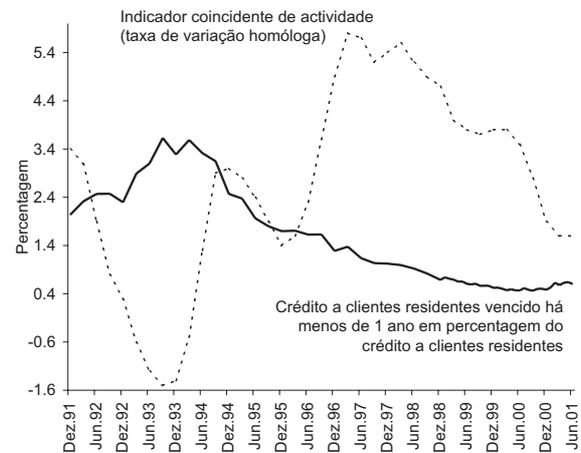
Gráfico 3.8
RÁCIOS DE INCUMPRIMENTO
DO CRÉDITO BANCÁRIO



se, contudo, em Setembro, o mês mais recente para o qual existe informação, em 2.52 por cento, um nível ligeiramente acima do registado no final de 2000. A taxa de incumprimento dos particulares manteve-se relativamente estável, com um valor de 1.87 por cento no final do primeiro semestre e que foi de 1.95 em Setembro. Ainda relativamente aos particulares, em Setembro de 2001, o rácio de incumprimento no crédito à habitação situou-se em 1.15 por cento, enquanto no segmento do crédito com finalidade diversa da aquisição de habitação este indicador situou-se em 4.43 por cento (Gráfico 3.8).

As provisões para crédito vencido, que, de acordo com a regulamentação em vigor são constituídas à medida que ocorrem situações de incumprimento e com taxas de cobertura crescentes com o tempo decorrido desde a respectiva identificação (registadas por dedução ao crédito concedido, no activo dos bancos), evidenciaram, no semestre em análise, um crescimento homólogo marginalmente positivo (0.1 por cento), que compara com um aumento de 10.4 por cento dos créditos e juros vencidos, no primeiro semestre de 2000. Desta forma, o grau de cobertura do crédito e juros vencidos por provisões para crédito vencido reduziu-se de 64.8 por cento em Dezembro de 2000 (65.8 por cento em Junho desse ano) para 59.6 por cento no final de Junho de 2001. A evolução diferenciada dos créditos vencidos e das respectivas provisões é consistente com a diminuição, na globalidade da carteira de crédito, do tempo médio decorrido desde que o

Gráfico 3.9
CRÉDITO VENCIDO
E ACTIVIDADE ECONÓMICA



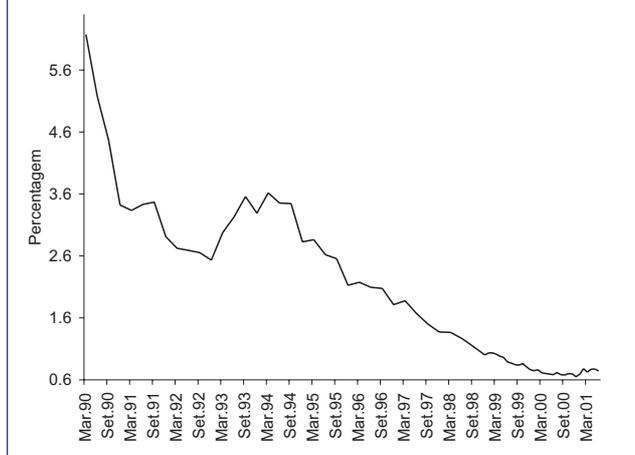
crédito é classificado como vencido. Essa diminuição resulta do abate de créditos vencidos com maior antiguidade (provisionados integralmente) e da acumulação de novas situações de incumprimento (provisionadas apenas parcialmente).

Os créditos e juros vencidos líquidos de provisões para crédito vencido, em percentagem do crédito concedido, também líquido dessas provisões, aumentaram de 0.65 por cento no final do ano transacto para 0.74 por cento em Junho de 2001, contrariando a redução que se vinha observando até ao final de 2000 (Gráfico 3.10).

Durante o primeiro semestre de 2001 as provisões registadas no passivo (que são constituídas antes da materialização dos riscos incorridos) mantiveram um forte ritmo de expansão (39.2 por cento). As provisões para riscos gerais de crédito, constituídas compulsoriamente em percentagem do crédito concedido e que constituem mais de dois terços do total, apresentaram uma expansão assinalável (24.6 por cento). Por seu lado, as provisões para riscos bancários gerais, que representam mais de um quarto do total, mais do que duplicaram no primeiro semestre de 2001 por comparação com o período homólogo do ano anterior.

O provisionamento total do crédito, que inclui, para além das provisões para crédito vencido, também as provisões para riscos gerais de crédito, situou-se em Junho de 2001, em percentagem do crédito concedido bruto, em cerca de 2.5 por cento, ligeiramente abaixo dos 2.6 por cento registados em Dezembro de 2000 (ver Gráfico 3.6). Será, con-

Gráfico 3.10
CRÉDITO VENCIDO LÍQUIDO DE PROVISÕES
EM PERCENTAGEM DO CRÉDITO TOTAL
LÍQUIDO DE PROVISÕES



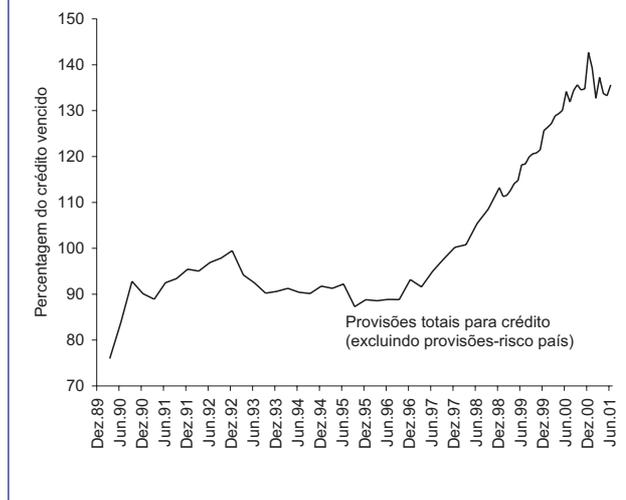
tudo, de salientar que desde o último trimestre de 1997, ao contrário do verificado anteriormente, o provisionamento total do crédito se tem situado consistentemente acima do rácio de incumprimento, o mesmo será dizer que o rácio de cobertura do crédito vencido por provisões para crédito é superior a 100 por cento desde essa data. O referido rácio de cobertura, após um reforço substancial em 2000, diminuiu de 142.7 por cento no final desse ano para 135.6 por cento em Junho de 2001 (Gráfico 3.11).

O desfasamento existente entre a intensidade de incumprimento nas carteiras de crédito e o abrandamento da actividade económica indicia um crescimento futuro dos créditos vencidos, sendo importante que os bancos constituam margens de segurança para fazer face a eventuais situações menos favoráveis.

3.1.5 Carteira de títulos

O investimento dos bancos em títulos retomou no primeiro semestre de 2001 a tendência de decréscimo interrompida em 2000, com uma taxa de variação de -6.3 por cento. Para tal contribuíram quer a carteira de rendimento fixo quer a carteira de rendimento variável, com reduções de 1.6 por cento e 39.9 por cento, respectivamente. Em termos de emissores públicos, observa-se um crescimento de 19.2 por cento das aplicações em títulos de emissores públicos estrangeiros, associado à di-

Gráfico 3.11
PROVISIONAMENTO TOTAL DO CRÉDITO
Percentagem do crédito vencido



versificação geográfica de carteiras incentivada pela participação na área do euro. Simultaneamente observou-se uma diminuição de 9.7 por cento nas aplicações em títulos de dívida pública portuguesa, os quais viram o seu peso no total das aplicações em títulos situar-se em 20.6 por cento em Junho de 2001. No seu conjunto, os títulos de emissores públicos ganharam importância no total de aplicações em títulos durante o semestre em análise, representando cerca de 35 por cento deste total em Junho de 2001.

Contrariamente ao sucedido em 2000, no primeiro semestre de 2001 a redução na carteira de rendimento variável é atribuível quer à redução da detenção de unidades de participação (tal como em 2000, embora de forma menos acentuada), quer à redução da detenção de acções, com uma taxa de variação homóloga de -53.5 por cento (11.1 por cento no final do ano transacto). Note-se que as acções representam apenas 3.6 por cento da carteira de títulos dos bancos, o que se reflecte numa exposição relativamente limitada dos bancos às flutuações nos preços destes activos. A redução da carteira de acções no período referido concentrou-se no segmento de emissores nacionais, o qual representa 84.7 por cento do total de aplicações do sistema bancário em acções e registou uma diminuição de 57.5 por cento em termos homólogos em Junho de 2001 (em particular na carteira de investimento). A diminuição da detenção de acções de emissores nacionais deverá relacionar-se

com alterações nas políticas de detenção de participações estratégicas em empresas não financeiras por parte dos bancos (as quais não são contabilizadas nas carteiras de títulos, mas sim em immobilizações financeiras), num contexto de forte queda dos preços nos mercados de capitais.

3.2 Recursos

O abrandamento observado na captação de depósitos, cuja taxa de variação se reduziu 5.6 p.p. no primeiro semestre de 2001, situando-se no final de Junho em 3.8 por cento, é atribuível à quase estagnação dos depósitos de residentes (incluindo emigrantes e excluindo o sector público administrativo), que averbaram uma taxa de crescimento de 1.2 por cento. Este comportamento está em linha com o aumento da inflação, com o abrandamento da actividade económica e com os baixos níveis das taxas de juro (nominais e reais), embora, de acordo com estimações econométricas efectuadas, e tendo em conta a evolução dos principais determinantes (PIB, inflação e taxa de juro), a desaceleração durante os dois primeiros trimestres de 2001 pudesse ter sido ainda mais acentuada (veja-se caixa 1: *A evolução recente dos depósitos bancários*).

Os depósitos do sector público administrativo, cuja importância em termos de recursos de clientes é bastante diminuta (5.3 por cento do total de depósitos de clientes no final do primeiro semestre de 2001), reduziram-se 2.0 por cento em Junho deste ano, contra um crescimento de 22.5 por cento no final de 2000. No seu conjunto, os recursos de clientes continuaram a perder peso como fonte de financiamento dos bancos, quer em termos do fluxo de crédito concedido, quer em termos do *stock* (Gráficos 3.12-A e B). A informação disponível até Setembro, com base nas Estatísticas Monetárias e Financeiras, aponta para alguma recuperação recente dos depósitos, em particular dos depósitos à ordem do sector privado não financeiro (incluindo emigrantes).

Subjacente à desaceleração do conjunto dos depósitos esteve a evolução quer dos depósitos à ordem, que representam cerca de um terço do total e que apresentaram no primeiro semestre de 2001 uma redução de 2 por cento, quer dos depósitos a prazo (incluindo os depósitos de poupança e os depósitos com pré aviso), cujo peso é superior a 60

por cento e cujo crescimento abrandou significativamente (de 10.7 por cento em Dezembro de 2000 para 5.5 por cento seis meses mais tarde).

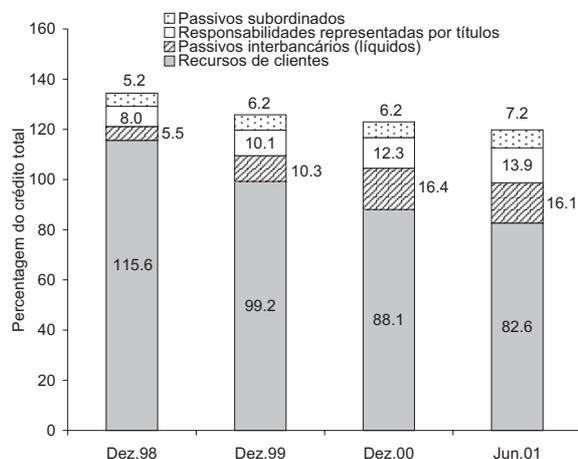
A redução do ritmo de crescimento dos recursos de clientes, associada à manutenção de um crescimento significativo do crédito concedido, contribuiu para acentuar, no primeiro semestre de 2001, o recurso, por parte dos bancos, a financiamento nos mercados monetário e de capitais. De entre estas formas de financiamento, destacaram-se, no período referido, as emissões de títulos e os empréstimos subordinados, que apresentaram crescimentos muito significativos (quadro 3.1A). As emissões de títulos constituíram inclusivamente a principal fonte de financiamento do fluxo de crédito entre Dezembro de 2000 e Junho de 2001, embora, em termos de *stock*, os recursos de clientes (predominantemente depósitos) continuem a representar a principal fonte de financiamento (Gráfico 3.12-A). Note-se que, embora o financiamento interbancário tenha reduzido a sua importância, ele estará ainda a reflectir emissões de títulos no exterior através de filiais (veja-se caixa 2: *Financiamento de grupos bancários portugueses através da emissão de obrigações por filiais com sede no estrangeiro*). Esta alteração da estrutura de financiamento dos bancos teve como consequência um alargamento do prazo médio dos recursos dos bancos, assim como uma maior diversificação de fontes de financiamento, já que ao aumento de importância do financiamento no mercado de títulos correspondeu um menor recurso ao mercado monetário interbancário (tipicamente de curto prazo), melhorando desta forma a posição de liquidez do sistema.

Com efeito, depois de no final dos anos 90 os passivos interbancários terem representado a principal fonte de financiamento das necessidades dos bancos, no contexto de uma forte expansão do crédito não acompanhada pelos recursos de clientes e de uma maior acessibilidade aos mercados internacionais decorrente da participação na área do euro, os passivos interbancários (líquidos de aplicações interbancárias) têm vindo a perder essa importância, contribuindo no primeiro semestre de 2001 para cobrir apenas 11.7 por cento do fluxo de crédito (50.5 por cento no primeiro semestre de 2000).

Por seu lado, a emissão de títulos foi responsável, durante o primeiro semestre de 2001, pela co-

Gráfico 3.12A
FONTES DE FINANCIAMENTO DOS GRUPOS BANCÁRIOS PORTUGUESES

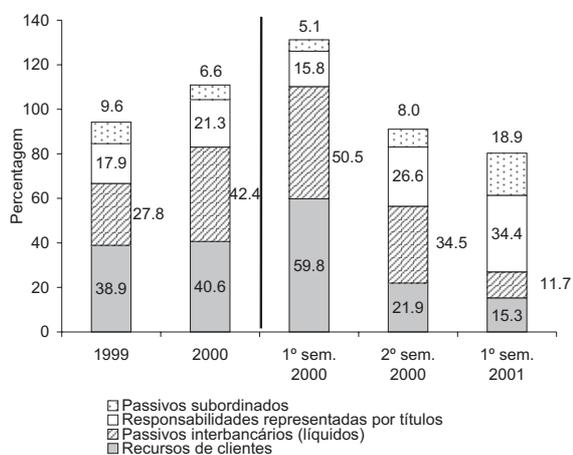
Dados individuais
% crédito total



Nota: São excluídos os *off-shore* com sede na Madeira.

Gráfico 3.12B
FONTES DE FINANCIAMENTO DOS GRUPOS BANCÁRIOS PORTUGUESES

Dados individuais
Fluxos em percentagem do fluxo de crédito concedido



Nota: São excluídos os *off-shore* com sede na Madeira.

bertura de 34.4 por cento do fluxo de crédito, um valor muito acima dos 15.8 por cento verificados na primeira metade de 2000. Evolução semelhante foi observada nos passivos subordinados, cuja contribuição para o fluxo de crédito passou de 8.0 por cento no segundo semestre de 2000 para 18.9 por cento no primeiro semestre de 2001.

Os capitais próprios⁽¹⁰⁾, por seu turno, averbaram um decréscimo de 2.2 por cento no mesmo período, mas este valor é influenciado pelo abate do capital de uma instituição por fusão em outra instituição do respectivo grupo, ocorrida nos últimos meses do ano transacto. Corrigindo deste efeito, os capitais próprios em base individual apresentaram um crescimento de 13.0 por cento, sendo este o valor que se utiliza no cálculo do indicador de rentabilidade dos capitais próprios, em base individual, que em seguida se analisa.

4. RENDIBILIDADE

O processo de fusões e aquisições no sistema bancário português influenciou significativamente os resultados em base individual, tornando necessário que diversos factores de carácter especial tivessem de ser levados em consideração na análise da rentabilidade. Assim, procedeu-se a algumas correcções à informação de base constante dos Quadros 4.1-A e B (demonstração de resultados do sistema bancário, em valor, em taxa de variação homóloga e em percentagem do activo total médio), as quais são explicitadas na análise que se segue. Refira-se que a informação utilizada nos Gráficos 4.1, 4.2 e 4.9 se encontra corrigida deste tipo de efeitos.

Observa-se que, avaliados em base individual, os resultados líquidos do sistema bancário se reduziram 7.2 por cento no primeiro semestre de 2001, por comparação com o período homólogo do ano anterior. No entanto, corrigindo estes valores do registo de algumas operações de venda de participações ocorridas em 2000, as quais, embora originando um ganho extraordinário em base individual, não tiveram reflexo nos resultados consolidados dos grupos financeiros, observa-se um crescimento de 10.0 por cento⁽¹¹⁾. Esta evolução traduziu-se numa virtual estabilização da rentabilidade líquida do activo (ROA), que passou de 0.65 por cento no primeiro semestre de 2000 para 0.67 por

(10) Os capitais próprios são definidos como a soma do capital social, das reservas, dos resultados transitados e dos resultados do exercício.

(11) Tal como adiante se explica mais detalhadamente, a descida dos resultados em base individual é maioritariamente atribuível à perda de rendimentos de títulos (nomeadamente perda de dividendos), em virtude da fusão por incorporação de algumas filiais.

Quadro 4.1A

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS

Base individual*

Milhões de euros

						Taxa de variação homóloga			
	1997	1998	1999	2000	2001	1998	1999	2000	2001
	Jun.	Jun	Jun	Jun	Jun	Jun	Jun	Jun	Jun
1. Juros e proveitos equiparados.	6266.6	6188.2	5711.6	6972.5	8799.3	-1.3	-7.7	22.1	26.2
2. Juros e custos equiparados.	4473.1	4293.2	3676.2	4877.1	6361.9	-4.0	-14.4	32.7	30.4
3. Margem financeira (1-2).	1793.5	1895.0	2035.4	2095.4	2437.4	5.7	7.4	3.0	16.3
4. Rendimento de títulos.	125.6	208.7	389.9	353.8	213.6	66.2	86.8	-9.2	-39.6
5. Comissões líquidas.	323.5	412.0	493.6	613.7	606.6	27.3	19.8	24.3	-1.1
6. Resultados em operações financeiras.	375.7	266.2	149.1	256.3	55.3	-29.1	-44.0	71.9	-78.4
7. Outros resultados de exploração.	165.8	191.3	194.9	177.3	273.5	15.4	1.8	-9.0	54.2
8. Outros resultados correntes (4+5+6+7).	990.6	1078.3	1227.4	1401.1	1149.1	8.8	13.8	14.2	-18.0
9. Produto bancário (3+8).	2784.1	2973.3	3262.8	3496.6	3586.5	6.8	9.7	7.2	2.6
10. Custos com pessoal.	933.7	936.6	1003.8	1051.2	1055.4	0.3	7.2	4.7	0.4
11. Fornecimentos e serviços de terceiros.	508.5	588.3	634.6	690.6	778.3	15.7	7.9	8.8	12.7
12. Resultado bruto global (9-10-11).	1341.9	1448.3	1624.4	1754.7	1752.8	7.9	12.2	8.0	-0.1
13. Resultados extraordinários.	51.6	61.6	97.2	216.1	20.7	19.3	57.8	122.4	-90.4
14. Amortizações do exercício.	186.1	199.1	216.7	217.1	218.4	7.0	8.9	0.2	0.6
15. Provisões do exercício (líquidas de reposições). ...	495.1	439.0	522.3	576.5	434.2	-11.3	19.0	10.4	-24.7
16. Resultado antes de impostos (12+13-14-15).	712.3	871.8	982.5	1177.2	1120.9	22.4	12.7	19.8	-4.8
17. Impostos sobre lucros.	166.3	193.0	180.3	205.6	219.6	16.1	-6.6	14.0	6.8
18. Resultado líquido do exercício (16-17).	546.0	678.8	802.3	971.6	901.3	24.3	18.2	21.1	-7.2

* Ver notas de pé-de-página 1 e 2.

cento um ano mais tarde (gráfico 4.1)⁽¹²⁾. Tomando o activo ajustado da actividade, a rentabilidade líquida do activo passou de 0.92 para 0.87 por cento no mesmo período (gráfico 4.2). A rentabilidade bruta do activo, medida pelo rácio entre o resultado bruto global (resultados antes de impostos sobre lucros, provisões, amortizações e resultados extraordinários) e o activo médio, apresentou uma nova redução de 1.40 por cento no primeiro semestre de 2000 para 1.31 por cento no primeiro semestre de 2001 (de 1.96 para 1.70 por cento, tomando o activo ajustado de actividade interbancária). Por seu turno, a rentabilidade líquida dos

capitais próprios (ROE) apresentou uma ligeira diminuição em base individual, de 14.1 por cento para 13.7 por cento, em igual período.

A margem financeira expandiu-se de forma assinalável no primeiro semestre de 2001, com uma taxa de crescimento, em base individual, de 16.3 por cento, que compara com 3.0 por cento em Junho de 2000, confirmando assim a inversão, já observada no final do ano transacto, da tendência de descida. Em percentagem do activo médio ajustado da actividade interbancária, porém, a margem financeira manteve-se praticamente inalterada face a um ano antes, em 2.36 por cento (Gráfico 4.3).

A estabilização da margem financeira, quando avaliada em percentagem do activo médio ajustado da actividade interbancária, resultou de efeitos

(12) 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.

Quadro 4.1B

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS ^(a)

Base individual*

Em percentagem do activo médio	1997	1998	1999	2000	2001
	Jun.	Jun	Jun	Jun	Jun
	1. Juros e proveitos equiparados	7.25	6.33	5.25	5.55	6.55
2. Juros e custos equiparados	5.17	4.39	3.38	3.88	4.74
3. Margem financeira (1-2)	2.07	1.94	1.87	1.67	1.82
4. Rendimento de títulos	0.15	0.21	0.36	0.28	0.16
5. Comissões líquidas	0.37	0.42	0.45	0.49	0.45
6. Resultados em operações financeiras	0.43	0.27	0.14	0.20	0.04
7. Outros resultados de exploração	0.19	0.20	0.18	0.14	0.20
8. Outros resultados correntes (4+5+6+7)	1.15	1.10	1.13	1.11	0.86
9. Produto bancário (3+8)	3.22	3.04	3.00	2.78	2.67
10. Custos com pessoal	1.08	0.96	0.92	0.84	0.79
11. Fornecimentos e serviços de terceiros	0.59	0.60	0.58	0.55	0.58
12. Resultado bruto global (9-10-11)	1.55	1.48	1.49	1.40	1.31
13. Resultados extraordinários	0.06	0.06	0.09	0.17	0.02
14. Amortizações do exercício	0.22	0.20	0.20	0.17	0.16
15. Provisões do exercício (líquidas de reposições)	0.57	0.45	0.48	0.46	0.32
16. Resultado antes de impostos (12+13-14-15)	0.82	0.89	0.90	0.94	0.83
17. Impostos sobre lucros	0.19	0.20	0.17	0.16	0.16
18. Resultado líquido do exercício (16-17)	0.63	0.69	0.74	0.77	0.67
Activo médio (milhões de euros)	172974.5722	195588.7649	217496.7784	251351.271	268515.5034

Nota: (a) Os valores semestrais foram anualizados.

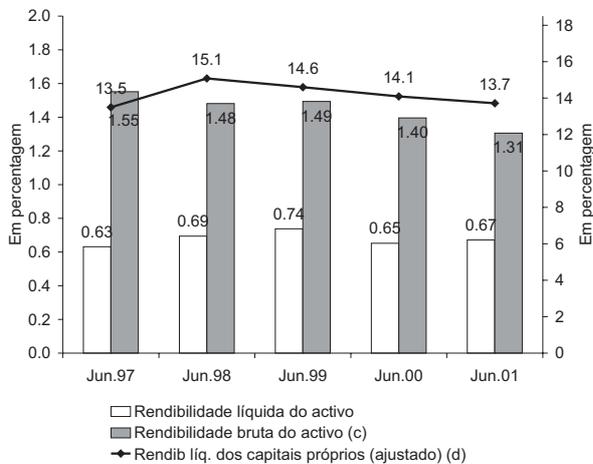
* Ver notas de pé-de-página 1 e 2.

de sinal contrário. Por um lado, o aumento do diferencial entre taxas médias de operações activas e passivas (Gráfico 4.4), situação que não se verificava desde 1997, teve um impacto positivo sobre a margem financeira. Por outro lado, as alterações na estrutura do balanço e os resultados equiparados a juros provenientes de operações extra-patrimoniais contribuíram para a diminuição da margem financeira em percentagem do activo médio ajustado da actividade interbancária. Relativamente às alterações na estrutura do balanço, o aumento do peso do crédito na estrutura dos activos (os activos com maior remuneração média) foi

mais do que compensado pelo efeito conjugado do aumento da importância da emissão de títulos (subordinados e não subordinados, mais onerosos que a média dos passivos bancários) na estrutura dos passivos e do aumento da importância relativa dos passivos remunerados (por comparação com os activos remunerados).

Os Gráficos 4.5-A e 4.5-B apresentam a evolução dos diferenciais das taxas de juro bancárias aplicadas a operações novas (mensais) de crédito e depósitos⁽¹³⁾. O diferencial entre as taxas do crédito e dos depósitos (diferencial total) reduziu-se desde o início do ano, situando-se contudo acima dos mí-

Gráfico 4.1
RENDIBILIDADE DO ACTIVO
E DOS CAPITAIS PRÓPRIOS (a)(b)
Base individual



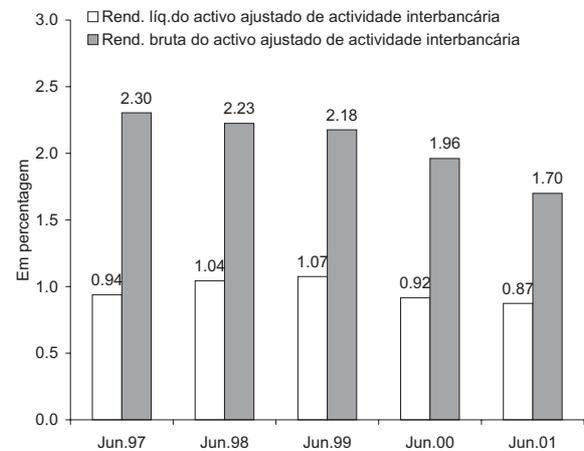
Notas:

- (a) Os valores de rentabilidade semestrais foram anu-
lizados.
(b) Em 2000, algumas operações de venda de participa-
ções, embora originando o registo de um ganho extra-
ordinário em base individual, não tiveram reflexo nos
resultados consolidados dos bancos a que dizem res-
peito. Por este facto, estes ganhos foram deduzidos
aos agregados apresentados.
(c) Rentabilidade bruta do activo definida como o resul-
tado antes de impostos sobre lucros, provisões, am-
ortizações e resultados extraordinários, em percentagem
do activo total médio.
(d) Este indicador difere do ROE publicado no capítulo
do sistema bancário do Relatório Anual do Banco de
Portugal até 1999, uma vez que aos capitais próprios
foram deduzidas as participações em instituições de
crédito no país. Este ajustamento, não sendo absolu-
tamente rigoroso, pretende reduzir a sobre-avaliação
dos capitais próprios que resulta da agregação das
contas individuais dos bancos.

nimos históricos observados entre o final de 1999 e o início de 2000. A descida do diferencial total nos meses mais recentes reflectiu essencialmente o estreitamento da margem auferida pelos bancos nas operações de depósito, margem essa que pode ser medida pelo diferencial entre taxas de juro do mercado monetário e as taxas médias praticadas nos depósitos. Saliente-se que esta redução da

- (13) Estes diferenciais foram calculados com dados de base das Estatísticas Monetárias e Financeiras, pelo que consideram as taxas de juro das novas operações de crédito do sector residente não financeiro (excepto administrações públicas) e as taxas de juro dos novos depósitos do sector residente não monetário (excepto administrações públicas).

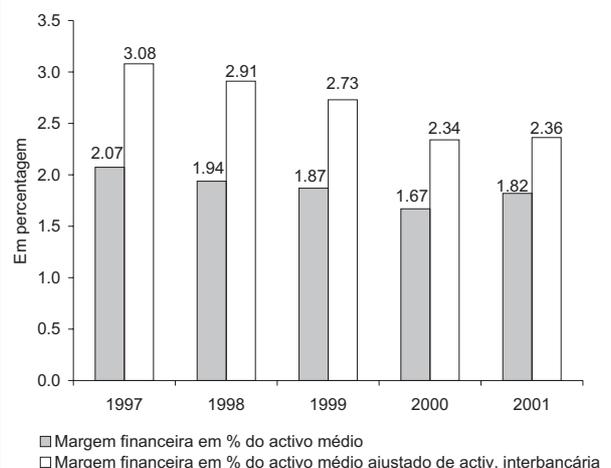
Gráfico 4.2
RENDIBILIDADE DO ACTIVO AJUSTADO DE
ACTIVIDADE INTERBANCÁRIA (a)(b)(c)
Base individual



Nota:

- (a) Os valores de rentabilidade semestrais foram anu-
lizados.
(b) Nos rácios apresentados, o activo encontra-se dedu-
zido das aplicações em instituições de crédito.
(c) Em 2000, algumas operações de venda de participa-
ções, embora originando o registo de um ganho extra-
ordinário em base individual, não tiveram reflexo nos
resultados consolidados dos bancos a que dizem res-
peito. Por este facto, estes ganhos foram deduzidos
aos agregados apresentados.

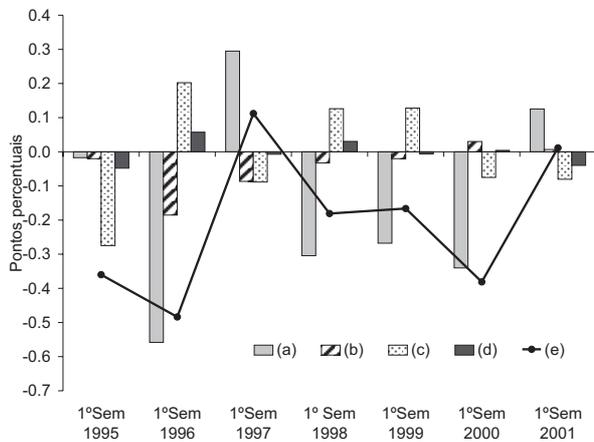
Gráfico 4.3
MARGEM FINANCEIRA EM PERCENTAGEM
DO ACTIVO TOTAL MÉDIO E DO ACTIVO
TOTAL MÉDIO AJUSTADO
DE ACTIVIDADE INTERBANCÁRIA (a)
Base individual



Nota:

- (a) Os valores de rentabilidade semestrais foram anu-
lizados.

Gráfico 4.4
DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO DA MARGEM
FINANCEIRA EM PORCENTAGEM DO ACTIVO
TOTAL MÉDIO AJUSTADO DE ACTIVIDADE
INTERBANCÁRIA
 Base individual



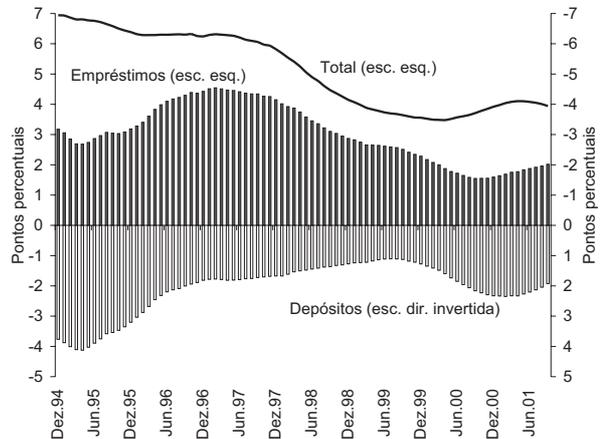
Notas:

- (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 ajustado de actividade interbancária.

margem dos depósitos deverá ser, em parte, temporária, sendo uma consequência da descida das taxas de juro dos mercados monetários em 2001, que tradicionalmente se transmitem às taxas das operações dos bancos com os seus clientes com alguns meses de desfasamento. Por seu turno, o diferencial entre as taxas médias dos empréstimos bancários e as taxas de juro do mercado monetário manteve-se relativamente estável ao longo do primeiro semestre, a um nível significativamente superior aos mínimos históricos registados em meados de 2000. Esta evolução dos diferenciais entre as taxas de juro do crédito e as taxas de juro do mercado monetário, foi notória tanto no segmento do crédito às empresas como do crédito a particulares (gráficos 4.6 e 4.7), embora a este nível mais desagregado se tenha observado maior volatilidade nos diferenciais.

A recuperação dos diferenciais nas operações novas de crédito e depósitos face aos mínimos históricos registados em meados de 2000, foi também acompanhada pelo aumento do diferencial entre a

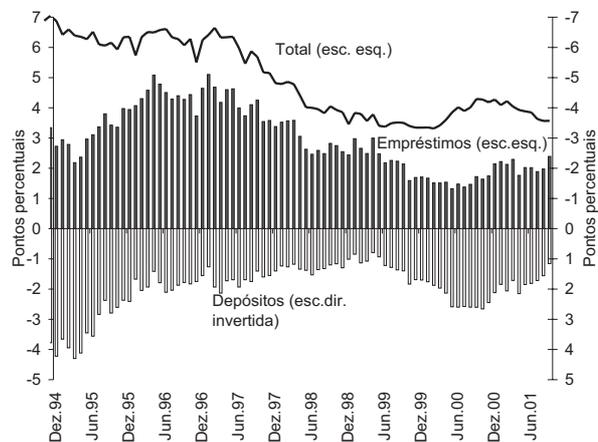
Gráfico 4.5A
DIFERENCIAIS DE TAXAS DE JURO
BANCÁRIAS RELATIVAMENTE ÀS TAXAS
DE JURO DO MERCADO MONETÁRIO
 Médias de 12 meses



Nota: Taxas de juro praticadas em novas operações no mês em questão.

Última observação: Setembro 2001.

Gráfico 4.5B
DIFERENCIAIS DE TAXAS DE JURO
BANCÁRIAS RELATIVAMENTE ÀS TAXAS
DE JURO DO MERCADO MONETÁRIO



Nota: Taxas de juro praticadas em novas operações no mês em questão.

Última observação: Setembro 2001.

taxa de remuneração média implícita no crédito e o custo médio dos depósitos (calculado como o rácio entre os fluxos de juros na demonstração de resultados e os respectivos *stocks* no balanço) de 3.37 no primeiro semestre de 2000 para 3.54 p.p. na primeira metade de 2001 (Quadro 4.2 e Gráfico 4.8).

Gráfico 4.6

**DIFERENCIAIS DE TAXAS DE JURO DOS
EMPRÉSTIMOS A EMPRESAS NÃO
FINANCEIRAS FACE ÀS TAXAS DE JURO DO
MERCADO MONETÁRIO**

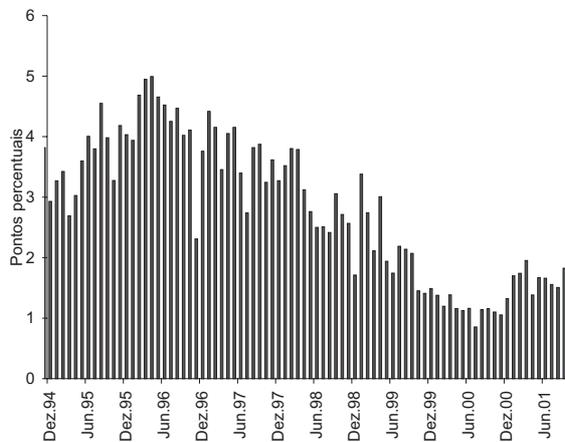
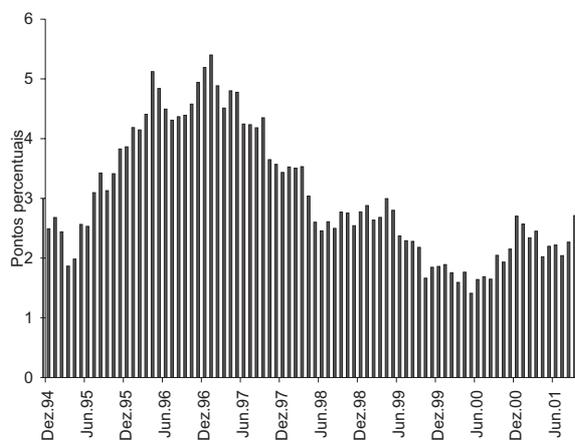


Gráfico 4.7

**DIFERENCIAIS DE TAXAS DE JURO DOS
EMPRÉSTIMOS A PARTICULARES FACE ÀS
TAXAS DE JURO DO MERCADO MONETÁRIO**

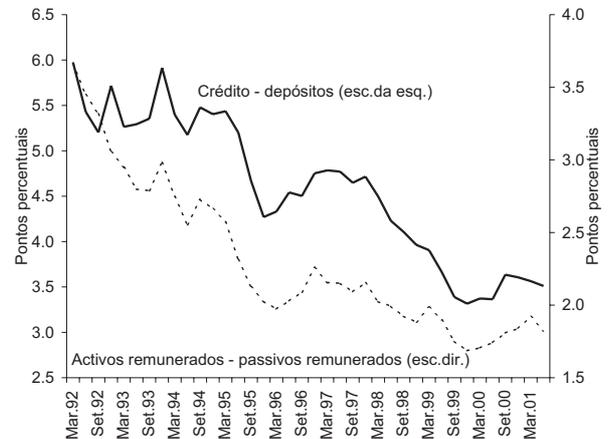


Abrangendo um leque mais amplo de operações, também o diferencial relativo à totalidade dos activos e dos passivos remunerados, calculado da mesma forma, aumentou de 1.72 p.p. em Junho de 2000 para 1.87 p.p. no final do primeiro semestre de 2001.

À semelhança do verificado na segunda metade de 2000, os outros resultados correntes⁽¹⁴⁾ averbaram, em base individual, um acentuado decréscimo no primeiro semestre de 2001 (taxa de variação homóloga de -18.0 por cento, que compara com um crescimento de 14.2 por cento no período ho-

Gráfico 4.8

**DIFERENCIAL ENTRE TAXAS DE JURO
IMPLÍCITAS DE CRÉDITOS E DEPÓSITOS E
ENTRE TAXAS DE JURO IMPLÍCITAS DE
ACTIVOS E PASSIVOS REMUNERADOS**



Nota: Taxas de juro implícitas calculadas como rácio entre o fluxo trimestral de juros e o *stock* trimestral médio da correspondente rubrica do balanço.

mólogo de 2000), o qual se ficou a dever à redução de 39.6 por cento nos rendimentos de títulos, à diminuição de 1.1 por cento das comissões líquidas e à forte diminuição dos lucros em operações financeiras (78.4 por cento em termos líquidos). Assim, numa base individual, os outros resultados correntes viram o seu peso em termos de activo médio descer de 1.11 por cento em Junho de 2000 para 0.86 por cento um ano mais tarde (tomando o activo ajustado da actividade interbancária esta descida foi de 1.57 para 1.11 por cento). A descida dos rendimentos de títulos é explicada pela redução dos rendimentos associados a imobilizações financeiras. Esta situação ficou a dever-se, em grande parte, às fusões entre bancos pertencentes ao sistema ocorridas em 2000, que determinaram que os dividendos pagos a bancos do mesmo grupo, contabilizados em rendimentos de títulos no primeiro semestre de 2000, deixassem de ter lugar em 2001.

Em termos líquidos, as comissões decresceram 1.1 por cento no primeiro semestre de 2001, em base individual, decréscimo este que foi devido

(14) Incluem resultados em operações financeiras, comissões líquidas, rendimentos de títulos e outros proveitos líquidos, abatidos de impostos.

Quadro 4.2

**TAXAS DE REMUNERAÇÃO MÉDIA IMPLÍCITA^(a)
DAS PRINCIPAIS RUBRICAS DO BALANÇO**

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
	1ºSem.	1ºSem.	1ºSem.	1ºSem.	1ºSem.	1ºSem.
Activos interbancários ^(b)	6.01	5.25	4.30	3.43	3.61	4.48
Activos não interbancários	9.78	8.31	7.00	5.62	5.37	6.21
Crédito (bruto)	10.58	9.17	7.76	6.09	5.65	6.59
Títulos (bruto)	9.11	7.08	5.70	4.63	4.97	5.45
Outros activos	0.91	2.71	2.13	1.17	0.84	1.02
Activos remunerados	8.42	7.13	5.99	4.87	4.82	5.76
Passivos interbancários	6.72	5.47	4.65	3.68	3.91	4.78
Passivos não interbancários	6.28	4.70	3.58	2.47	2.60	3.38
Depósitos	6.14	4.40	3.40	2.31	2.28	3.05
Depósitos à ordem	2.53	1.96	1.51	0.91	1.02	1.31
Depósitos a prazo	7.48	5.43	4.31	3.07	3.03	4.03
Outros	3.18	3.04	2.24	1.86	1.39	1.55
Títulos	8.22	8.07	5.33	3.29	4.20	4.50
Títulos participação e empréstimos subordinados	8.93	6.87	5.73	4.61	5.29	5.79
Outros recursos	6.87	5.83	3.09	1.76	1.81	1.99
Passivos remunerados	6.42	4.98	3.98	2.93	3.10	3.89
Diferenciais:						
Activos remunerados-passivos remunerados	2.00	2.15	2.01	1.94	1.72	1.87
Activos não interbancários - passivos não interbancários ...	3.50	3.62	3.41	3.15	2.77	2.82
Crédito-depósitos	4.44	4.77	4.36	3.78	3.37	3.54
Activos interbancários - passivos interbancários	-0.71	-0.22	-0.35	-0.24	-0.30	-0.30

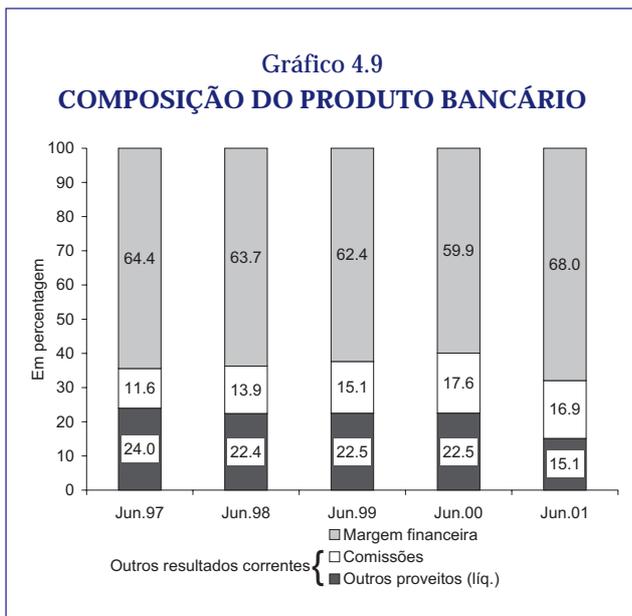
Notas:

(a) Taxas de remuneração média implícita calculadas como o rácio entre o fluxo de juros semestral e o *stock* médio semestral da correspondente rubrica do balanço.

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

quase integralmente à evolução desfavorável nos mercados de capitais internacionais, em particular os mercados de acções. Esta situação foi também sentida no mercado de acções português, quer em termos de evolução das cotações e volume de transacções, quer em termos de realização de operações especiais de bolsa (aumentos de capital, operações públicas iniciais, de venda e de privatização). Nesta conjuntura, as comissões auferidas pelos bancos relacionadas com os mercados de títulos (comissões de gestão, emissão e resgate de fundos de investimento e por operações sobre títulos realizadas por conta de terceiros, que no seu conjunto representam cerca de 20 por cento do total das comissões líquidas) reduziram-se 24.2 por cento em termos homólogos no primeiro semestre de

2001, depois de mais do que duplicarem no ano anterior. As restantes comissões por serviços prestados, que representam cerca de 40 por cento do total de comissões e nas quais avultam as comissões por cobrança e transferência de valores com cerca de 20 por cento do total, também registaram um abrandamento, embora apresentando um crescimento significativo (taxa de variação de 17.9 e 10.9 por cento no primeiro semestre de 2000 e 2001, respectivamente). Por seu lado, as comissões por garantias e compromissos perante terceiros (líquidas), que representam cerca de 17 por cento do total, mantiveram-se praticamente inalteradas no primeiro semestre de 2001 (taxa de variação de 0.1 por cento), por comparação com um aumento de 29.0 por cento no ano anterior, o que deverá estar



associado ao abrandamento da actividade económica e à redução do ritmo de crescimento do crédito bancário que lhe esteve associada.

Em resultado do forte decréscimo dos outros resultados correntes, o produto bancário experimentou no primeiro semestre de 2001 um acentuado abrandamento, passando de um crescimento de 7.2 por cento em Junho de 2000 para 2.6 por cento um ano depois. Deste modo, o peso do produto bancário medido em termos de activo médio diminuiu de 2.78 para 2.67 por cento no período considerado, sendo esta diminuição de 3.91 para 3.48 por cento quando se considera o activo médio ajustado da actividade interbancária.

Por sua vez, o peso dos outros resultados correntes no produto bancário reduziu-se em cerca de 8 p.p. (devido sobretudo à perda de quota dos outros proveitos), representando, em Junho de 2001, 32.0 por cento do mesmo, por contrapartida de igual incremento na importância da margem financeira (Gráfico 4.9).

Os custos administrativos cresceram a uma taxa de 5.3 por cento em Junho de 2001, menos 1 p.p. que em igual período do ano anterior. Esta desaceleração é inteiramente atribuível ao abrandamento dos custos com pessoal, que se expandiram apenas 0.4 por cento no primeiro semestre de 2001, por contraposição com uma expansão de 4.7 por cento nos primeiros seis meses de 2000, já que os fornecimentos e serviços de terceiros aceleraram,

de 8.8 para 12.7 por cento, no período em referência. No entanto, devido ao abrandamento do produto bancário, o rácio entre os custos administrativos e o produto bancário incrementou-se 1.3 p.p., para 51.1 por cento em Junho de 2001. Em percentagem do activo total médio a importância dos custos administrativos reduziu-se, de 1.39 para 1.37 por cento (tomando como referência o activo total médio ajustado da actividade interbancária esta descida foi de 1.95 para 1.78 por cento).

Ao menor crescimento dos custos com pessoal está subjacente a redução de 0.3 por cento nos custos com remunerações regulares de empregados (as quais representam 48.5 por cento do total dos custos com pessoal), que foi acompanhada por um aumento de 4.2 por cento nas remunerações adicionais de empregados (cujo peso no total dos custos com pessoal foi de 20.9 por cento). O abrandamento dos custos com pessoal deverá prender-se com a diminuição observada no número de efectivos (7 por cento, reflectindo a continuação dos processos de reorganização interna em curso nos bancos), a qual, conjugada com o crescimento de 7.1 por cento na rede de balcões, originou uma nova redução do número de trabalhadores por balcão, que se situou em Junho de 2001 em 10.7 (12.4 e 11.2 em Junho e em Dezembro de 2000, respectivamente).

O andamento da rubrica de fornecimentos e serviços de terceiros tem estado muito associado, nos últimos anos, ao processo de reorganização interna dos bancos, decorrente das fusões e aquisições ocorridas, bem como ao esforço de modernização tecnológica na prestação de serviços. Assim, assinala-se mais uma vez o acentuado ritmo de expansão, embora em desaceleração, dos serviços especializados de terceiros, que representam mais de 40 por cento do total dos fornecimentos e serviços de terceiros e contribuíram com 46.3 por cento para a sua variação. Outro contributo importante foi dado pelas campanhas de publicidade, que cresceram mais de 50 por cento no primeiro semestre de 2001 (cerca de 30 por cento no primeiro semestre de 2000), num contexto em que, na sequência das aquisições/fusões concretizadas em 2000, os grupos bancários tiveram necessidade de promover/reposicionar as respectivas marcas.

Quadro 5.1

ADEQUAÇÃO DE FUNDOS PRÓPRIOS

Base consolidada

							Taxa de variação homóloga				
	1998		1999		2000		1999		2000		2001
	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.	
1. Fundos próprios											
1.1. Fundos próprios de base	11081	11876	12504	13244	14554	15390	12.8	11.5	16.4	16.2	
1.2. Fundos próprios complementares	4458	4541	4892	5490	5650	7188	9.8	20.9	15.5	30.9	
1.3. Deduções	821	745	801	1679	2273	2769	-2.5	125.3	183.9	65.0	
1.4. Fundos próprios suplementares	13	11	40	163	199	42	213.7	1441.4	401.9	-74.2	
Total dos fundos próprios	14730.0	15682.7	16635.9	17217.4	18130.6	19850.6	12.9	9.8	9.0	15.3	
2. Requisitos de fundos próprios											
2.1. Riscos de crédito	8921	9801	10924	12318	13384	13938	22.5	25.7	22.5	13.1	
2.2. Riscos de posição	259	274	227	293	384	376	-12.3	6.8	69.3	28.5	
2.3. Riscos de liquidação e contraparte	38	49	48	27	31	41	27.3	-44.4	-35.7	50.3	
2.4. Riscos cambiais	287	67	85	135	151	120	-70.4	100.3	77.2	-11.3	
2.5. Outros requisitos	0	1	0	0	21	0	0.0	-91.4	-	-90.6	
Total dos requisitos de fundos próprios	9504.3	10193.4	11283.7	12773.8	13970.3	14475.2	18.7	25.3	23.8	13.3	
							Variação homóloga (pontos percentuais)				
3. Rácios											
3.1. Fundos próprios/Requisitos totais (em percentagem)	155.0	153.9	147.4	134.8	129.8	137.1	-7.5	-19.1	-17.7	2.3	
3.2. Fundos próprios/(Requisitos totais * 12.5) (em percentagem)	12.4	12.3	11.8	10.8	10.4	11.0	-0.6	-1.5	-1.4	0.2	

Nota: Inclui os bancos com sede no *off-shore* da Madeira. Não inclui as sucursais de bancos com sede em outros países da União Europeia.

5. SOLVABILIDADE

Em Junho de 2001, o rácio de adequação global dos fundos próprios⁽¹⁵⁾, em base consolidada, situou-se em 11.0 por cento, valor que compara com 10.4 por cento em Dezembro de 2000 e com 10.8 por cento em Junho de 2000 (Quadro 5.1). O mesmo rácio calculado considerando apenas os fundos próprios de base situou-se em 8.5 por cento em Junho de 2001 (8.3 por cento em Junho e Dezembro de 2000).

Os requisitos de fundos próprios, fundamentalmente para cobertura de riscos de crédito, apresentaram uma desaceleração significativa no primeiro semestre de 2001 (taxas de crescimento de 23.8 e 13.3 por cento, respectivamente em Dezembro de 2000 e Junho de 2001), em linha com o

(15) Inclui os bancos com sede no *off-shore* da Madeira. Não inclui as sucursais de bancos com sede em outros países da União Europeia.

abrandamento registado pelo crédito no primeiro semestre de 2001. O crescimento dos requisitos de fundos próprios foi mais do que compensado pelo aumento dos fundos próprios líquidos de deduções, com uma taxa de variação homóloga de 15.3 por cento em Junho de 2001 (9.0 por cento em Dezembro de 2000).

6. CONCLUSÃO

A actividade bancária ficou marcada, durante o primeiro semestre de 2001, pela continuação do abrandamento da concessão de crédito, confirmando a tendência iniciada em meados de 1999. Tendo em conta os altos níveis de endividamento atingidos pelo sector privado, bem como as perspectivas desfavoráveis de evolução da actividade económica, corroboradas pela deterioração dos indicadores de confiança dos consumidores e empresas, espera-se e considera-se desejável que esta tendência de desaceleração do crédito prossiga no

futuro próximo. Assim, alguns sinais recentes de alguma persistência no crescimento do endividamento bancário do sector privado deverão assumir um carácter temporário, não pondo em causa o processo de ajustamento desta variável para níveis mais compatíveis com o crescimento do rendimento nominal.

Num quadro de forte desaceleração dos depósitos de clientes, os bancos aumentaram, no período em análise, o seu recurso ao mercado como fonte de financiamento. Contudo, acentuando a tendência encetada na segunda metade de 2000, foi privilegiada a emissão de títulos, em detrimento do recurso aos mercados monetários internacionais, o que se traduziu num aumento da maturidade média das fontes de financiamento dos bancos, com consequências positivas sobre a sua situação de liquidez. Simultaneamente os bancos portugueses aumentaram os passivos subordinados e os capitais próprios, o que, conjugado com um andamento mais moderado dos requisitos de fundos próprios, em larga medida reflexo da desaceleração do crédito, se traduziu no reforço do respectivo rácio de solvabilidade.

O contexto de maior incerteza que caracteriza a actual conjuntura, quer ao nível das perspectivas de crescimento da actividade económica, quer quanto à situação nos mercados financeiros, que se traduz inevitavelmente numa incerteza acrescida quanto à evolução das condições monetárias no futuro, aconselha o reforço das margens de segurança dos bancos, de forma a aumentar a sua capacidade para absorver choques desfavoráveis. De facto, foram evidentes, no primeiro semestre de 2001, os reflexos negativos sobre os proveitos dos bancos mais relacionados com a prestação de serviços no mercado de capitais decorrentes da evolução desfavorável neste mercado.

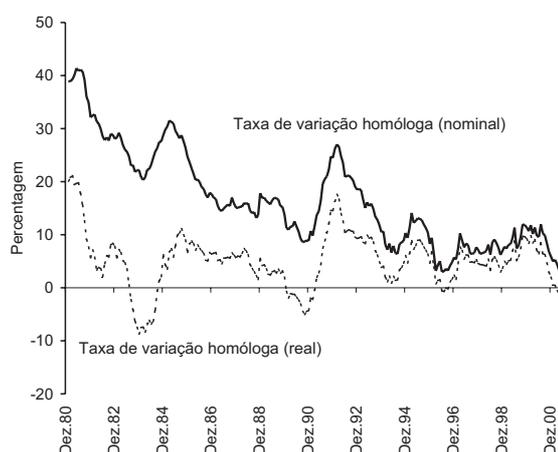
Por outro lado, em face do abrandamento económico já verificado e que deverá acentuar-se no próximo ano, bem como do comportamento pro-cíclico da taxa de incumprimento do crédito, é de antecipar alguma subida do crédito vencido. Desta forma, afigura-se fundamental que os desenvolvimentos favoráveis em termos de liquidez e de solvabilidade do sistema bancário observados na primeira metade de 2001 persistam no futuro próximo.

Caixa 1: A EVOLUÇÃO RECENTE DOS DEPÓSITOS BANCÁRIOS

De acordo com dados das Estatísticas Monetárias e Financeiras, os depósitos bancários do sector não monetário residente (excepto administrações públicas) registaram um forte abrandamento a partir de meados de 2000, apresentando em Junho de 2001 a mais baixa taxa de variação homóloga, em termos nominais, desde que existem estatísticas comparáveis (Janeiro de 1980) (Gráfico 1). Em termos reais, a taxa de variação homóloga foi negativa entre Março e Agosto de 2001, situação que, nos últimos 20 anos, só ocorreu em 1983/1984 e em 1990/1991 (e pontualmente entre Junho e Setembro de 1996). De seguida apresenta-se alguma evidência de que a evolução recente dos depósitos bancários é consistente com a evolução da actividade económica e das taxa de juro nominais e reais. Além disso, ilustra-se o papel da concorrência entre bancos, através da taxa de juro praticada nos depósitos, na explicação das diferenças de comportamento deste agregado nos principais grupos bancários com actividade de retalho significativa, não sendo também de excluir outros factores explicativos, como adiante se explicita.

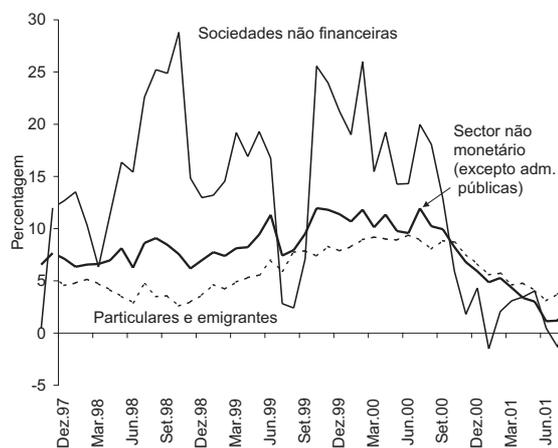
Os depósitos bancários do sector não monetário (excepto administrações públicas) registaram um abrandamento contínuo entre Julho de 2000 e Junho de 2001. No decorrer desse período, a taxa de variação homóloga desses depósitos diminuiu 10.9 pontos percentuais (p.p.), de 11.9 para 1.0 por cento. É de assinalar, no entanto, uma ligeira recuperação em Agosto de 2001, mês em que estes depósitos cresceram a uma taxa de 2.9 por cento, em termos homólogos (Gráfico 2). Esta desaceleração ocorreu simultaneamente nos depósitos de particulares (e emigrantes) e de sociedades não financeiras, embora tenha sido significativamente mais acentuada neste último sector (entre Julho de 2000 e Junho de 2001, a taxa de variação homóloga dos depósitos de particulares e emigrantes diminuiu 5.8 p.p., enquanto que a taxa de variação dos depósitos de sociedades não financeiras diminuiu 19.5 p.p.). Note-se, no entanto, que o peso dos depósitos de particulares e emigrantes (76.3 por cento do total de depósitos em Agosto de 2001) é bastante superior ao peso dos depósitos de sociedades não financeiras, pelo que o seu contributo para a desaceleração dos depósitos terá sido substancialmente superior (Gráfico 3). Esta desaceleração é corroborada pela análise de dados em base consolidada, os quais incluem também depósitos de residentes no exterior, desde que em bancos pertencentes ao perímetro de consolidação dos grupos bancários portugueses. Dado que se estima que a taxa de poupança dos particula-

Gráfico 1
DEPÓSITOS E EQUIPARADOS DO SECTOR NÃO MONETÁRIO RESIDENTE
Excepto Administrações Públicas
Taxa de variação homóloga



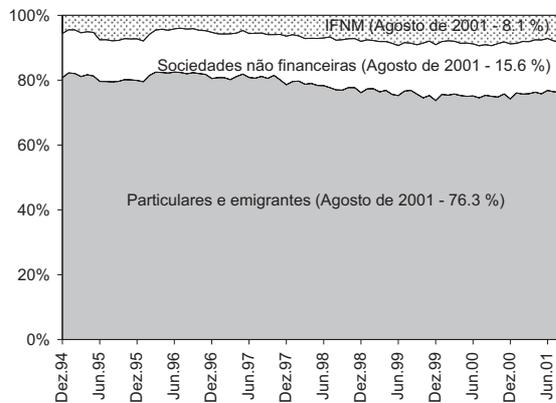
Fonte: Estatísticas Monetárias e Financeiras.

Gráfico 2
DEPÓSITOS DO SECTOR NÃO MONETÁRIO
Excepto Administrações Públicas
Taxa de variação homóloga



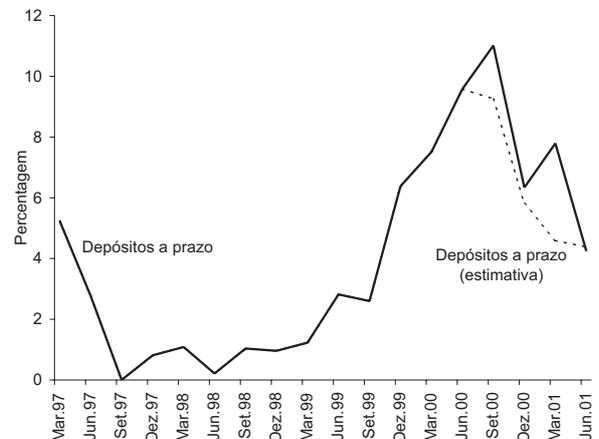
Fonte: Estatísticas Monetárias e Financeiras. Último valor - Agosto de 2001.

Gráfico 3
ESTRUTURA DOS DEPÓSITOS
DO SECTOR NÃO MONETÁRIO
Excepto Administrações Públicas



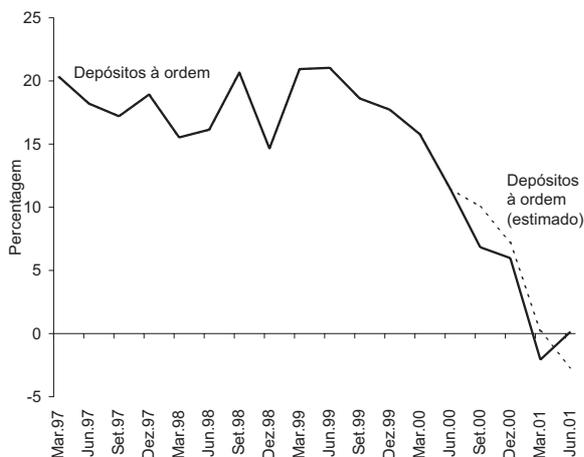
Fonte: Estatísticas Monetárias e Financeiras.

Gráfico 5
DEPÓSITOS A PRAZO DO SECTOR PRIVADO
RESIDENTE NÃO FINANCEIRO
Taxa de variação homóloga



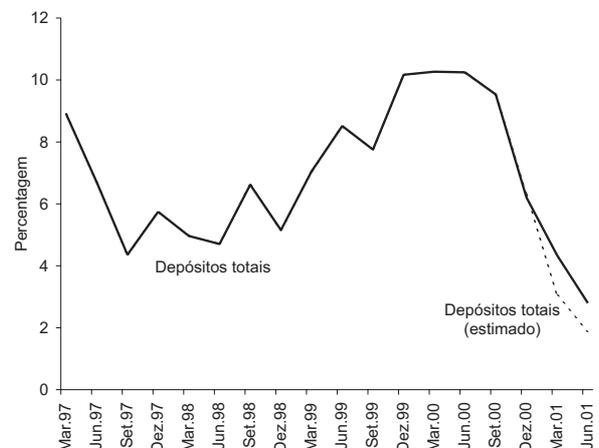
Nota: Modelo estimado com informação até 2000:Q2.

Gráfico 4
DEPÓSITOS À ORDEM DO SECTOR PRIVADO
RESIDENTE NÃO FINANCEIRO
Taxa de variação homóloga



Nota: Modelo estimado com informação até 2000:Q2.

Gráfico 6
DEPÓSITOS TOTAIS DO SECTOR PRIVADO
NÃO FINANCEIRO
Taxa de variação homóloga



Nota: Agregação das estimativas dos modelos para os depósitos à ordem e a prazo, estimados com informação até 2000:Q2.

res volte a aumentar em 2001, na sequência do observado em 2000, e não obstante tal se dever em larga medida à necessidade de fazer face a um crescente serviço da dívida, não é possível excluir que tenha havido, em algum grau, uma certa substituição de depósitos por outras aplicações financeiras.

A questão fundamental que se pretende colocar nesta caixa é se este comportamento recente dos depósitos bancários é consistente com o que se poderia esperar perante a actual conjuntura de abrandamento da actividade, de taxas de juro reais a níveis historicamente baixos e de aumento sensível de inflação. A fim de se poder inferir algumas conclusões sobre este ponto, foram estimadas separadamente equações para os depósitos à ordem e para os depósitos a prazo do sector privado não financeiro⁽¹⁾ utilizando dados trimestrais relativos ao produto, às taxas de

(1) O sector privado não financeiro compreende os particulares (incluindo emigrantes) e as sociedades não financeiras.

Gráfico 7

POSIÇÃO CONCORRENCIAL E VARIAÇÃO DA QUOTA NO MERCADO DE DEPÓSITOS A PRAZO

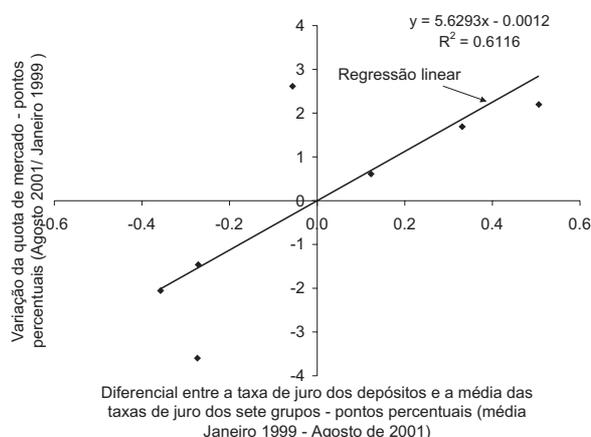
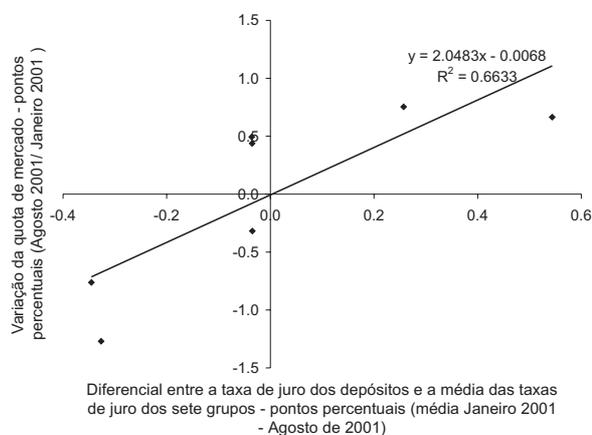


Gráfico 8

POSIÇÃO CONCORRENCIAL E VARIAÇÃO DA QUOTA NO MERCADO DE DEPÓSITOS A PRAZO



juro nominais e à inflação, com informação até ao segundo trimestre de 2000. Estas equações, quando projectadas livremente com a informação disponível até ao segundo trimestre de 2001, prevêm uma desaceleração muito semelhante à observada na realidade (a desaceleração prevista é, inclusivamente, ligeiramente superior à verificada – Gráficos 4, 5 e 6).

O abrandamento dos depósitos bancários a partir da segunda metade de 2000 ocorreu, sobretudo, nos maiores grupos bancários (de entre os seis maiores grupos bancários, em apenas um deles não ocorreu um abrandamento nesse período), sendo que entre os bancos de pequena dimensão com actividade de retalho a desaceleração, em geral, não foi visível. Uma das razões que pode fundamentar o comportamento diferenciado dos depósitos entre grupos bancários poderá residir nas diferenças nas taxas de juro praticadas pelas instituições. Num contexto em que as barreiras económicas à mudança de banco por parte dos clientes não sejam demasiado elevadas⁽²⁾, as diferenças entre as taxas de remuneração dos depósitos deverão resultar em dinâmicas nas quotas de mercado das instituições (aquelas que oferecem maiores taxas aumentam a sua quota de mercado e as que oferecem taxas comparativamente mais baixas diminuem a sua importância no mercado). Note-se que, para além das diferenças de taxas de juro praticadas, outras características dos produtos, tais como os níveis das comissões, a qualidade dos produtos, o tipo de aconselhamento relativo a aplicações no mercado de capitais ou alterações estruturais (por exemplo, impactos decorrentes de fusões e aquisições⁽³⁾) poderão estar a reforçar o efeito preço.

Para ilustrar o argumento anterior, construiu-se uma medida da posição relativa da taxa de juro dos depósitos de cada um dos seis maiores grupos bancários e de um agregado de oito bancos de pequena dimensão que, não pertencendo a nenhum grupo bancário, possuem uma presença significativa no mercado de retalho através de uma rede de balcões⁽⁴⁾. Para cada prazo e para cada grupo calculou-se o diferencial entre a taxa de juro média praticada

(2) Essas barreiras (custos de mudança) poderiam manifestar-se através do facto de, nos mercados bancários, a concorrência se processar num contexto multi-produto, no qual os clientes escolhem (ou obrigam-se contratualmente, com o intuito de obter melhores condições num segmento específico) um cabaz de produtos (por exemplo, cartão de crédito, conta ordenado, descoberto bancário, crédito à habitação). Nestas condições, o consumidor pode ser insensível às condições particulares de preço de um dos produtos, se considerado individualmente. Alternativamente, pode suceder que existam restrições explícitas à transferência de fundos para outras instituições, pela imposição de preços proibitivos ou condições não-preço muito inconvenientes (por exemplo, demasiado tempo decorrido na liquidação de transferências interbancárias).

(3) Após uma fusão, alguns clientes que tenham conta em ambas as instituições poderão desejar manter mais do que uma relação bancária independente, transferindo parte dos fundos para outros bancos.

(4) Este conjunto de oito bancos de pequena dimensão foram agregados para efeitos de comparação com os seis maiores grupos bancários, sendo considerados como se um único grupo bancário homogêneo se tratasse. Esta opção residiu no facto de a evolução dos depósitos e as taxas de juro praticadas serem semelhantes em cada um dos oito bancos considerados, podendo ser considerados equivalentes entre si no que diz respeito às estratégias que adoptam no mercado de depósitos.

nesse prazo e nesse grupo e a média simples das taxas dos sete grupos. De seguida, agregaram-se, para cada grupo bancário, os diferenciais de taxas dos diferentes prazos, ponderando pela estrutura dos fluxos brutos dos depósitos do grupo e pelo prazo. Para esta medida foi calculada uma média para o período de Janeiro de 1999 a Agosto de 2001 e para o período, mais recente, de Janeiro de 2001 a Agosto de 2001. Estes valores médios foram confrontados com a variação de quota de mercado de cada grupo nos depósitos a prazo do sector não monetário (excepto administrações públicas)⁽⁵⁾ (Gráficos 7 e 8).

A observação dos Gráficos 7 e 8 aponta para a existência de uma relação positiva entre a variação da quota de mercado de cada grupo bancário e o diferencial médio das taxas de juro praticadas em relação à taxa de juro média do conjunto dos sete grupos. A diferenciais persistentemente positivos em relação à taxa de juro média, ou seja, taxas de remuneração dos depósitos comparativamente mais atractivas, corresponderam, em ambos os períodos, ganhos de quota de mercado dos respectivos grupos bancários, o que sugere que a concorrência na fixação de taxas de juro poderá justificar boa parte das diferenças de comportamento dos depósitos bancários nos principais grupos bancários com actividade de retalho, não sendo, no entanto, de excluir outros factores, conforme referido.

(5) Quota de mercado calculada tendo por referência o agregado dos sete grupos referidos e com base nas Estatísticas Monetárias e Financeiras. Ambas as medidas (diferencial e quota de mercado) foram calculadas em todo o período tendo como referência a configuração actual de cada grupo, ou seja, nos casos em que houve aquisições dentro do período amostral, as instituições adquiridas foram consideradas como pertencendo aos grupos adquirentes mesmo no período pré-aquisição.

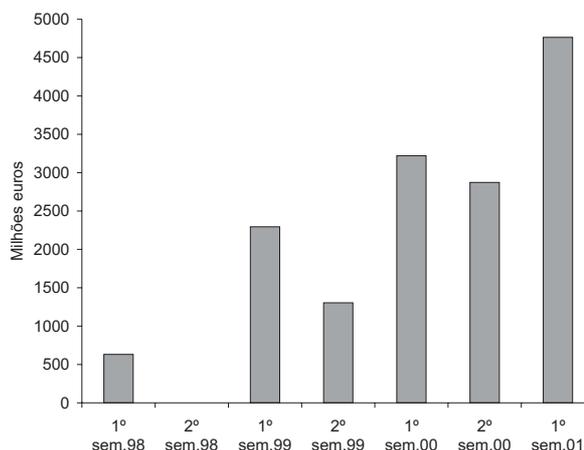
Caixa 2 : FINANCIAMENTO DE GRUPOS BANCÁRIOS PORTUGUESES ATRAVÉS DA EMISSÃO DE OBRIGAÇÕES POR FILIAIS COM SEDE NO ESTRANGEIRO

O forte crescimento do crédito bancário na segunda metade dos anos 90 originou necessidades de financiamento dos bancos não supridas por recursos de clientes. Neste contexto, os bancos portugueses recorreram de forma intensa quer a reduções na sua carteira de títulos de dívida pública portuguesa, como forma de obtenção de fundos, quer a financiamentos nos mercados monetários e de obrigações. Até 1998, os bancos contraíram essencialmente dívida nos mercados monetários, tipicamente de curto prazo, e quase exclusivamente em moedas que viriam a constituir denominações do euro, sendo que a emissão de obrigações nos mercados internacionais era quase negligenciável. A partir de 1999, as emissões de títulos de dívida nos mercados internacionais passaram a cobrir uma parte crescente das necessidades de financiamento dos grupos bancários nacionais (Gráfico 1)⁽¹⁾. De facto, de acordo com dados recolhidos em duas bases de dados ("Capital Data Bondware" e "Bloomberg"), no primeiro semestre de 2001, as emissões internacionais de obrigações por grupos bancários portugueses através das suas filiais com sede no estrangeiro totalizaram 4764.3 milhões de euros, o que compara com 2872.1 milhões no segundo semestre de 2000 e com 3220.8 milhões no primeiro semestre desse ano.

Note-se que a dinamização deste mercado não está apenas relacionada com as crescentes necessidades de financiamento dos grupos bancários portugueses, mas também com um crescimento recente dos mercados de obrigações e de títulos de dívida de médio e longo prazo na área do euro e noutros mercados internacionais. A criação da União Monetária, no início de 1999, deu origem a condições particularmente favoráveis ao desenvolvimento destes mercados, sobretudo devido à diminuição de custos de transacção e de riscos cambiais, impulsionando o crescimento da emissão de títulos de dívida, sobretudo por empresas (financeiras e não financeiras). Simultaneamente, a situação conjuntural de baixas taxas de juro e de depreciação do euro também terá contribuído de forma positiva para o desenvolvimento destes mercados. O mercado de "Euro Medium Term Notes" (EMTN) surgiu e desenvolveu-se neste contexto. Neste mercado, as emissões são re-

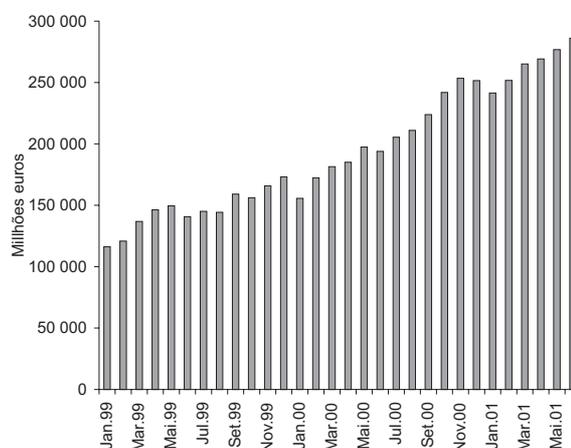
(1) As emissões internacionais de obrigações são realizadas sobretudo por filiais, com sede no estrangeiro, de grupos bancários portugueses. Estas filiais não estão incluídas no universo considerado quando se tomam dados em base individual, mas estão incluídas quando se utilizam contas consolidadas.

Gráfico 1
EMISSIONES INTERNACIONAIS DE OBRIGAÇÕES ATRAVÉS DE FILIAIS, COM SEDE NO EXTERIOR, DE BANCOS PORTUGUESES



Fonte: Capital Data Bondware e Bloomberg.

Gráfico 2
SALDO VIVO DE EMISSIONES EURO MEDIUM-TERM NOTES^(a)



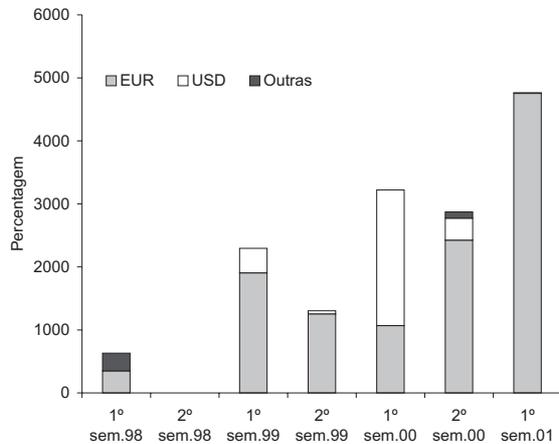
Fonte: Euroclear.

Nota:

(a) Inclui emissores residentes e não residentes na área do euro e emissões em todas as moedas.

Gráfico 3

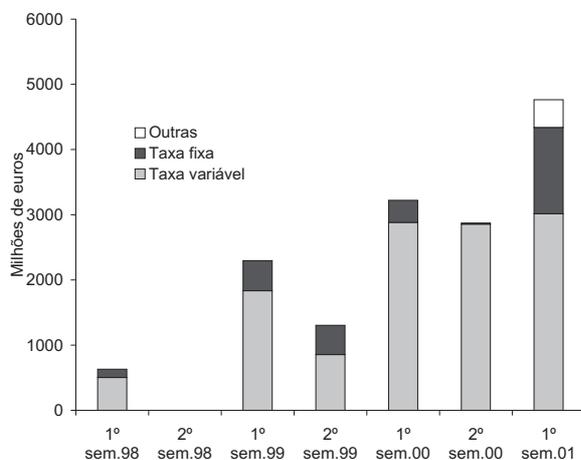
EMISSÕES INTERNACIONAIS DE OBRIGAÇÕES DE BANCOS PORTUGUESES, ATRAVÉS DE FILIAIS COM SEDE NO ESTRANGEIRO, POR MOEDA DE EMISSÃO



Fonte: Capital Data Bondware e Bloomberg.

Gráfico 4

EMISSÕES INTERNACIONAIS DE OBRIGAÇÕES DE BANCOS PORTUGUESES, ATRAVÉS DE FILIAIS COM SEDE NO ESTRANGEIRO, POR TIPO



Fonte: Capital Data Bondware e Bloomberg.

alizadas através de programas de financiamento permanentes dirigidos a investidores internacionais, permitindo a emissão de títulos de forma contínua e em tranches de reduzido montante. As obrigações emitidas no âmbito destes programas podem assumir características diferenciadas no que diz respeito à sua maturidade ou cupões, o que permite uma maior adequação a preferências específicas de cada investidor. Deste modo, nestes mercados é possível obter financiamento de médio e longo prazo de uma forma flexível e com custos médios de financiamento mais reduzidos. O volume de emissões de EMTN tem crescido a um ritmo acentuado (Gráfico 2), tendo aumentado 32.6 por cento em Junho de 2001, em termos homólogos (o que compara com uma taxa de variação homóloga de 29.3 por cento em Dezembro de 2000 e de 26.1 por cento em Junho de 2000). Os grupos bancários portugueses têm recorrido frequentemente a este mercado, verificando-se que cerca de 80 por cento das emissões de obrigações efectuadas através de filiais com sede no estrangeiro em 2000 e no primeiro semestre de 2001 correspondiam a programas EMTN (o que compara com cerca de 65 por cento do volume de emissões em 1999).

Registe-se que a grande maioria (mais de três quartos) das emissões de obrigações por filiais de bancos portugueses são denominadas em euros (Gráfico 3), pelo que o conjunto destas emissões não representa um acréscimo significativo de risco cambial para o sistema bancário globalmente considerado.

Tradicionalmente, os bancos portugueses realizavam predominantemente emissões de obrigações a taxa variável (Gráfico 4). Contudo, no primeiro semestre de 2001, estas emissões diminuíram o seu peso relativo, tendo-se registado um aumento do volume de emissões a taxa fixa. Note-se que um crescimento persistente da importância relativa deste tipo de obrigações representaria uma aproximação à estrutura observada no agregado das instituições financeiras monetárias da área do euro, que realizam emissões predominantemente a taxa fixa.

É de salientar também que parte significativa das emissões internacionais de obrigações dos grupos bancários portugueses inclui cláusulas de subordinação (14.9 por cento do montante emitido em 2000 e 29.9 por cento no primeiro semestre de 2001). Tal facto permite que estes títulos sejam contabilizados como fundos próprios complementares para efeitos de cobertura de requisitos de fundos próprios. As emissões subordinadas tendem, em mé-

(2) Veja-se caixa "Securities issued by MFIs and other financial corporations" em "The Euro Bond Market", Banco Central Europeu, Julho 2001.

dia, a envolver montantes relativamente superiores em cada operação, por comparação com as emissões não subordinadas.

A emissão de obrigações nos mercados internacionais por filiais de grupos bancários portugueses tem fundamentalmente como objectivo a obtenção de financiamento de médio e longo prazo junto de uma base de investidores mais vasta que no mercado doméstico. Neste contexto, a emissão de obrigações com maturidade até 2 anos, representa apenas uma parcela residual do total de emissões, sendo praticamente inexistente até ao primeiro semestre de 2000 e tendo apresentado alguma intensificação a partir do segundo semestre desse ano. A maior parte dos títulos emitidos concentra-se nas maturidades entre 3 e 5 anos (mais de dois terços do total do volume de emissões realizadas por filiais desde 1998) e superiores a 6 anos (cerca de um quarto das emissões), tendo estas últimas aumentado o seu peso relativo no primeiro semestre de 2001. Se considerarmos a totalidade do financiamento contraído no mercado de obrigações internacional pelos grupos bancários portugueses através de filiais com sede no estrangeiro desde 1998, observamos que a maior parte dos títulos atingirá a maturidade entre 2003 e 2005 (45.5 por cento) ou a partir de 2006 (39.7 por cento).

O crescimento recente de emissões de títulos de médio e longo prazo nos mercados internacionais tem implicações directas na estrutura de financiamento dos grupos bancários portugueses, uma vez que o crescimento desta forma de financiamento tem vindo a ser acompanhado por uma redução do recurso líquido aos mercados monetários, onde o financiamento é tipicamente de curto prazo. Deste modo, tem-se vindo a verificar um alargamento do prazo médio dos recursos dos bancos e uma maior diversificação de fontes de financiamento. Esta situação poderá implicar melhorias na liquidez do sistema bancário, bem como a existência de passivos mais estáveis, sem agravamentos significativos no risco cambial associado, uma vez que se trata essencialmente de emissões em euros.

PRINCIPAIS DESENVOLVIMENTOS NO MERCADO DE CÂMBIOS E DE PRODUTOS DERIVADOS PORTUGUÊS EM 2000⁽¹⁾

1. INTRODUÇÃO

No ano de 2000, à semelhança dos últimos anos, realizaram-se dois inquéritos semestrais à actividade dos mercados de câmbios e de produtos derivados. O desenvolvimento destes mercados e a necessidade de acompanhamento da sua evolução a nível nacional impuseram um alargamento do âmbito da informação recolhida pelos inquéritos do Banco de Portugal. O novo modelo seguiu de perto o formato proposto pelo Banco de Pagamentos Internacionais (BIS) e adoptado nos inquéritos trienais internacionais.

Relativamente aos volumes transaccionados, o inquérito continuou a cobrir as operações cambiais *spot* e os produtos derivados cambiais e sobre taxas de juro transaccionados, quer no mercado de balcão (OTC), quer no mercado de bolsa. Tendo em vista uma melhor caracterização do funcionamento dos mercados, passou igualmente a ser recolhida informação relativa ao modo como são conduzidas as operações: por *dealing* automático, através do sistema convencional de *brokers* e via *electronic brokers*.

No que se refere aos montantes nominais e valores brutos de mercado das posições em aberto, para além dos derivados sobre taxas de câmbio e sobre taxas de juro, passou a ser coberta informação relativa aos derivados sobre acções, sobre mercadorias e aos derivados de crédito.

O ano de 2000 caracterizou-se em geral por algum abrandamento da actividade nos mercados de derivados, num contexto de continuada incerteza e aversão ao risco, determinada pela instabilidade em diversos mercados emergentes.

Também o movimento a que se tem vindo a assistir de fusões e aquisições entre as principais instituições financeiras do mercado português, ao eliminar as operações entre estas entidades, contribuiu para uma redução dos montantes, quer a nível do *turnover*, quer das posições em aberto, visível no decréscimo do peso do interbancário.

Importa salientar, ainda, que a evolução cambial verificada ao longo de 2000 terá ampliado as contracções verificadas. A depreciação da generalidade das divisas em relação ao dólar norte-americano determina, por si só, uma contracção dos montantes quando expressos em dólares⁽²⁾.

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

- uma forte redução do *turnover*, quer cambial, quer de derivados sobre taxas de juro;
- uma significativa contracção dos montantes das posições em aberto de derivados sobre taxas de juro a par de uma relativa estabilização das posições de derivados cambiais;
- a manutenção da predominância do euro, quer em termos de *turnover*, quer no que respeita às posições, mas significativamente mais acentuada no segmento dos derivados sobre taxas de juro;
- a continuação das instituições financeiras não residentes como principais contrapartes;
- a manutenção de uma significativa assimetria na distribuição dos montantes transaccionados, quer de produtos derivados sobre taxas de câmbio e de juro, quer das operações

(1) Apresentam-se igualmente os resultados preliminares: (ver Caixa – “Inquérito trienal à actividade dos mercados de câmbios e de produtos derivados coordenado pelo BIS em 2001”).

(2) Ver pontos 2.1 e 2.2.

- spot*, com uma elevada concentração das operações nos valores mais reduzidos;
- a permanência de valores médios de transacções claramente inferiores nas operações *spot* do que no segmento dos derivados e, dentro deste, montantes mais reduzidos nos derivados cambiais do que nos derivados sobre taxas de juro;
 - o peso residual das posições em derivados de acções, mercadorias e de crédito, tendo apenas um número reduzido de participantes no inquérito reportado actividade nestes segmentos;
 - o decréscimo do *turnover* em mercados organizados, exclusivamente realizado em bolsas estrangeiras, num contexto em que foram definitivamente extintos os contratos de futuros sobre a LISBOR a 3 meses e a OT a 10 anos da Bolsa de Valores de Lisboa e Porto, tendo as transacções continuado a restringir-se aos futuros sobre taxas de juro;
 - o aumento do grau de concentração dos volumes transaccionados, em termos das quotas de mercado das instituições reportantes, em particular no mercado de derivados sobre taxas de juro.

2. MERCADO OTC

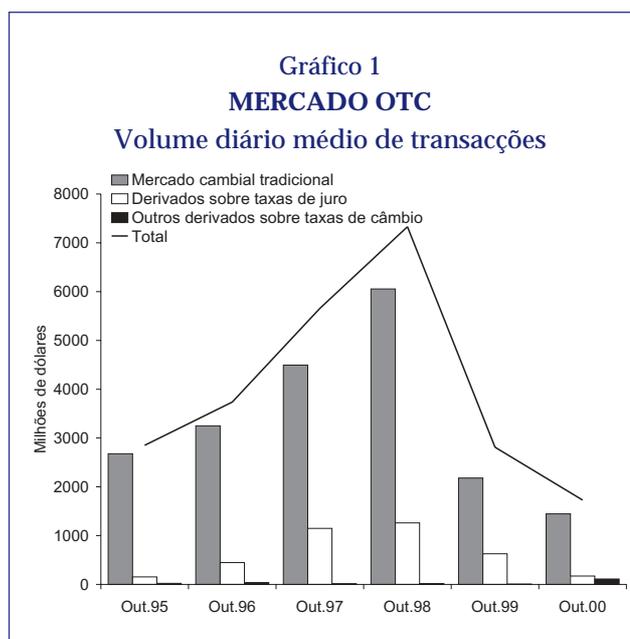
2.1. Volumes transaccionados⁽³⁾

O volume diário médio de transacções no mercado de balcão contraiu-se cerca de 38%⁽⁴⁾ entre Outubro de 1999 e Outubro de 2000, após ter registado uma queda superior a 60% no ano anterior, na sequência da criação do euro.

A diminuição do *turnover* expresso em dólares, quando expurgado de flutuações cambiais, foi no entanto menor (-31%), devido à apreciação generalizada registada pela divisa norte-americana durante o ano de 2000.

No mercado dos derivados sobre taxas de juro o *turnover* diminuiu (-73%⁽⁵⁾) de forma mais acentuada do que no mercado cambial tradicional⁽⁶⁾ (-34%⁽⁷⁾), inversamente ao que sucedeu em 1999. Em resultado, as operações cambiais tradicionais reforçaram a sua preponderância no *turnover* global do mercado de balcão.

A actividade em outros derivados cambiais (*currency swaps* e opções) continuou a ser reporta-



da por um número muito limitado de instituições, facto que diminui a relevância estatística dos movimentos algo erráticos que foram detectados. No que respeita ao valor de Outubro, e embora a informação recolhida em Abril de 2001 não confirme esta tendência, verificou-se um significativo incremento nas transacções destes instrumentos, tendo aumentado cerca de vinte vezes o volume transaccionado e ganhando, pela primeira vez, expressão no *turnover* total (Gráfico 1).

No **mercado cambial tradicional**, o *turnover* diário médio reduziu-se para 1446 milhões de dólares, quase metade do valor averbado em Outubro de 1995. Todos os instrumentos verificaram reduções de *turnover*, tendo a queda sido mais expressiva nos *foreign exchange swaps*, que terão continuado a perder a sua tradicional importância como instrumento de “*funding*”, a favor do recurso directo ao mercado monetário. De referir que o impacto desta alteração, aliada à eliminação da necessidade de triangulação através do dólar nas operações entre as moedas que compõem o euro,

(3) 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.

(4) Sempre que não se efectuem referências em contrário, as percentagens referem-se a Outubro de 2000 e as comparações temporais ao período entre Outubro de 1999 e Outubro de 2000.

(5) A taxas de câmbio constantes, a variação foi de -66%.

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

(7) A taxas de câmbio constantes, a variação foi de -27%.

Quadro 1

VOLUME DIÁRIO MÉDIO DE TRANSACÇÕES OTC

Em milhões de dólares e percentagens do total

	Total	Mercado cambial tradicional	%	Outros derivados cambiais	%	Derivados sobre taxas juro	%
1995							
Abr.	2457	2382	97	14	1	61	2
Out.	2851	2677	94	21	1	153	5
1996							
Abr.	3028	2715	89	22	1	291	10
Out.	3736	3249	87	39	1	448	12
1997							
Abr.	5006	3484	70	21	0	1501	30
Out.	5657	4495	80	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
2000							
Abr.	2418	1978	82	59	2	381	16
Out.	1728	1446	84	110	6	172	10
Variação (%):							
Out.98/Out.99	-61.6	-64.0		-68.8		-50.2	
Out.99/Out.00	-38.5	-33.7		2100.0		-72.6	

se traduziu na quebra do volume de *forex swaps* em cerca de 85%, desde Outubro de 1998, quando se realizou o último inquérito pré-euro (Quadro 2).

A queda menos acentuada do *turnover* das operações *spot* reflectiu-se novamente no reforço da sua posição como instrumento mais transaccionado, passando a representar quase 60% do total. O peso dos *outright forwards* situou-se, entretanto, em 9% (Gráfico 2).

Quanto ao *tipo de contrapartes* envolvidas nas transacções a alteração mais relevante foi a diminuição muito forte das transacções com empresas financeiras residentes, que englobam basicamente o chamado mercado interbancário. Este movimento traduziu-se numa perda significativa da importância deste tipo de contrapartes, para menos de 5% do *turnover* total. Importa salientar que a crescente perda de importância registada pelo mercado interbancário doméstico desde a criação do euro, se efectuou num contexto em que as instituições de crédito nacionais passaram a ter acesso a um mercado monetário muito mais amplo que o do escudo. Em resultado desta diminuição, os cli-

Quadro 2

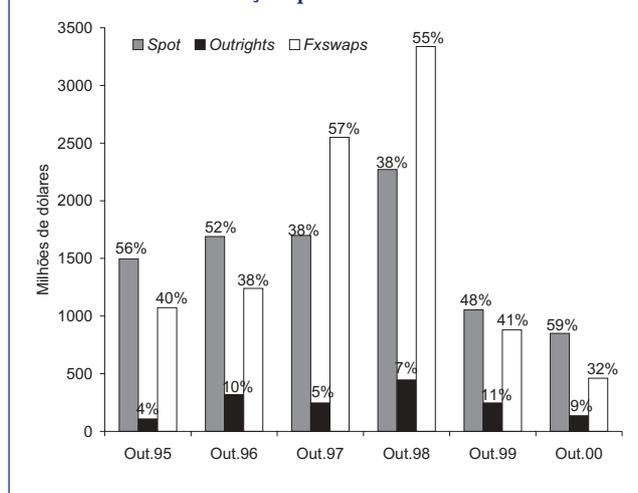
MERCADO CAMBIAL TRADICIONAL
PORTUGUÊS

Volume diário médio de transacções

Em milhões de dólares

	Spot	Outright forwards	Fx. swaps
1995			
Abr.	1379	126	877
Out.	1496	108	1073
1996			
Abr.	1465	184	1066
Out.	1690	319	1240
1997			
Abr.	1957	223	1304
Out.	1699	246	2550
1998			
Abr.	1834	337	2227
Out.	2271	446	3337
1999			
Abr.	1151	255	693
Out.	1054	246	880
2000			
Abr.	925	185	868
Out.	850	135	461
Variação (%):			
Out.98/Out.99	-53.6	-44.8	-73.6
Out.99/Out.00	-19.4	-45.1	-47.6

Gráfico 2
MERCADO CAMBIAL TRADICIONAL
Distribuição por instrumentos



entes não financeiros residentes aumentaram o seu peso no total para 20%, apesar de em termos de *turnover* terem, à semelhança das restantes contrapartes, verificado um decréscimo (quadro 3).

Na **distribuição por moedas** não se verificaram movimentos relevantes, tendo a generalidade das divisas registado reduções de *turnover*. O euro continuou a ocupar a posição de moeda mais importante, entrando, como em 1999, em cerca de 87% das transacções do mercado cambial tradicional, logo seguido pelo dólar na segunda posição com 83% (81% em 1999). A libra e o iene, respectivamente, nas terceira e quarta posições, apenas participaram em cerca de 10% e 8% do volume total transaccionado (Gráfico 3).

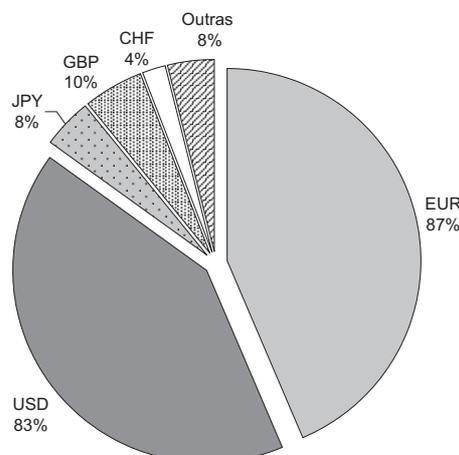
A análise por **instrumentos** permite destacar algumas características específicas do tipo de negó-

Quadro 3

MERCADO CAMBIAL TRADICIONAL
Distribuição por tipo de contrapartes

Em percentagem do total	1998	1999	2000
	Out.	Out.	Out.
Empresas financeiras	85	85	78
Residentes	13	10	4
Não residentes	72	75	74
Clientes não financeiros	15	15	22
Residentes	12	14	20
Não residentes	3	1	2
	100	100	100
Total residentes	25	24	24
Total não residentes	75	76	76

Gráfico 3
MERCADO CAMBIAL TRADICIONAL
Distribuição por moedas^(a)
Outubro de 2000



Nota:

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

cio que lhes está associado. Assim, em Outubro de 2000, as operações **spot** foram sobretudo realizadas entre o euro e o dólar (60%), com empresas financeiras não residentes, através de sistemas de negociação do tipo *electronic broker* ou via telefone directo (Quadro 4).

Refira-se, ainda, que nas transacções dos outros pares de moedas a participação do euro foi preponderante e o peso do dólar pouco significativo (não se evidenciando nenhum par com peso superior a 4%). Em termos individualizados apenas os totais transaccionados entre o euro e o iene e o euro e a libra surgem com um peso superior a 5%.

Analisando a distribuição de frequências⁽⁸⁾ das operações *spot* constata-se que, variando as transacções entre valores próximos de zero e um montante máximo de cerca de 215 milhões de euros, se verifica uma significativa concentração nos valores mais reduzidos, com cerca de 50% das operações a serem inferiores a 4 mil euros; de realçar que os valores centrais (entre o 1º e o 3º *quartil*) se situam entre 400 euros e 100 mil euros.

(8) Neste tipo de análise optou-se por utilizar os dados em euros, por se considerar mais relevante para a caracterização das operações os montantes na nova moeda europeia.

Quadro 4

**CARACTERIZAÇÃO DO TIPO DE NEGÓCIO
POR INSTRUMENTO**
Outubro de 2000

Percentagens do <i>turnover</i> total por instrumento	Milhões de dólares		
	Spot	Outright forwards	Fx. swaps
Contrapartes	100	100	100
Empresas financeiras.....	74	44	96
Residentes.....	5	2	1
Não residentes.....	69	42	95
Clientes não financeiros ..	26	56	4
Residentes.....	25	56	1
Não residentes.....	1	0	3
Pares de moedas	100	100	100
EUR/USD.....	61	87	84
EUR/JPY.....	10	3	2
EUR/GBP.....	6	5	0
EUR/Outras.....	10	2	0
USD/JPY.....	0	1	3
USD/GBP.....	4	1	5
USD/CHF.....	4	0	2
USD/Outras.....	5	1	4
Outros pares	0	0	0
Prazos	100	100	100
[Até 7 dias].....	100	80	87
[7 dias - 1 mês].....	0	4	1
[1 mês - 1 ano].....	0	15	12
[1 ano - 5 anos].....	0	1	0
> 5 anos.....	0	0	0
Condução da operação	100	100	100
<i>Dealing</i> automático.....	13	3	72
<i>Broker</i>	5	1	10
<i>Electronic broker</i>	37	0	2
Outro (inclui telefone).....	45	96	16

Já em relação aos *outright forwards* se constata que os montantes transaccionados são, em média, superiores aos das operações *spot*: o intervalo entre o 1º e o 3º quartil da distribuição situa-se entre 60 mil e 1 milhão de euros, sendo a mediana de 235 mil euros.

As transacções deste instrumento surgiram mais concentradas em pares de moedas em que entra o euro, sendo 87% do seu *turnover* transaccionado no par euro/dólar. Distintamente do que sucede com os restantes instrumentos do mercado cambial, em que a contraparte dominante nas operações são as empresas financeiras não residentes, aqui mais de metade do negócio é realizado com clientes não financeiros residentes. As operações são sobretudo contratadas em prazos até 7 dias, através do telefone.

O tipo de negócio característico dos *forex swaps* são as transacções entre o euro e o dólar em

Quadro 5

DERIVADOS SOBRE TAXAS DE JURO OTC
Volume diário médio de transacções

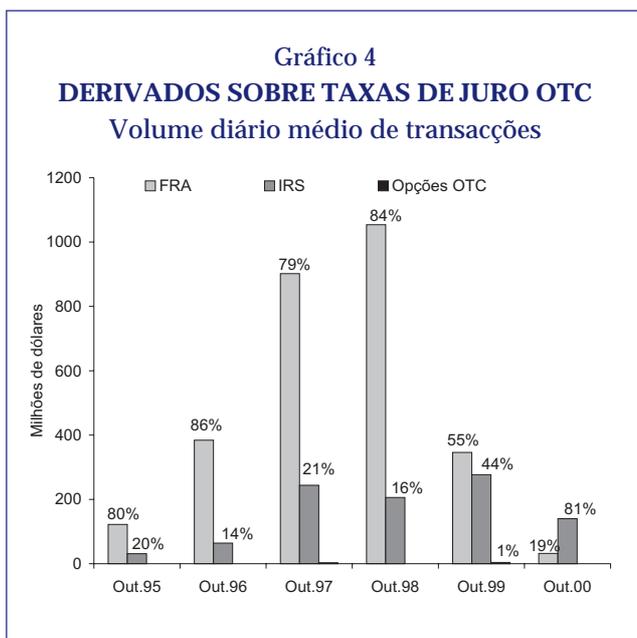
	Milhões de dólares			
	Total	FRA	IRS	Opções OTC
1995				
Abr.	61	55	6	0
Out.	153	122	31	0
1996				
Abr.	291	260	31	0
Out.	448	384	64	0
1997				
Abr.	1501	1331	170	0
Out.	1149	902	244	3
1998				
Abr.	998	801	157	40
Out.	1260	1054	206	0
1999				
Abr.	533	345	186	2
Out.	627	346	277	4
2000				
Abr.	381	225	156	0
Out.	172	32	140	0
Variação (%):				
Out.98/Out.99	-50.2	-67.2	34.5	
Out.99/Out.00	-72.6	-90.8	-49.5	

prazos curtos, contratados na maioria com empresas financeiras não residentes através de sistemas automáticos de *dealing* (que incluem o sistema-*Reuters dealing*) tradicionalmente usados neste tipo de operações entre bancos.

As transacções neste instrumento são significativamente concentradas nos valores mais baixos, sendo, no entanto, em média de montantes claramente superiores aos dos restantes instrumentos do mercado tradicional. A mediana desta distribuição situa-se em 2 milhões de euros com o intervalo entre o 1º e o 3º quartil a situar-se entre 275 mil e 15 milhões de euros.

No mercado de **derivados sobre taxas de juro OTC** o volume diário médio voltou a registar uma forte contracção (-73%), situando-se em 172 milhões de dólares em Outubro de 2000 (Quadro 5).

Os instrumentos transaccionados continuaram a limitar-se aos *forward rate agreements* (FRA) e aos *swaps* sobre taxas de juro (IRS), tendo ambos registado reduções significativas em termos de *turnover*. Os IRS inverteram a tendência de subida que tinham registado em 1999, associada ao incremento das operações sobre a EONIA, e verificaram uma diminuição de cerca de 50%.



O decréscimo dos FRA foi, no entanto, bastante mais forte (-91%), tendo-se registado um acentuar da tendência de queda já verificada em 1999, a qual esteve associada à eliminação da arbitragem entre as taxas de juro das moedas que compõem o euro (desde a criação do euro as transacções de FRA já diminuíram 97%). Em resultado desta diminuição, o peso dos FRA reduziu-se para menos de 20% (o que compara com um peso superior a 80% antes de 1999), enquanto os IRS passaram a ser o instrumento mais transaccionado (com 81%) (Gráfico 4).

Com uma estrutura das transacções muito idêntica à que verificaram em 1999, cerca de 80% dos derivados sobre taxas de juro foram contratados com empresas financeiras não residentes (Quadro 6) e incidiram sobre taxas de juro do euro. Refira-se que, no que respeita às moedas de referência dos contratos, se manteve a tendência de diminuição da dispersão dos activos subjacentes, tendo-se restringido quase totalmente, em Outubro de 2000, às taxas de juro do euro (91%) (Gráfico 5).

Numa análise mais fina por tipo de instrumento é, no entanto, possível identificar algumas características específicas associadas às transacções de FRA e de IRS (Quadro 7).

No que diz respeito aos **FRA**, importa realçar que, no mercado doméstico, foram apenas contratados com contrapartes não financeiras, que, para além do euro, a libra esterlina foi a única outra moeda utilizada nos contratos e que 91% do total

Quadro 6

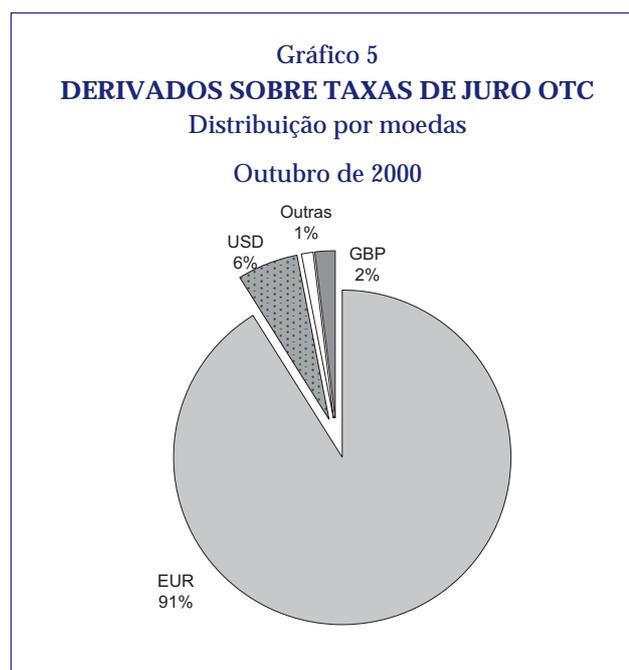
DERIVADOS SOBRE TAXAS DE JURO OTC
Distribuição por tipo de contrapartes

Em percentagem do total

	1998	1999	2000
	Out.	Out.	Out.
Empresas financeiras	98	87	95
Residentes	44	4	5
Não residentes	54	83	90
Clientes não financeiros	2	13	5
Residentes	0	6	5
Não residentes	2	7	0
	100	100	100
Total residentes	44	10	10
Total não residentes	56	90	90

transaccionado foi efectuado através de *broker* convencional.

Após terem sido mais transaccionados no prazo de 7 dias a 1 mês em Outubro de 1999, passaram a ser mais transaccionados no prazo entre 1 mês a 1 ano em Outubro de 2000. Na análise dos FRA é necessário, no entanto, ter em consideração que, por estes contratos serem presentemente transaccionados por um número limitado de bancos, as conclusões que se possam retirar em termos de estrutura poderão estar enviesadas pelo desenvolvimento de determinados nichos de mercado de carácter transitório. Da mesma forma, o reduzido número de observações desaconselha a análise da distri-



buição de frequências das operações neste instrumento.

Nos **IRS**, o peso das contrapartes financeiras nas transacções foi maior do que nos **FRA**, sendo que 6% do *turnover* foi realizado no mercado interbancário doméstico. A única moeda com algum peso relevante nos contratos transaccionados, além dos que incidiram sobre taxas de juro do euro, foi o dólar.

A maturidade dos contratos reduziu-se significativamente, tendo 88% do *turnover* sido contratado em prazos até 1 ano. Com esta evolução, que representou uma alteração face à sua tradicional maior utilização em prazos mais longos, a estrutura da desagregação por prazos dos **FRA** e **IRS** aproximou-se. Distintamente das transacções de **FRA**, os swaps foram sobretudo contratados através de sistemas de *dealing* automático do tipo *Reuters* (aliás como foi o caso dos *swaps* cambiais).

Analisando a distribuição de frequências das operações de **IRS** constata-se que, à semelhança dos instrumentos do mercado cambial tradicional, se verifica uma concentração nos valores mais reduzidos. No entanto, em média, os montantes transaccionados são claramente superiores aos transaccionados em *forex swaps*: a mediana desta distribuição situa-se em 10 milhões de euros, com o intervalo entre o 1º e o 3º quartil da distribuição a situar-se entre cerca de 3 milhões e 20 milhões de euros.

2.2. Montantes em carteira

De acordo com os resultados dos inquéritos semestrais do Banco de Portugal realizados em 2000, os montantes nocionais das posições em aberto de derivados OTC reduziram-se significativamente face ao ano anterior. Para esta evolução contribuiu, sobretudo, a significativa redução das posições de derivados sobre taxas de juro (cerca de -30%), não tendo os derivados cambiais apresentado uma variação assinalável (-1.6%).

Corrigindo das variações cambiais resultantes da apreciação generalizada do dólar ao longo de 2000, o decréscimo das posições de derivados sobre taxas de juro foi consideravelmente menor (cerca de -18%), enquanto os derivados cambiais registaram um acréscimo de 6.5%.

As posições nos derivados de acções, mercadorias e de crédito, reportadas pela primeira vez nos

Quadro 7

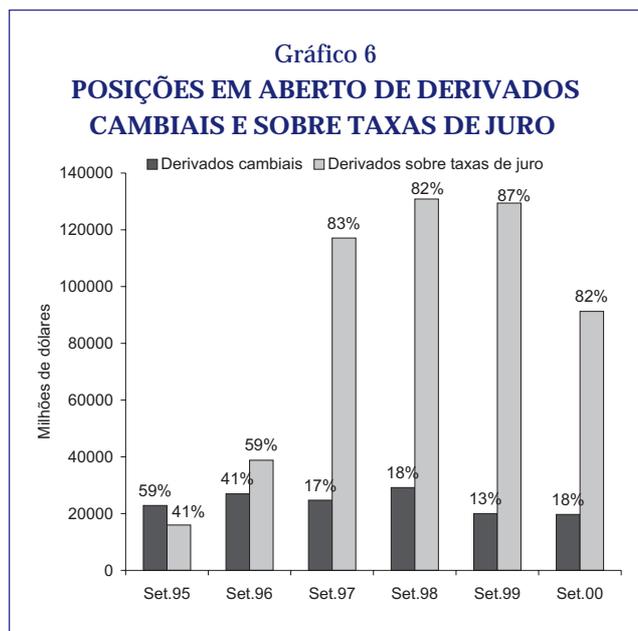
CARACTERIZAÇÃO DO TIPO DE NEGÓCIO POR INSTRUMENTO Outubro de 2000

Percentagens do *turnover* total por instrumento

	FRA	IRS
Contrapartes	100	100
Empresas financeiras	87	96
Residentes	0	6
Não residentes	87	90
Clientes não financeiros	13	4
Residentes	13	4
Não residentes	0	0
Moedas	100	100
EUR	88	91
USD	0	8
JPY	0	0
GBP	12	0
CHF	0	0
Outras	0	1
Prazos	100	100
[Até 7 dias]	34	49
]7 dias - 1 mês]	0	0
]1 mês - 1 ano]	66	39
]1 ano - 5 anos]	0	7
> 5 anos	0	5
Condução da operação	100	100
<i>Dealing</i> automático	0	69
<i>Broker</i>	91	11
<i>Electronic broker</i>	0	0
Outro (inclui telefone)	9	20

inquéritos semestrais de 2000, apresentam um peso residual (cerca de 1% do total das posições), tendo apenas um número reduzido de participantes no inquérito reportado posições em aberto nestes segmentos. Este facto poderá reflectir, ou a inexistência de actividade regular dos participantes no inquérito nestes instrumentos, ou que o *booking* destas posições foi deslocalizado para o exterior (nomeadamente para Londres, onde a maioria das instituições mais activas tem sucursais). Apenas os segmentos dos derivados sobre acções e mercadorias registaram alguma actividade, não tendo sido reportada qualquer posição de derivados de crédito.

Analisando o peso relativo dos derivados cambiais e sobre taxas de juro, constata-se que, em resultado da forte contracção das posições em derivados sobre taxas de juro, o peso destes instrumentos no total das carteiras registou alguma redução (à semelhança do verificado em termos das



transacções), situando-se em Setembro de 2000 em cerca de 82%. No entanto, e contrariamente ao que se verifica em termos das transacções, nas carteiras das instituições participantes no inquérito, os derivados de taxa de juro mantêm uma clara predominância em relação aos derivados de taxa de câmbio (Gráfico 6).

Os **derivados cambiais**, após a redução significativa verificada nas posições em aberto no início de 1999, têm vindo a apresentar uma relativa estabilidade (Quadro 8).

Apesar da redução verificada nas posições de *forwards*, estes mantiveram-se como os instrumentos com maior peso nos derivados cambiais (66%). No entanto, a sua diminuição, a par do incremento das posições dos restantes instrumentos, resultou na continuação da tendência que já se havia registado em 1999 de redução do peso dos *forwards*, acompanhada por um aumento do peso dos *currency swaps* (que atingiram em Setembro de 2000 cerca de 30% das posições de derivados cambiais).

As opções mantiveram um peso reduzido em termos das posições totais (Gráfico 7).

Em termos da **desagregação por moedas**⁽⁹⁾, não se verificaram alterações assinaláveis, quer em valores absolutos, quer em termos do peso relativo das diversas divisas. O euro manteve a posição

(9) Nos derivados cambiais a desagregação por moedas totaliza 200% do total das posições porque são contabilizados os dois lados de cada operação. Caso a desagregação seja por pares de moedas, totaliza 100%.

Quadro 8
POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS CAMBIAIS OTC

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
2000				
Mar.	20954	13357	5684	1913
Set.	19709	12866	5787	1056
Variação (%):				
Set.98 / Set.99.	-31.4	-40.4	17.6	-29.6
Set.99 / Set.00.	-1.6	-8.6	14.1	19.6

dominante, com 94% das posições (peso idêntico ao de 1999), seguido pelo dólar com 73% (71% em 1999) e pelo iene e pela libra esterlina (com 15% e 12%, respectivamente) (Gráfico 8). De referir que as posições em libras e ienes tiveram como contrapartida, na sua maioria, o euro e, assim, cerca de

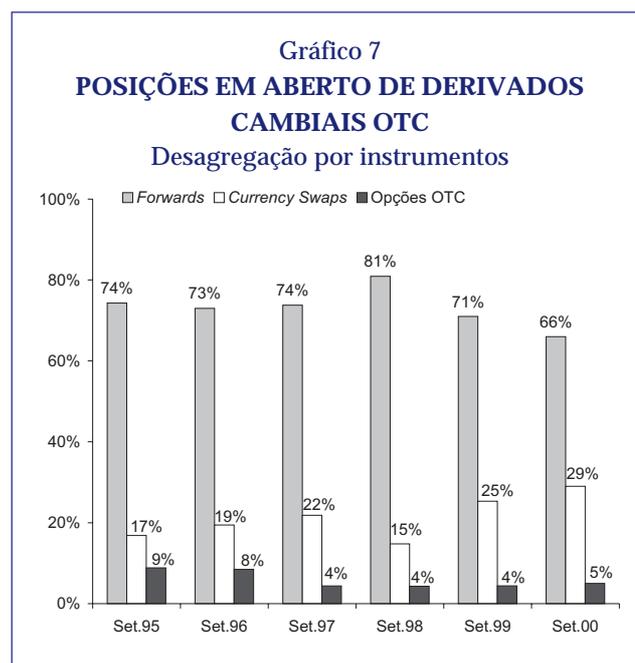
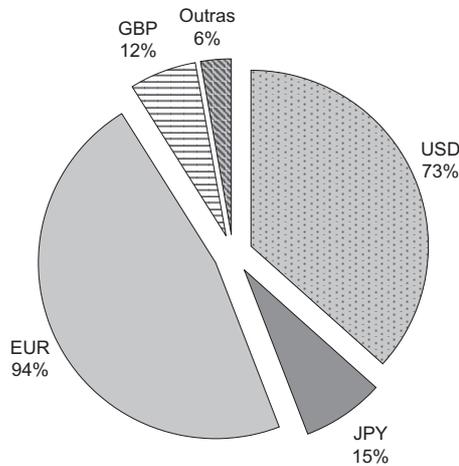


Gráfico 8
**POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS
 CAMBIAIS OTC**

Desagregação por moedas
 Setembro de 2000



92% das posições concentraram-se em apenas 3 pares de moedas: EUR/USD, EUR/JPY e EUR/GBP.

A análise da *decomposição por contrapartes* dos dados recolhidos, permite identificar algumas alterações que, na sua maioria, representam um retorno à estrutura que se verificava em 1998 e que havia sido alterada em 1999 (Quadro 9). Por um lado, assistiu-se a um aumento do peso das contrapartes não residentes, cuja quota em Setembro de 2000 (cerca de 72%) retornou a valores próximos dos verificados em 1997. Este reforço da posição relativa dos não residentes reflecte o aumento, em valor absoluto, das posições detidas por empresas financeiras não residentes (contrariamente ao verificado nas transacções), que foi acompanhado por uma queda das posições em aberto de todas as outras contrapartes. Assim, assistiu-se, paralelamente, a um aumento da quota das contrapartes financeiras para 70%, em detrimento dos clientes não financeiros.

As evoluções descritas verificaram-se num contexto de crescente integração do mercado do euro, em que as instituições financeiras residentes passaram a competir mais directamente com as congéneres não residentes e em que estas por terem maior dimensão poderão, em alguns casos, oferecer condições mais favoráveis.

Numa *análise desagregada por instrumento* constata-se que a grande maioria das posições

Quadro 9

**POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS
 CAMBIAIS OTC**

Desagregação por contrapartes

Em percentagem do total

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
	Set.	Set.	Set.	Set.	Set.	Set.
Empresas financeiras	75	77	79	71	57	70
Residentes	13	11	7	11	7	3
Não residentes	62	66	72	60	50	67
Clientes não financeiros	25	23	21	29	43	30
Residentes	24	19	20	21	32	25
Não residentes	1	4	1	8	11	5
	100	100	100	100	100	100
Total residentes	37	30	27	32	39	28
Total não residentes	63	70	73	68	61	72

cambiais são denominadas no par EUR/USD sendo a principal contraparte as empresas financeiras não residentes (Quadro 10). Apenas em termos da desagregação por prazos se assiste a divergências entre os diversos instrumentos.

Quadro 10

**POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS
 CAMBIAIS OTC**

Análise por instrumento

Percentagens das posições em aberto por instrumento

	Forwards	Currency Swaps	Opções OTC
	Contrapartes	100	100	100
Empresas financeiras	67	76	74
Residentes	4	3	0
Não residentes	63	73	74
Clientes não financeiros	33	24	26
Residentes	25	23	26
Não residentes	8	1	0
Pares de moedas	100	100	100
EUR/USD	64	73	88
EUR/JPY	13	15	2
EUR/GBP	12	8	3
EUR/CHF	0	1	0
EUR/ outras	3	0	2
GBP/USD	1	0	0
USD/JPY	2	3	0
USD/CHF	1	0	0
USD/Outras	3	0	5
Outras	1	0	0
Prazos	100	100	100
[Até 7 dias]	11	0	2
[7 dias - 1 mês]	18	0	15
[1 mês - 1 ano]	58	12	55
[1 ano - 5 anos]	7	65	0
> 5 anos	6	23	28

Quadro 11

**POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS
SOBRE TAXAS DE JURO OTC**

Milhões de dólares

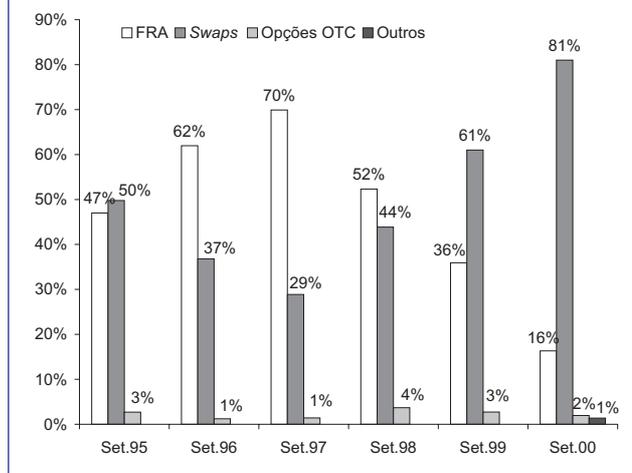
	Total	FRA	IRS	Opções OTC	Outros OTC
1995					
Mar.	7552	2707	4845	0	0
Set.	15968	7591	7947	430	0
1996					
Mar.	28488	17709	10293	486	0
Set.	38805	24046	14282	477	0
1997					
Mar.	83853	63373	19472	1008	0
Set.	117103	81229	33809	1664	401
1998					
Mar.	133178	84711	44773	3440	254
Set.	130838	68420	57405	4821	192
1999					
Mar.	130574	66449	62424	1701	0
Set.	129402	46470	78945	3511	476
2000					
Mar.	113297	29788	80558	2656	295
Set.	91268	14904	73330	1787	1247
Variacão (%):.....					
Set.98 / Set.99 ...	-1.1	-32.1	37.5	-27.2	147.9
Set.99 / Set.00 ...	-29.5	-67.9	-7.1	-49.1	162.0

As posições em aberto de *forwards* concentram-se nos prazos até 1 ano (em particular entre 1 mês e 1 ano), enquanto as posições de *currency swaps* são na sua maioria em prazos superiores a 1 ano. No caso das opções OTC há uma maior dispersão, com os prazos até 1 ano a deterem o maior peso, mas verificando-se igualmente um peso considerável dos prazos superiores a 5 anos.

No segmento dos **derivados OTC sobre taxas de juro**, após alguma estabilidade verificada em 1998 e 1999, assistiu-se em 2000 a uma considerável contracção das posições em aberto, que retornaram, em Setembro de 2000, a valores idênticos aos observados em 1997 (Quadro 11).

A contracção verificada por este segmento resultou, em grande medida, da queda muito acentuada (cerca de 68%) registada pelos *forward rate agreements* (FRA), apesar dos *interest rate swaps* (IRS) haverem igualmente apresentado uma redução (mas de apenas 7%). Esta evolução traduziu-se numa alteração significativa do peso relativo dos diferentes instrumentos, reforçando-se a tendência que se vem a observar desde 1998, de ganho de quota dos IRS em detrimento dos FRA. Os IRS reforçaram assim a sua posição de instrumento com

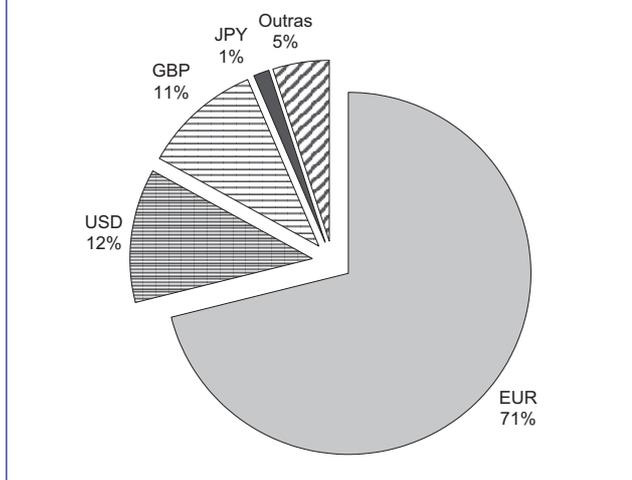
**Gráfico 9
POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS
SOBRE TAXAS DE JURO OTC
Desagregação por instrumentos**



maior peso nas carteiras das instituições, com 80% das posições. Os restantes derivados sobre taxas de juro continuam a apresentar um peso residual (Gráfico 9).

No que respeita à **desagregação por moedas**, e analisando o peso relativo das taxas de juro de cada divisa, a principal alteração registada foi um aumento da importância das taxas de juro do dólar (de 7% para 12%), em contrapartida de uma ligeira redução de quota das restantes taxas de juro. No entanto, as taxas de juro do euro mantiveram

**Gráfico 10
POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS SOBRE
TAXAS DE JURO OTC
Desagregação por moedas
Setembro de 2000**



Quadro 12

**POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS SOBRE
TAXAS DE JURO OTC**

Desagregação por contrapartes

Em percentagem do total	1995	1996	1997	1998	1999	2000
	Set.	Set.	Set.	Set.	Set.	Set.
Empresas financeiras	91	95	98	90	95	95
Residentes	36	38	32	28	13	9
Não residentes	55	57	66	62	82	86
Clientes não financeiros	9	5	2	10	5	5
Residentes	9	5	2	2	3	3
Não residentes	0	0	0	8	2	2
	100	100	100	100	100	100
Total residentes	45	43	34	30	16	12
Total não residentes	55	57	66	70	84	88

claramente a posição dominante, com cerca de 71% das posições (73% em 1999) (Gráfico 10).

Importa salientar que, relativamente aos FRA, se verificou um aumento muito significativo do peso da libra esterlina (para cerca de 43%), apesar da redução das posições em valores absolutos. Este aumento de quota da libra verificou-se em detrimento da quota do euro (de 66% para 45%), pelo que o peso relativo das duas taxas de juro era, em Setembro de 2000, idêntico.

Relativamente à **estrutura por contrapartes**, e à semelhança do verificado no segmento dos derivados cambiais, é de referir um ligeiro reforço da predominância dos contrapartes não residentes, que se ficou a dever ao incremento verificado pelo peso das empresas financeiras. De facto estas mantiveram-se como a principal contraparte (representando cerca de 86% das posições) uma vez que, embora todos os tipos de contraparte tenham registado contracções em termos dos valores absolutos das posições em aberto, as empresas financeiras apresentaram a menor redução (Quadro 12).

A **análise desagregada por instrumento** revela algumas diferenças entre os IRS e os FRA (Quadro 13). Embora ambos os instrumentos sejam transaccionados sobretudo com empresas financeiras, os FRA são quase exclusivamente com instituições não residentes, enquanto nos IRS as instituições domésticas têm algum peso (apesar de reduzido). A nível das taxas de juro, foi já referido que nos FRA a libra esterlina apresenta um peso quase idêntico ao do euro, enquanto nos IRS as taxas de

Quadro 13

**POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS
SOBRE TAXAS DE JURO OTC**

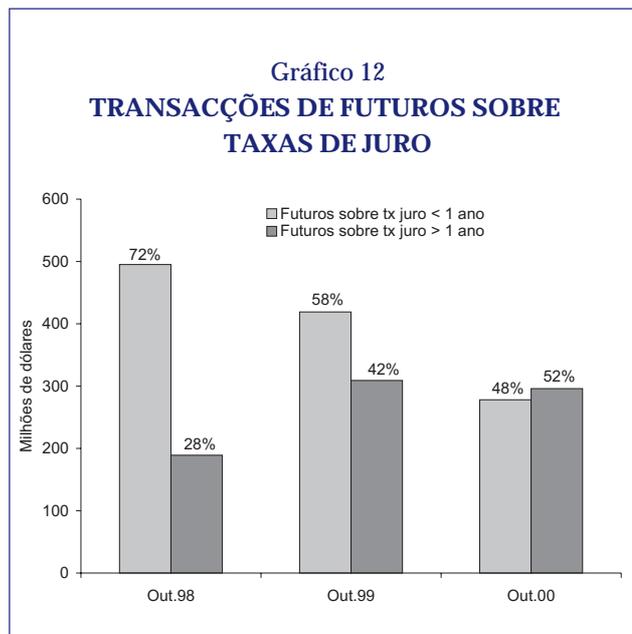
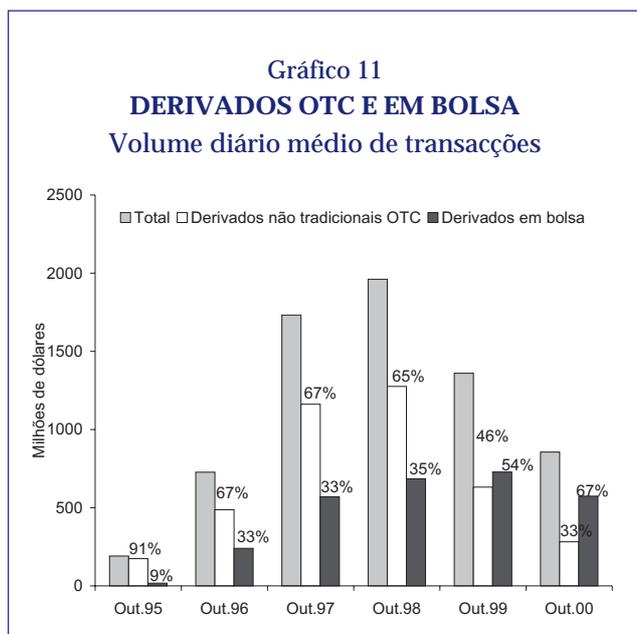
Análise por instrumento

Percentagens das posições em aberto por instrumento	FRA	IRS
	Contrapartes	100
Empresas financeiras	97	96
Residentes	2	11
Não residentes	95	85
Clientes não financeiros	3	4
Residentes	1	2
Não residentes	2	2
Moedas	100	100
EUR	45	75
USD	7	14
GBP	43	5
JPY	0	2
SEK	0	1
Outras	5	3
Prazos	100	100
[Até 7 dias]	0	0
]7 dias - 1 mês]	0	1
]1 mês - 1 ano]	49	16
]1 ano - 5 anos]	50	52
> 5 anos	1	31

juro do euro são claramente predominantes e a segunda divisa com maior peso é o dólar. Relativamente às maturidades das posições em aberto, os IRS concentram-se nos prazos superiores a 1 ano, enquanto os FRA se dividem, equitativamente, entre o segmento de 1 mês a 1 ano e o segmento de entre 1 e 5 anos.

3. MERCADO ORGANIZADO

Após os resultados dos inquéritos realizados em 1999 e no 1º semestre de 2000 terem sugerido que o impacto da criação do euro na actividade do mercado de bolsa não tinha alterado a tendência de aumento gradual que se vinha verificando, o inquérito de Outubro de 2000 revelou uma contracção do *turnover* em cerca de 20% (Quadro 14). Esta redução foi, no entanto, menos ampla do que a verificada pelo conjunto dos produtos derivados não tradicionais (*currency swaps*, FRA, IRS e opções) transaccionados em mercado de balcão, cujo *turnover* total diminuiu 55%. Em resultado, a importância relativa das transacções em bolsa no total global das transacções de produtos derivados



sobre taxas de câmbio e de juro aumentou para 67% (Gráfico 11).

O volume diário médio de transacções dos produtos derivados sobre taxas de câmbio e sobre taxas de juro, no mercado de bolsa, diminuiu para 574 milhões de dólares, tendo-se continuado a restringir quase exclusivamente aos futuros sobre ta-

xas de juro. Os futuros cambiais foram os únicos outros instrumentos transaccionados, mas o seu *turnover* diário médio não atingiu o milhão de dólares.

A queda do *turnover* ficou sobretudo a dever-se a uma diminuição de quase 80% nos contratos de futuros sobre taxas de juro do euro, assistindo-se,

Quadro 14

DERIVADOS TRANSACCIONADOS EM BOLSA
Volume diário médio de transacções

Milhões de dólares

	Total	Derivados cambiais não tradicionais	Percentagem	Derivados sobre taxas de juro	Percentagem
1995					
Abr.	3	0	0.0	3	100.0
Out.	17	0	0.0	17	100.0
1996					
Abr.	6	0	0.0	6	100.0
Out.	240	0	0.0	240	100.0
1997					
Abr.	473	0	0.0	473	100.0
Out.	570	0	0.0	570	100.0
1998					
Abr.	1055	2	0.2	1053	99.8
Out.	685	1	0.1	684	99.9
1999					
Abr.	598	1	0.2	597	99.8
Out.	728	1	0.1	727	99.9
2000					
Abr.	1158	1	0.1	1157	99.9
Out.	574	0	0.0	574	100.0
Variação (%):					
Out. 98 /Out. 99	6.3			6.3	
Out. 99 /Out. 00	-21.2			-21.1	

paralelamente, a um incremento dos contratos sobre taxas de juro do dólar. Assim, o dólar (78%) substituiu o euro (20%) como moeda mais importante na denominação dos contratos de futuros, tendo-se as aplicações em outras taxas de juro de referência limitado às que envolveram a libra esterlina (2%).

No que se refere às maturidades associadas aos activos subjacentes registou-se uma alteração, tendo os contratos de futuros sobre taxas de juro superiores a 1 ano passado a ser predominantes, devido ao facto de terem registado uma diminuição muito menos expressiva do *turnover* do que a observada pelos futuros sobre taxas de juro inferiores a 1 ano (Gráfico 12).

Independentemente da maturidade do activo subjacente, os futuros foram sempre contratados através de *brokers* convencionais.

Com a extinção definitiva dos contratos de derivados sobre taxas de juro da Bolsa de Valores de Lisboa e Porto em 2000 (o sobre a LISBOR a 3 meses, a 15 de Março, e o sobre a OT a 10 anos, a 15 de Setembro), todas as transacções foram realizadas com bolsas estrangeiras.

4. GRAU DE CONCENTRAÇÃO DO VOLUME DE TRANSACÇÕES NOS MERCADOS DE CÂMBIOS E DE PRODUTOS DERIVADOS

Os dados recolhidos nos inquéritos realizados em 2000 sugerem um significativo aumento do grau de concentração dos volumes. Este aumento terá estado sobretudo associado a duas ordens de factores: a concentração bancária e o impacto da criação do euro. O desenvolvimento dos processos de concentração bancária ao longo de 2000 contemplando quer novas fusões, quer a eliminação de bancos, como ainda em muitos casos a consolidação de tesourarias ao nível das instituições de um mesmo grupo, traduziu-se na diminuição efectiva do número de bancos que reportaram actividade nos diferentes segmentos em análise.

Por outro lado, a criação do euro terá também arrastado um aumento da concentração ao provocar, como foi descrito atrás, uma contracção da actividade em produtos que tradicionalmente eram transaccionados por um amplo número de bancos, como foi o caso dos *foreign exchange swaps* e dos FRA.

Quadro 15

VOLUMES TRANSACCIONADOS Indicadores de concentração

	<i>n</i>	Q3	Q6
<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
Out. 2000.....	27	70.0	87.1
Derivados cambiais			
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
Out. 2000.....	21	82.7	94.6
Derivados sobre taxas de juro			
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
Out. 2000.....	10	85.0	99.2

As quotas conjuntas das três e seis instituições financeiras⁽¹⁰⁾ mais activas revelaram um aumento do grau de concentração em todos os segmentos de mercado, que foi mais acentuado nos derivados sobre taxas de juro (Quadro 15).

De facto, em termos das quotas das 3 instituições mais activas, os derivados sobre taxa de juro passaram a registar o mais elevado grau de concentração (85%, face a 83% nos derivados cambiais e 70% no segmento *spot*).

De referir, que o cálculo das quotas de mercado foi baseado nos volumes transaccionados no mercado de balcão e no mercado de bolsa (englobando as opções e os futuros).

Também em termos do conjunto das seis maiores instituições se verificou um incremento da concentração, sendo de salientar que no segmento dos derivados sobre taxas de juro o número de instituições que reportaram actividade se reduziu para dez, das quais apenas seis detêm quase 100% do *turnover* total.

(10) 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 compõe um mesmo grupo e não o seu peso individual.

**INQUÉRITO TRIENAL À ACTIVIDADE DOS MERCADOS DE CÂMBIOS
E DE PRODUTOS DERIVADOS COORDENADO PELO BIS EM 2001**

Resultados preliminares

Em 2001, sob a égide do Banco de Pagamentos Internacionais (BIS), realizou-se um novo inquérito trienal dos bancos centrais à actividade nos mercados de câmbios e de produtos derivados, no qual participaram bancos centrais e autoridades monetárias de 48 países (43 países em 1998). Com um formato idêntico aos inquéritos realizados nos dois últimos triénios, o inquérito de 2001 incidiu apenas sobre as operações realizadas em mercado de balcão (OTC), tendo coberto informação relativa às transacções cambiais “spot” e de derivados sobre taxas de câmbio e sobre taxas de juro e às posições em aberto de produtos derivados. Com base nos resultados dos inquéritos conduzidos em cada país, os quais foram objecto de divulgação simultânea em 9 de Outubro último, o BIS realizou uma agregação preliminar dos dados nacionais e associou-se a esta divulgação. Os resultados divulgados dizem respeito às transacções realizadas em Abril de 2001, sendo os dados apresentados em termos de volumes diários médios e expressos em dólares dos Estados Unidos. Este inquérito reveste-se de particular importância por ser o primeiro a nível internacional a cobrir informação sobre transacções após a introdução do euro.

De acordo com os resultados apurados pelo BIS, o “turnover” diário médio das transacções no **mercado cambial tradicional** (que inclui as operações “spot”, os “outright forward”s e os “foreign exchange swaps”) registou uma contracção de 19% no último triénio (Quadro 1). Os principais factores apontados para este decréscimo foram a introdução do euro, em particular através do desaparecimento das transacções intra-moedas do euro, o desenvolvimento da utilização de sistemas de “brokers” electrónicos nas operações “spot” entre bancos (diminuindo a necessidade de “dealing”) e a continuação do processo de consolidação bancária (com um menor número de bancos a reportarem actividade).

Quadro 1

VOLUME DE TRANSACÇÕES NO MERCADO CAMBIAL TRADICIONAL^(a)
Resultados dos inquéritos trienais coordenados pelo BIS – Turnover diário médio

Em mil milhões de dólares e percentagens

	1995		1998 ^(b)		2001	
	Valor	Em percentagem do total	Valor	Em percentagem do total	Valor	Em percentagem do total
Por tipo de instrumento	1.190	100	1.490	100	1.210	100
Operações spot ^(c)	520	44	590	40	400	33
Outright forwards ^(c)	105	9	135	9	135	11
Foreign exchange swaps ^(c)	565	47	765	51	675	56
Por moedas ^(d)		200		200		200
Dólar		83		87		90
Euro .....		.		.		38
Marco		36		30		.
Franco francês		8		5		.
ECU e outras moedas do SME		16		17		.
Iene		24		20		23
Libra esterlina		9		11		13
Franco suíço		7		7		6
Outras moedas		17		23		30
Por tipo de contraparte		100		100		100
Empresas financeiras		84		83		87
Clientes não financeiros		16		17		13
Residentes		100		100		100
Não residentes		46		46		42
		54		54		58

Notas:

(a) Corrigido da duplicação resultante das transacções efectuadas no mercado interbancário doméstico e das realizadas no mercado interbancário entre os países participantes no inquérito.

(b) Valores revistos.

(c) Ajustado para compensar uma eventual subavaliação dos dados globais.

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

O “turnover” contraiu-se 32% nas operações “spot” e 12% nos “forex swaps”, enquanto não registou alterações significativas nos “outright forwards”. A queda mais acentuada das operações “spot” traduziu-se na sua perda de importância no mercado cambial tradicional a favor do aumento dos pesos dos restantes instrumentos, tendo os “forex swaps” acentuado a sua preponderância (56%) e os “outright forwards” verificado um aumento de peso (para 11%). Na distribuição por moedas, o dólar reforçou a sua posição de moeda mais importante, entrando em cerca de 90% do “turnover” total. A segunda moeda mais importante foi o euro (com 38%), que substituiu a posição anteriormente ocupada pelo marco. O peso do euro foi contudo inferior à quota detida em 1998 pelo conjunto das denominações legais do euro (52%), facto que esteve associado ao impacto mecânico da introdução da moeda europeia. O iene manteve, entretanto, a terceira posição e aumentou ligeiramente o seu peso para 23%, enquanto as restantes moedas não registaram alterações relevantes de quota. No que se refere às contrapartes envolvidas nas transacções, o peso do “turnover” com empresas financeiras aumentou para 87% do total, enquanto o efectuado com clientes não financeiros diminuiu para 13%. A distribuição geográfica das transacções manteve-se sem alterações significativas, tendo os centros financeiros mais importantes continuado a situar-se no Reino Unido (31%) e nos EUA (17%), com o “turnover” do primeiro a continuar a corresponder a cerca do dobro do segundo. A quota dos cinco maiores centros financeiros, que continuou a englobar, além daqueles dois países, o Japão, Singapura e a Alemanha, manteve-se próximo de 70% (Quadro 4).

Em Portugal, a redução do volume de transacções nos instrumentos tradicionais do mercado cambial foi bastante expressiva (-61%), tendo o decréscimo sido mais acentuado nos “outright forwards” e “foreign exchange” “swaps” do que nas operações “spot”, ao contrário do que se verificou a nível internacional. Assim, enquanto que no conjunto dos 48 países inquiridos pelo BIS a tendência prevalecente foi no sentido do reforço da importância dos “forex swaps”, no caso português assistiu-se ao reforço da posição das operações “spot” (para 54%). O euro assumiu-se como a primeira moeda nas transacções (85%), substituindo a posição anteriormente ocupada pelo escudo, embora com um peso inferior ao detido, em 1998, pelo conjunto das denominações legais do euro. Na segunda e terceira posições estiveram o dólar (74%) e o iene (13%). Distintamente do que se observou a nível internacional, as contrapartes financeiras registaram um decréscimo de importância, embora continuem a ser preponderantes (77%), enquanto o peso dos clientes não financeiros aumentou para 23%.

O volume transaccionado no **mercado OTC de produtos derivados**, incluindo os derivados cambiais não tradicionais (“currency swaps”, opções cambiais e outros derivados sobre taxa de câmbio) e os derivados sobre taxas de juro, registou, em Abril de 2001, um crescimento de cerca de 53% face aos resultados do inquérito de 1998. Esta evolução engloba um desenvolvimento divergente dos derivados cambiais, cujo “turnover” registou uma contracção de cerca de 30%, e dos derivados sobre taxas de juro, que continuaram a registar uma assinalável taxa de crescimento (+85%). Neste contexto, os derivados sobre taxas de juro reforçaram a sua posição dominante nos instrumentos derivados, representando cerca de 86% das operações realizadas (Quadro 2).

Relativamente à desagregação por instrumentos, há a salientar o reforço da predominância dos “interest rate” “swaps” (IRS), que representam cerca de 58% do volume transaccionado de derivados e cujo “turnover” mais do que duplicou face a 1998 (+114%). O aumento dos IRS deu-se, sobretudo nas operações em dólares, mas também nos “swaps” sobre euros (uma vez que a redução de “turnover” resultante do desaparecimento das denominações legais do euro terá sido compensada pela criação de um mercado mais amplo e líquido). Também os FRA (que representam 23% do “turnover”) apresentaram uma significativa taxa de crescimento (+74%), embora inferior (+74%) à dos IRS e que foi relativamente homogénea entre as taxas de juro das diferentes moedas. Neste contexto, as taxas de juro do euro mantiveram-se como as mais utilizadas nos derivados sobre taxa de juro (47%), seguidas pelas do dólar (30%) (Quadro 3). Nos derivados cambiais, o “turnover”, quer de “currency swaps”, quer de opções contraiu-se cerca de 30%. De referir que apenas as opções apresentaram uma actividade representativa e que a queda registada por estes instrumentos se concentrou sobretudo no par USD/JPY. No entanto, o dólar manteve a posição dominante com cerca de 80% das transacções (face a 42% do euro).

Em termos do total das transacções de derivados, verificou-se um crescimento mais acentuado do “turnover” com contrapartes não residentes, que passaram a representar 58% das transacções. De salientar que em termos da desagregação entre contrapartes financeiras e clientes não financeiros se verificou uma evolução diversa nos deri-

Quadro 2

VOLUME DE TRANSACÇÕES NO MERCADO DE DERIVADOS OTC^(a)
Resultados dos inquéritos trienais coordenados pelo BIS – Turnover diário médio

Em mil milhões de dólares e percentagens

	1995		1998		2001	
	Valor	Em percentagem do total	Valor	Em percentagem do total	Valor	Em percentagem do total
Derivados sobre taxas de câmbio ^(b)	45	23	97	26	67	11
<i>Currency swaps</i>	4	2	10	3	7	1
Opções	41	20	87	23	60	10
Outros	1	1	0	0	0	0
Derivados sobre taxas de juro	151	75	265	71	489	86
FRA	66	33	74	20	129	23
<i>Swaps (IRS)</i>	63	31	155	41	331	58
Opções	21	10	36	10	29	5
Outros	2	1	0	0	0	0
Ajustamentos ^(c)	4	2	13	3	19	3
Total	200	100	375	100	575	100

Notas:

- (a) Corrigido da duplicação resultante das transacções efectuadas no mercado interbancário doméstico e das realizadas no mercado interbancário entre os países participantes no inquérito.
 (b) Englobam todos os derivados cambiais não tradicionais (i.e. excluem os *outright forwards* e os *forex swaps*).
 (c) Ajustamentos para compensar uma eventual subavaliação dos dados globais.

vados sobre taxas de juro e sobre taxas de câmbio: nos primeiros verificou-se um reforço da clara predominância das instituições financeiras (para 95%), enquanto nos segundos se assistiu a um ligeiro decréscimo do peso destas contrapartes para (73%).

Quadro 3

**VOLUME DE TRANSACÇÕES DE DERIVADOS
 SOBRE TAXAS DE JURO OTC**

Resultados dos inquéritos trienais
 coordenados pelo BIS

Distribuição por moedas e contrapartes

Em percentagens

	1995	1998	2001
Por moedas	100	100	100
USD	27	27	30
EUR			47
DEM	12	24	
FRF	0	9	
ECU e outras moedas SME	0	13	
JPY	23	10	6
GBP	0	6	8
Outras	38	11	9
Por contrapartes	100	100	100
Empresas financeiras	89	90	95
Residentes	40	44	39
Não residentes	49	46	56
Clientes não financeiros	11	10	5
Residentes	8	6	3
Não residentes	3	4	2

No caso do mercado de derivados OTC português, a evolução do volume total transaccionado foi oposta à registada no inquérito do BIS, tendo-se verificado, em Abril de 2001, uma redução de 67%, face aos resultados do inquérito de 1998. À semelhança do verificado a nível internacional, as transacções de derivados não tradicionais sobre taxas de câmbio registaram uma contracção (-68%), mas, contrariamente ao sucedido no conjunto dos países participantes no inquérito do BIS, as transacções de derivados sobre taxas de juro apresentaram uma redução (-67%).

Seguindo o mesmo padrão dos mercados internacionais, os derivados sobre taxas de juro foram predominantes, representando no caso português cerca de 96% do total do turnover de derivados. Também no que respeita à desagregação por instrumentos o padrão português se assemelha à estrutura dos mercados internacionais, sendo no entanto de salientar uma predominância mais significativa dos IRS que representam 84% das transacções (seguidos pelos FRA com 11% e pelas opções cambiais com apenas 4%).

A predominância do euro em termos dos derivados sobre taxas de juro é ainda mais significativa no mer-

cado português com estas taxas de juro a serem utilizadas em 91% das transacções (que compara com 9% no dólar). Nos derivados cambiais, a desagregação por moedas é diversa da verificada em termos internacionais, com o dólar e o euro a apresentarem um peso idêntico (cerca de 88%). Relativamente à desagregação por contrapartes, o mercado português segue de perto o padrão internacional, sendo de realçar que o papel dominante das contrapartes não residentes é em Portugal particularmente expressivo (cerca de 90%).

Segundo os dados do BIS, a distribuição geográfica do “turnover” em derivados não tradicionais registou algumas alterações em termos das posições relativas dos diversos mercados, mantendo, no entanto, o Reino Unido e os Estados Unidos o 1º e 2º lugar, respectivamente. De salientar que, após estes países, a Alemanha e a França são os mercados com maior quota e que o Japão registou uma contracção significativa do “turnover”, passando a ocupar o 7º lugar (quando era 4º em 1998) (Quadro 5).

Quadro 4

**DISTRIBUIÇÃO GEOGRÁFICA DO VOLUME DE TRANSACÇÕES NO MERCADO
CAMBIAL TRADICIONAL^(a)**

Resultados dos inquéritos trienais coordenados pelo BIS – *Turnover* diário médio

Em mil milhões de dólares e percentagens

Países	1995		1998		2001	
	Valor	Em percentagem do total	Valor	Em percentagem do total	Valor	Em percentagem do total
África do Sul	5	0.3	9	0.5	10	0.6
Alemanha	76	4.8	94	4.8	88	5.5
Arábia Saudita	...	...	2	0.1	2	0.1
Austrália	40	2.5	47	2.4	52	3.2
Áustria	13	0.8	11	0.6	8	0.5
Bahrain	3	0.2	2	0.1	3	0.2
Bélgica	28	1.8	27	1.4	10	0.6
Brasil ^(b)	...	...	5	0.3	5	0.3
Canadá	30	1.9	37	1.9	42	2.6
Chile	...	...	1	0.1	2	0.1
China ^(b)	...	...	0	0.0	0	0.0
Colômbia	...	...	...	...	0	0.0
Coreia	...	...	4	0.2	10	0.6
Dinamarca	31	2.0	27	1.4	23	1.4
Eslovénia	...	...	...	...	0	0.0
Espanha	18	1.1	19	1.0	8	0.5
Estados Unidos	244	15.5	351	17.9	252	15.7
Filipinas	...	...	1	0.1	1	0.1
Finlândia	5	0.3	4	0.2	2	0.1
França	58	3.7	72	3.7	48	3.0
Grécia	3	0.2	7	0.4	5	0.3
Holanda	26	1.7	41	2.1	30	1.9
Hong Kong SAR	90	5.7	79	4.0	67	4.1
Hungria	...	...	1	0.1	1	0.0
Índia	...	...	2	0.1	3	0.2
Indonésia	...	...	2	0.1	4	0.2
Irlanda	5	0.3	10	0.5	8	0.5
Israel	...	...	...	...	1	0.0
Itália	23	1.5	28	1.4	17	1.0
Japão ^(c)	161	10.2	136	6.9	147	9.1
Luxemburgo	19	1.2	22	1.1	13	0.8
Malásia	...	...	1	0.1	1	0.1
México	...	...	9	0.5	9	0.5
Noruega	8	0.5	9	0.5	13	0.8
Nova Zelândia	7	0.4	7	0.4	4	0.2
Perú	...	0.0	...	...	0	0.0
Polónia	...	...	3	0.2	8	0.5
Portugal	2	0.1	4	0.2	2	0.1
Reino Unido	464	29.5	637	32.5	504	31.2
República Checa	...	...	5	0.3	2	0.1
República da Eslováquia	...	...	...	...	1	0.0
Rússia	...	...	7	0.4	10	0.6
Singapura	105	6.7	139	7.1	101	6.2
Suécia	20	1.3	15	0.8	27	1.5
Suíça	87	5.5	82	4.2	71	4.4
Tailândia	...	...	3	0.2	2	0.1
Taiwan, China	...	...	5	0.3	4	0.3
Turquia	...	...	...	...	1	0.1
Total ^(c)	1.572	100.0	1.958	100.0	1.619	100.0

Notas:

(a) Corrigido da duplicação resultante das transacções efectuadas no mercado interbancário doméstico, mas não corrigido das transacções efectuadas no mercado interbancário entre os países participantes no inquérito.

(b) Dados só cobrem as operações *spot*.

(c) Dados revistos para 1998.

Quadro 5

**DISTRIBUIÇÃO GEOGRÁFICA DO VOLUME DE TRANSACÇÕES NO MERCADO
DE DERIVADOS NÃO TRADICIONAIS OTC^(a)**

Resultados dos inquéritos trienais coordenados pelo BIS – *Turnover* diário médio

Em mil milhões de dólares e percentagens

	1995		1998		2001	
	Valor	Em percentagem do total	Valor	Em percentagem do total	Valor	Em percentagem do total
Países						
África do Sul.....	0	0.0	1	0.2	1	0.1
Alemanha.....	14	5.2	34	7.2	97	12.7
Arábia Saudita.....	...	...	0	0.0	0	0.0
Austrália.....	4	1.5	5	1.1	12	1.6
Áustria.....	2	0.7	4	0.8	5	0.7
Bahrain.....	4	1.5	0	0.0	0	0.0
Bélgica.....	6	2.2	6	1.3	14	1.8
Brasil.....	...	...	...	...	1	0.1
Canadá.....	5	1.9	7	1.5	13	1.7
Colômbia.....	...	...	...	...	0	0.0
Coreia.....	...	...	0	0.0	0	0.0
Dinamarca.....	4	1.5	5	1.1	6	0.8
Espanha.....	3	1.1	4	0.8	21	2.8
Estados Unidos.....	53	19.6	90	18.9	135	17.7
Finlândia.....	2	0.7	2	0.4	1	0.1
França.....	22	8.1	46	9.7	67	8.8
Grécia.....	0	0.0	0	0.0	0	0.0
Holanda.....	5	1.9	6	1.3	25	3.3
Hong Kong SAR.....	5	1.9	3	0.6	4	0.5
Hungria.....	...	...	0	0.0	0	0.0
Índia.....	...	...	...	...	0	0.0
Indonésia.....	...	...	0	0.0	0	0.0
Irlanda.....	1	0.4	3	0.6	6	0.8
Itália.....	2	0.7	5	1.1	24	3.1
Japão.....	32	11.9	42	8.8	22	2.9
Luxemburgo.....	2	0.7	3	0.6	5	0.7
Malásia.....	...	...	1	0.2	0	0.0
México.....	...	...	0	0.0	0	0.0
Noruega.....	1	0.4	3	0.6	3	0.4
Nova Zelândia.....	0	0.0	0	0.0	0	0.0
Polónia.....	...	...	...	...	0	0.0
Portugal.....	0	0.0	1	0.2	0	0.0
Reino Unido.....	74	27.4	171	36.0	275	36.0
República Checa.....	...	...	...	...	0	0.0
República da Eslováquia.....	...	...	...	...	0	0.0
Singapura.....	18	6.7	11	2.3	6	0.8
Suécia.....	2	0.7	5	1.1	4	0.5
Suíça.....	4	1.5	16	3.4	15	2.0
Tailândia.....	...	...	0	0.0	0	0.0
Taiwan, China.....	...	...	0	0.0	1	0.1
Total.....	270	100.0	475	100.0	764	100.0

Nota:

(a) Corrigido da duplicação resultante das transacções efectuadas no mercado interbancário doméstico, mas não corrigido das transacções efectuadas no mercado interbancário entre os países participantes no inquérito.

OS SALÁRIOS DA FUNÇÃO PÚBLICA*

Pedro Portugal **

*Mário Centeno***

1. INTRODUÇÃO

Em Portugal, as despesas com o pessoal da Administração Pública têm vindo a exibir um crescimento superior ao do produto, atingindo, em 2000, cerca de 15 por cento do produto interno bruto (ver Quadro 1). Esta situação resultou, por um lado, da evolução do emprego na administração pública, educação e saúde que observou uma variação líquida positiva sem paralelo nos outros sectores de actividade e, por outro lado, do crescimento dos salários dos funcionários públicos a taxas superiores às do sector privado da economia.

Apesar das decisões sobre os salários dos funcionários públicos afectarem significativamente os equilíbrios das finanças públicas, não foram até agora desenvolvidos quaisquer estudos sobre as determinantes dos salários dos trabalhadores da administração pública. Neste estudo será feita uma primeira aproximação a este problema.

Na análise dos salários dos funcionários públicos – em linha com uma longa tradição de estudos – será tomada como termo de comparação a estrutura salarial dos trabalhadores do sector privado da economia. Neste contexto, a questão central será a da mensuração do diferencial de salários entre o sector público e o sector privado. Dada a natureza específica dos mecanismos de decisão do sector público, os economistas procuram avaliar em que medida os salários dos funcionários públicos estão isolados da concorrência presente no sector privado. Ou, dito de outro modo, será que

existe um diferencial de salário (um prémio) favorável aos trabalhadores da administração pública?

Neste ensaio serão quantificados e analisados os diferenciais de salários entre os trabalhadores do sector público e do sector privado. Na secção seguinte será equacionada de forma breve a especificidade do mercado de trabalho do sector público. Na terceira secção serão estabelecidas comparações internacionais para os diferenciais de salários. Na quarta secção estudam-se as determinantes das remunerações públicas e privadas. Por fim, apresentam-se algumas notas conclusivas.

2. CONTEXTUALIZAÇÃO TEÓRICA

No mercado de trabalho do sector público os actores do processo de decisão, a natureza dos bens e serviços produzidos e os mecanismos de avaliação das decisões diferem dos do sector privado. A compreensão dos processos de determinação dos salários dos trabalhadores da administração pública requer um quadro conceptual diverso daquele considerado para o sector privado da economia.

Enquanto o quadro teórico de referência aplicado ao sector privado pressupõe uma função objectivo caracterizada pela maximização do lucro (minimização do custo) das empresas, com uma função de produção claramente identificada – tanto em termos de *inputs* como em termos de *outputs*, – a produção de bens e serviços pelo sector público é determinada por princípios distintos (os da função objectivo dos decisores políticos e dos burocratas), com funções de produção mal definidas (em que o nexos entre a utilização de *inputs* e a medida do *output* é ambíguo ou, frequentemente, desconhecido).

* 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.

Quadro 1

DESPESAS COM PESSOAL NA UNIÃO EUROPEIA

Em percentagem do PIB

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Bélgica	11.2	11.4	11.5	11.9	12.0	12.0	11.9	11.8	11.7	11.6	11.3
Alemanha	-	9.0	9.2	9.3	9.0	9.0	8.9	8.7	8.4	8.3	8.1
Grécia	12.7	11.6	11.1	11.1	10.8	11.3	10.7	11.6	11.7	11.5	11.7
Espanha	-	-	-	-	-	11.3	11.3	10.9	10.7	10.5	10.3
França	-	-	13.0	13.5	13.6	13.7	13.9	13.8	13.7	13.7	13.7
Irlanda	10.4	11.0	11.3	11.4	11.0	10.2	9.6	9.2	8.8	8.3	7.9
Itália	-	-	-	-	-	11.2	11.5	11.6	10.7	10.7	10.5
Luxemburgo	10.1	9.8	10.0	9.8	9.5	9.6	9.6	9.2	9.1	9.0	8.3
Países Baixos	-	-	-	-	-	10.8	10.4	10.2	10.2	10.2	9.8
Áustria	11.7	11.9	12.2	12.6	12.6	12.6	12.3	11.4	11.4	11.5	11.3
Portugal						13.8	13.7	13.9	14.0	14.4	15.1
Finlândia	15.1	17.6	18.0	16.8	15.9	15.4	15.6	14.6	13.9	13.6	13.1
Dinamarca	17.7	17.7	17.8	18.1	17.5	17.3	17.3	17.2	17.4	17.3	17.1
Suécia	-	-	-	19.1	18.2	17.3	17.8	17.5	16.9	16.7	-
Reino Unido	12.0	12.2	12.3	11.1	9.4	8.8	8.3	7.8	7.4	7.4	7.5

Fonte: Comissão Europeia.

do). Para além de operarem com funções objectivo e tecnologias frequentemente distintas, o ambiente concorrencial das empresas privadas e dos departamentos (ou serviços) públicos é também, muitas vezes, diferente. O sector público fornece bens públicos e serviços em regime de monopólio que, pela sua natureza, não só não estão sujeitos à pressão disciplinadora da concorrência, como impossibilitam qualquer tipo de comparação de desempenho (Gregory e Borland, 1999).

Acresce ainda que a propriedade do sector público está dispersa pelos eleitores providenciando fracos incentivos para recolher informação e fiscalizar o desempenho dos decisores políticos e dos burocratas. No mesmo sentido tenderão a funcionar as eleições enquanto mecanismo imperfeito de controlo e disciplina sobre os políticos. Para obter uma percepção mais esclarecedora da evolução temporal dos salários dos funcionários públicos deverão, porventura, ser contemplados modelos económicos de raiz político-eleitoral (Borjas, 1980).

3. A NEGOCIAÇÃO SALARIAL

O sistema português de contratação colectiva é ainda, passados mais de 25 anos, fortemente tributário das estruturas corporativas do regime anterior⁽¹⁾. A negociação de salários é conduzida, esmagadoramente, ao nível sectorial e regional. No processo negocial o mandato de representação sindical é claro: cada sindicato representa os seus membros associados. Esta forma de representação encerra quatro implicações:

- Dada a fraca taxa de sindicalização, uma fracção importante da população trabalhadora não está representada na mesa de negociações (excepto, no casos raros de negociação ao nível da empresa);
- As remunerações da generalidade dos trabalhadores são, neste enquadramento, definidas através da extensão dos acordos registados aos trabalhadores que não estão representados no processo negocial;

(1) Para uma caracterização mais detalhada do sistema negocial português ver Bover *et al.*, 2000.

- As negociações são frequentemente desenvolvidas de forma descoordenada, ou até concorrencial, entre os sindicatos;
- Em muitas situações não é conhecida, verdadeiramente, a representatividade de cada sindicato. Dito de outro modo, frequentemente o mandato de representação é ambíguo.

Em termos gerais, a arquitectura institucional do sistema de negociação colectiva não favorece a capacidade reivindicativa dos sindicatos. De facto, é possível argumentar que, em Portugal, o poder sindical, isto é, a capacidade de obter rendas através da possibilidade de infligir custos aos empregadores (e.g., greves) é, em termos relativos, bastante limitado.

Só recentemente foi reconhecido aos funcionários públicos o direito formal à negociação de salários. A determinação dos salários dos funcionários públicos era entendida, sobretudo, como resultado dos equilíbrios políticos estabelecidos entre os partidos políticos na aprovação do Orçamento geral do estado. A dificuldade principal em imitar as negociações do sector privado resulta, por um lado, da inexistência de uma entidade arbitral (habitualmente desempenhada pelo governo), e por outro lado, da desadequação de colocar a Assembleia da República no papel de entidade negociadora. Nos últimos anos, negociações formais entre sindicatos e representantes do governo têm precedido a aprovação do Orçamento. No essencial, têm sido obtidos acordos com alguns representantes sindicais sobre a taxa de variação de salários a aplicar aos escalões de remuneração que servem de referência à determinação dos salários dos funcionários públicos. Uma vez estabelecido um acordo com algum (alguns) sindicato(s), dada a natureza do sistema retributivo da função pública, esse acordo determinará as condições contratuais de todos os funcionários públicos. Do ponto de vista das relações industriais talvez sejam mais relevantes os acordos corporativos ("actualização de carreiras") estabelecidos entre sindicatos profissionais e o governo.

4. COMPARAÇÕES INTERNACIONAIS

A recente disponibilização dos registos individuais do Painel Europeu de Agregados Familiares, um inquérito harmonizado conduzido pelo *Eurostat*, viabiliza a comparação dos salários entre os países da União Europeia. Com base nas observações correspondentes aos trabalhadores por conta de outrem identificados na vaga de 1995 foram construídas duas amostras com 17270 trabalhadores do sexo feminino e 25969 trabalhadores do sexo masculino. Foi extraída informação sobre o salário horário de cada indivíduo, o qual foi tornado comparável através de ponderação pelo índice de paridade dos poderes de compra.

De acordo com este inquérito, os salários portugueses são os mais baixos da União Europeia. Assim, por exemplo, o salário médio dos trabalhadores alemães do sexo masculino (feminino) excede o salário médio dos trabalhadores portugueses do sexo masculino (feminino) em 112.8 por cento (66.7 por cento). Em comparação com o salário dos trabalhadores portugueses, o salário médio dos espanhóis é superior em 72.4 por cento no caso dos homens, e 61.3 por cento no caso das mulheres.

Estas diferenças reflectem, por um lado, uma desigual distribuição das qualificações dos trabalhadores entre os diferentes países, e por outro lado, resultam da agregação dos sectores público e privado. Admitindo que as habilitações escolares, a experiência profissional, a antiguidade com o empregador, o acesso à formação profissional e o tipo de vínculo contratual influenciam de forma idêntica a formação dos salários nos diferentes países da União Europeia, é possível obter uma estimativa dos salários para iguais dotações observadas de qualificação de mão-de-obra. Por exemplo, é possível estabelecer a comparação entre o salário de indivíduos portugueses e espanhóis, na hipótese de ambos deterem a mesma escolaridade, experiência profissional, etc.

Comparando os salários desta forma, resulta a indicação clara de que o essencial do desfasamento entre o nível de salários dos portugueses e o dos seus congéneres europeus não é explicável pelo défice de qualificações (nomeadamente escolares) que caracteriza o mercado de trabalho português. Dito de outro modo, o défice de qualificações escolares da população empregada portuguesa só explica uma pequena parte das diferenças de salários

Quadro 2

**COMPARAÇÃO INTERNACIONAL DOS
SALÁRIOS DOS TRABALHADORES
DO SECTOR PRIVADO**
Índice Portugal = 1.000

Países	Homens	Mulheres
Portugal	1.000	1.000
Alemanha	1.857	1.718
Dinamarca	1.934	2.117
Holanda	1.947	2.049
Bélgica	1.782	1.911
Luxemburgo	2.771	2.831
França	1.871	1.811
Reino Unido	1.852	1.849
Irlanda	1.889	1.842
Itália	1.631	1.661
Grécia	1.227	1.185
Espanha	1.604	1.880
Áustria	1.939	1.923

Fonte: Painel de agregados familiares do *Eurostat* (registos individuais).

Nota: Os valores resultam dos efeitos fixos de uma regressão múltipla de salários.

entre Portugal e os outros países da União Europeia. Mesmo se admitíssemos uma qualificação idêntica dos trabalhadores em Portugal e em Espanha, no sector privado da economia, os salários espanhóis seriam superiores aos portugueses em 88 por cento no caso das mulheres e em 60.4 por cento no caso dos homens (ver Quadro 2). De igual modo, o salário médio de um trabalhador alemão do sexo masculino (feminino) seria 85.7 por cento (71.8 por cento) superior ao de um trabalhador português.

O mesmo exercício permite a estimação do diferencial de salários entre o sector privado e o sector público para o conjunto dos países da União Europeia. É interessante verificar ser Portugal o país em que a diferença de salários é a mais ampla. Para iguais características dos trabalhadores, uma trabalhadora portuguesa da administração pública auferirá um salário horário cerca de dois terços superior ao da correspondente trabalhadora do sector privado (ver Quadro 3). O prémio salarial dum trabalhador masculino é somente de 37.6 por cento. Os países em que o diferencial de salários é

Quadro 3

**DIFERENCIAL DE SALÁRIOS ENTRE A
ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA E O SECTOR
EMPRESARIAL**

Países	Homens	Mulheres
Portugal	0.376	0.646
Alemanha	-0.008	0.137
Dinamarca	-0.090	-0.071
Holanda	0.028	0.057
Bélgica	0.036	0.029
Luxemburgo	0.310	0.365
França	0.077	0.147
Reino Unido	0.028	0.105
Irlanda	0.323	0.410
Itália	0.103	0.258
Grécia	0.103	0.220
Espanha	0.197	0.348
Áustria	-0.023	0.119

Fonte: Painel de agregados familiares do *Eurostat* (registos individuais).

Nota: Os valores resultam dos coeficientes de regressão associados aos termos de interacção entre os países e uma variável binária que identifica a actividade na administração pública.

maior são, para além de Portugal, a Irlanda, o Luxemburgo, a Espanha e a Itália. No extremo oposto da distribuição estão a Dinamarca, a Bélgica, a Alemanha e a Áustria. Note-se, ainda, que o diferencial salarial é quase sempre (sendo a excepção a Bélgica) mais favorável às mulheres do que aos homens.

Esta indicação traduz-se numa significativa aproximação entre os salários dos funcionários públicos portugueses e dos outros países da União Europeia. Assim um trabalhador alemão da administração pública do sexo feminino (masculino) auferirá um salário 18.7 por cento (33.9 por cento) superior ao de um trabalhador português com iguais características observadas. Curiosamente, no caso da comparação com a Grécia altera-se a posição relativa dos salários dos funcionários públicos portugueses que passam a ser superiores aos gregos em 13.9 por cento no caso das mulheres e 1.7 por cento no caso dos homens.

Quadro 4

CARACTERIZAÇÃO DESCRITIVA
Inquérito ao Emprego do INE – 1998-2000

	Sector empresarial		Administração pública	
	Homens	Mulheres	Homens	Mulheres
Salário horário líquido, em escudos, a preços de 1999	544.727	459.154	795.034	834.126
Empresa pública	0.075	0.099		
=1 no caso em que o indivíduo trabalha numa empresa pública				
Escolaridade				
1º e 2º ciclos	0.628	0.575	0.461	0.296
=1 no caso em que o grau académico corresponde ao 1º ou 2º ciclos do ensino básico				
3º ciclo	0.159	0.512	0.160	0.145
=1 no caso em que o grau académico corresponde ao 3º ciclo do ensino básico				
Secundário	0.104	0.132	0.140	0.158
=1 no caso do indivíduo ter completado o ensino secundário				
Técnico	0.012	0.030	0.043	0.135
=1 no caso que do indivíduo ter completado o ensino técnico				
Superior	0.035	0.051	0.170	0.248
=1 no caso do indivíduo ter completado o ensino superior				
Formação Profissional	0.074	0.083	0.136	0.124
=1 no caso em que o indivíduo é portador de formação profissional				
Horas de trabalho habituais	41.141	38.016	37.077	34.260
Regime de horário incompleto	0.014	0.076	0.016	0.034
Experiência Profissional (em anos)	21.838	18.953	24.581	20.713
Antiguidade no posto de trabalho (em anos)	9.802	8.980	13.673	13.428
Contrato a Prazo	0.110	0.154	0.099	0.149
=1 no caso em que o indivíduo é contratado a prazo				
Algarve	0.122	0.130	0.144	0.134
=1 no caso em que o indivíduo reside na região do Algarve				
Centro	0.118	0.109	0.157	0.189
=1 no caso em que o indivíduo reside na região Centro				
Lisboa e Vale do Tejo	0.246	0.274	0.249	0.260
=1 no caso em que do indivíduo reside na região de Lisboa e Vale do Tejo				
Norte	0.427	0.408	0.249	0.254
=1 no caso em que o indivíduo reside na região Norte				
Alentejo	0.087	0.079	0.201	0.163
=1 no caso em que o indivíduo reside no Alentejo				
Número de observações	59861	47364	8302	10698

Fonte: Registos individuais do “Inquérito ao Emprego” do INE.

5. QUEM SÃO OS FUNCIONÁRIOS PÚBLICOS?

Uma caracterização mais exaustiva e mais actualizada da estrutura de remunerações dos trabalhadores portugueses é possível através da utilização dos micro-dados do Inquérito ao Emprego desenvolvido pelo Instituto Nacional de Estatística. Utilizando os registos individuais dos inquéritos realizados entre o primeiro trimestre de 1998 e o quarto trimestre de 2000 foi construída uma amostra constituída por 126 233 indivíduos. Uma vantagem decisiva da utilização desta base de da-

dos é a identificação precisa dos funcionários públicos com base na resposta a uma questão específica relativa à natureza do empregador. De uma forma puramente descritiva esta amostra permite caracterizar o contingente de trabalhadores da administração pública, em comparação com o relativo ao sector empresarial (Quadro 4), como:

- mais qualificado (a proporção de licenciados na administração pública é de 17 e 24.8 por cento para os homens e mulheres respectiva-

Quadro 5

EQUAÇÃO DE REGRESSÃO DE SALÁRIOS POR GÉNERO

	Mulheres	Homens
Variáveis explicativas		
Administração pública	0.235*	0.121*
=1 no caso em que o indivíduo trabalha na Administração pública	(0.004)	(0.004)
Empresa pública	0.228*	0.147*
=1 no caso em que o indivíduo trabalha numa empresa pública	(0.005)	(0.006)
Escolaridade		
1º e 2º ciclos	0.117*	0.153*
=1 no caso em que o grau académico corresponde ao 1º ou 2º ciclos do ensino básico	(0.007)	(0.006)
3º ciclo	0.349*	0.372*
=1 no caso em que o grau académico corresponde ao 3º ciclo do ensino básico	(0.007)	(0.007)
Secundário	0.526*	0.559*
=1 no caso do indivíduo ter completado o ensino secundário	(0.008)	(0.007)
Técnico	0.999*	0.966*
=1 no caso do indivíduo ter completado o ensino técnico	(0.009)	(0.012)
Superior	1.177*	1.195*
=1 no caso do indivíduo ter completado o ensino superior	(0.008)	(0.009)
Formação Profissional	0.074*	0.099*
=1 no caso em que o indivíduo é portador de formação profissional	(0.005)	(0.005)
Experiência Profissional (em anos)	0.019*	0.027*
	(0.0004)	(0.0004)
Quadrado da experiência profissional	-0.00003*	-0.00004*
	(0.000008)	(0.000007)
Antiguidade no posto de trabalho (em anos)	0.012*	0.01*
	(0.0005)	(0.0001)
Quadrado da antiguidade	-0.0001*	-0.0001*
	(0.00001)	(0.00001)
Contrato a prazo	-0.023*	-0.015*
=1 no caso em que o indivíduo é contratado a prazo	(0.004)	(0.007)
Algarve	0.028*	-0.034*
=1 no caso em que o indivíduo reside na região do Algarve	(0.006)	(0.006)
Centro	-0.033*	-0.046*
=1 no caso em que o indivíduo reside na região Centro	(0.006)	(0.006)
Lisboa e Vale do Tejo	0.052*	0.058*
=1 no caso em que o indivíduo reside na região de Lisboa e Vale do Tejo	(0.005)	(0.005)
Norte	-0.024*	-0.087*
=1 no caso em que o indivíduo reside na região Norte	(0.005)	(0.005)
Constante	6.954*	7.0754*
	(0.009)	(0.008)
Número de observações	58061	68162
Coeficiente de determinação	0.653	0.497
Erro padrão	0.318	0.344

Fonte: Registos individuais do “Inquérito ao Emprego” do INE.

Nota:

* Representa significância estatística a 1 por cento;

- mente, em comparação com 3.5 e 5.1 por cento) no sector empresarial;
- mais experiente (a média da experiência profissional, medida pelo número de anos decorridos desde o primeiro emprego, é, para os homens, 24.4 anos, e para as mulheres 20.7 anos. O que compara com 21.8 e 19 anos para o sector empresarial);

- menos utilizador de horas de trabalho (sendo horário semanal médio de 37.1 horas no caso dos homens e 34.3 horas no caso das mulheres, o que compara com 41.1 e 38 horas, respectivamente).
- melhor remunerado (o salário horário líquido médio dos homens é de 795 escudos e o das mulheres é de 834 escudos, em comparação

Quadro 6

EQUAÇÕES DE REGRESSÃO DE SALÁRIOS POR GÉNERO E SECTOR DE ACTIVIDADE

	Sector empresarial		Administração pública	
	Homens	Mulheres	Homens	Mulheres
Variáveis explicativas				
Empresa pública	0.153*	0.245*		
=1 no caso em que o indivíduo trabalha numa empresa pública	(0.006)	(0.005)		
Escaridade				
1º e 2º ciclos	0.153*	0.101*	0.124*	0.125*
=1 no caso em que o grau académico corresponde ao 1º ou 2º ciclos do ensino básico	(0.006)	(0.007)	(0.023)	(0.024)
3º ciclo	0.364*	0.320*	0.393*	0.410*
=1 no caso em que o grau académico corresponde ao 3º ciclo do ensino básico	(0.007)	(0.008)	(0.025)	(0.026)
Secundário	0.55*	0.498*	0.593*	0.594*
=1 no caso do indivíduo ter completado o ensino secundário	(0.008)	(0.008)	(0.025)	(0.026)
Técnico	0.954*	0.942*	0.948*	1.048*
=1 no caso do indivíduo ter completado o ensino técnico	(0.014)	(0.011)	(0.029)	(0.026)
Superior	1.187*	1.140*	1.195*	1.233*
=1 no caso do indivíduo ter completado o ensino superior	(0.010)	(0.010)	(0.025)	(0.026)
Formação profissional	0.110*	0.080*	0.058*	0.058*
=1 no caso em que o indivíduo é portador de formação profissional	(0.006)	0.005	(0.010)	(0.009)
Experiência profissional (em anos)	0.027*	0.019*	0.024*	0.016*
	(0.0004)	(0.0004)	(0.001)	(0.001)
Quadrado da experiência profissional	-0.0004*	-0.0003*	-0.0004*	-0.0003*
	(0.000008)	(0.00001)	(0.00002)	(0.00002)
Antiguidade no posto de trabalho (em anos)	0.009*	0.012*	0.013*	0.018*
	(0.0005)	(0.0005)	(0.001)	(0.001)
Quadrado da antiguidade	-0.0001*	-0.0002*	0.0001*	-0.0004*
	(0.00001)	(0.00002)	(0.00004)	(0.00003)
Contrato a prazo	-0.011**	-0.009**	-0.049*	-0.064*
=1 no caso em que o indivíduo é contratado a prazo	(0.005)	(0.005)	(0.014)	(0.010)
Algarve	-0.039*	0.024*	-0.013	-0.008
=1 no caso em que o indivíduo reside na região do Algarve	(0.006)	(0.007)	(0.012)	(0.011)
Centro	-0.057*	-0.076*	-0.009	0.038*
=1 no caso em que o indivíduo reside na região Centro	(0.006)	(0.007)	(0.012)	(0.010)
Lisboa e Vale do Tejo	0.060*	0.059*	0.015	0.023*
=1 no caso em que o indivíduo reside na região de Lisboa e Vale do Tejo	(0.006)	(0.006)	(0.011)	(0.010)
Norte	-0.099*	-0.041*	-0.003	0.011
=1 no caso em que o indivíduo reside na região Norte	(0.004)	(0.006)	(0.011)	(0.010)
Constante	7.091*	6.999*	7.151*	7.079*
	(0.009)	(0.009)	(0.028)	(0.036)
Número de observações	59860	47363	8301	10697
Coefficiente de Determinação	0.433	0.537	0.650	0.716
Erro padrão	0.346	0.316	0.318	0.311

Fonte: Registos individuais do “Inquérito ao Emprego” do INE.

Notas:

* Representa significância estatística a 1 por cento;

** Representa significância estatística a 5 por cento;

com 545 escudos e 459 escudos, respectivamente, no sector privado da economia);

- mais “feminino” (com 56.3 por cento de mulheres, comparado com 44.2 por cento);
- mais estável no emprego (com uma antiguidade média dos homens de 13.7 anos e 13.4 anos para as mulheres, em comparação com

9.8 e 9 anos respectivamente, no sector privado); e

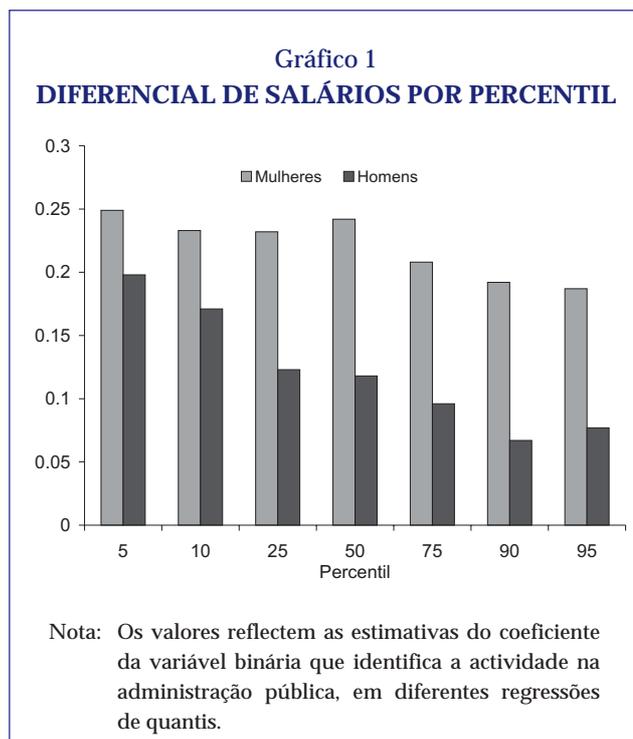
- especialmente desequilibrado (note-se, em particular, a fortíssima presença de funcionários públicos na região do Alentejo, fazendo aproximar significativamente a representação do Alentejo do peso da região Lisboa e Vale do Tejo).

6. QUANTO GANHAM OS FUNCIONÁRIOS PÚBLICOS?

Tendo em conta as características observadas dos trabalhadores, estima-se que, em Portugal, os trabalhadores da administração pública do sexo feminino beneficiem de um diferencial salarial de 26.5 por cento em relação aos trabalhadores do sector empresarial privado (ver Quadro 5). O diferencial correspondente aos trabalhadores do sexo masculino é de 12.9 por cento⁽²⁾. É curioso notar que estes diferenciais são da mesma ordem de grandeza do ganho adicional auferido no sector empresarial pelos trabalhadores das empresas públicas. À semelhança de outros estudos de salários portugueses é obtida evidência empírica de que o investimento em educação formal é remunerado a taxas de retorno muito elevadas⁽³⁾. Assim, uma licenciada (um licenciado) obtém uma remuneração 91.7 (88.5) por cento, superior à de uma trabalhadora (trabalhador) com o ensino secundário completo. Este resultado torna clara a indicação de que se mantém no mercado de trabalho português um nível muito elevado de procura de trabalhadores qualificados, nomeadamente de licenciados⁽⁴⁾. Por fim, é interessante sublinhar a similitude da generalidade dos coeficientes de regressão nas equações de salário por género. Dada a proximidade destas estimativas, a diferença entre os termos independentes pode ser interpretada como uma medida da discriminação sexual no sector privado da economia (12.9 por cento).

Admitindo que o impacto das determinantes do salário pode diferir entre a administração pública e o sector empresarial, foram estimadas equações de regressão de salários separadas (Quadro 6). Genericamente, não existem diferenças significativas entre o sector privado e o sector público na remuneração do investimento humano, tanto o geral (medido pela escolaridade e pela experiência profissional), como o específico (medido pelo efeito da antiguidade no posto de trabalho)⁽⁵⁾. Valerá a pena, contudo, referir três diferenças significativas.

Primeiro, a penalização salarial associada com os contratos de duração limitada é maior no sector público (-6.2 por cento para as mulheres e -4.8 por cento para os homens) do que no sector privado (-0.9 por cento e 1 por cento, respectivamente). Este resultado poderá advir da utilização dos con-



tratos a termo com objectivos distintos. Enquanto no sector privado privilegia o uso de contratos a prazo como mecanismo de selecção de trabalhadores (Varejão e Portugal, 2001), existe alguma evidência de uso de contratos a prazo na administração pública de forma persistente.

Segundo, a dispersão regional de salários é significativamente menor na administração pública. Este facto resulta da definição espacialmente uniforme das tabelas salariais da função pública. Assim, diferenças salariais, no sector privado, entre a região Norte e a região de Lisboa e Vale do Tejo da ordem de 17.2 (homens) e 10.6 por cento

(2) O valor 12.9 resulta da conversão da taxa de crescimento instantânea em taxa discreta ($12.9 = [\exp(0.121) - 1] \times 100$).

(3) A impressionante magnitude dos coeficientes das variáveis que medem a escolaridade explica o facto de, nas comparações internacionais, o diferencial de salários entre os funcionários públicos e os trabalhadores do sector privado ser especialmente elevado no caso português. Na generalidade dos países europeus o prémio salarial associado à licenciatura varia entre 30 e 40 por cento.

(4) É, também, possível que o recrutamento intenso pela administração pública de licenciados esteja a contribuir para o aumento dos níveis de salário oferecidos aos licenciados pelo sector privado.

(5) O essencial da distinção entre capital humano (ou formação) geral e específico radica na possibilidade de transportar esse investimento dum empregador para outro, isto é, na portabilidade da formação. Esta comparação não se estende à indicação de presença de formação profissional por esta, muito provavelmente, significar diferentes conteúdos de formação nos dois sectores.

(mulheres) reduzem-se, no sector público, para 1.8 e 1.2 por cento, respectivamente. Esta situação não deve ser interpretada como benigna, pois, no essencial, traduz a insensibilidade às condições locais do mercado de trabalho, introduzindo distorções significativas na afectação de recursos.

E, terceiro, a distribuição de salários do sector privado tende a exibir uma maior dispersão do que a correspondente distribuição de salários dos funcionários públicos.

Uma caracterização mais completa da distribuição (condicional nas características dos trabalhadores) do diferencial de salários entre o sector público e o sector privado pode ser obtida através da estimação de uma regressão de quantis. Com esta abordagem é possível estimar o prémio salarial associado com o exercício do funcionalismo público em diferentes pontos (percentis) da distribuição de salários, e assim, determinar se o prémio salarial é mais ou menos elevado para os trabalhadores melhor ou pior remunerados. Enquanto, no caso das mulheres, o prémio salarial tende a beneficiar de forma igual tanto as trabalhadoras mais remuneradas como as menos remuneradas, no caso dos homens, o benefício salarial decresce com o aumento do nível salarial (Gráfico 1). Esta situação poderá ser gerada porque os salários alternativos no sector privado são, para postos de trabalho mais remunerados, relativamente mais elevados, ou porque, a administração pública tem dificuldade em competir por trabalhadores muito qualificados.

7. CONCLUSÕES

Em Portugal, os salários dos funcionários públicos, em especial no caso das mulheres, são significativamente superiores aos salários dos trabalhadores do sector privado que são dotados de iguais qualificações. A existência de um prémio salarial associado com o exercício da função pública é comum na generalidade dos países da União Europeia. O que é notável no caso português é a magnitude desse prémio. Do conjunto dos países da UE, Portugal apresenta, folgadoamente, o mais elevado diferencial de salários entre trabalhadores do sector público e do sector privado.

Poderão existir boas razões económicas para esperar salários mais elevados para os trabalhadores do Estado. Em primeiro lugar, as tarefas desenvolvidas no sector público, pela sua natureza, podem

requerer qualificações mais exigentes ou condições de trabalho mais penosas ou arriscadas. Em segundo lugar, dada a necessidade de evitar uma rotação excessiva de trabalhadores em certas funções, os decisores públicos poderão optar por uma política de salários elevados, garantindo assim uma fraca taxa de saídas voluntárias. Em terceiro lugar, os governos poderão seguir uma estratégia de "salários de eficiência", oferecendo níveis de salários superiores aos salários de mercado, de forma a manter uma força de trabalho moralizada e diligente. E em quarto lugar, tendo consciência da dificuldade em avaliar o desempenho (monitorizar) de um grande número de trabalhadores (o Estado é, quase sempre, o maior empregador), poderá ser vantajoso oferecer salários superiores aos salários competitivos de forma a atrair candidaturas dos trabalhadores mais produtivos.

Por outro lado, existe um conjunto de argumentos que levariam a esperar salários mais baixos na função pública, isto é, diferenciais de salários entre o sector público e o sector privado negativos. Na presença de condições de trabalho mais amenas, de horários de trabalho menos rígidos ou de benefícios extra-salariais (por exemplo, o acesso aos serviços de saúde), de acordo com a teoria dos "diferenciais compensatórios", os salários deveriam ser mais baixos de forma a reestabelecer o equilíbrio no mercado de trabalho. De igual modo, um sistema de pensões de reforma mais generoso e um enquadramento de protecção ao emprego mais vantajoso, deveriam ter como contrapartida um nível salarial mais baixo. Finalmente, face a duas distribuições de salários distintas no grau de dispersão, os trabalhadores mais produtivos tenderão a escolher, de acordo com o modelo de auto-selecção de Roy, o sector que lhes permite aceder aos salários mais elevados (com menor compressão de salários), induzindo salários médios mais elevados neste sector.

Ainda assim, haverá outras razões (menos recomendáveis) que também tenderão a gerar prémios salariais e que são observacionalmente equivalentes às mencionadas acima: mera extracção de rendas junto dos contribuintes; comportamento burocrático de maximização da dimensão (orçamental) dos departamentos públicos; extracção de rendas decorrentes de situações de monopólio do produto; vantagens adquiridas por situações de assimetria de informação; obtenção de vantagens eleitorais, etc.

Não sendo possível avaliar a influência de todos estes factores, parece, em todo o caso, seguro avançar com a proposição de que o regime salarial dos funcionários públicos é mais vantajoso do que o dos trabalhadores do sector privado. Esta conclusão é reforçada pela constatação da quase inexistência de saídas voluntárias na função pública e pela indicação de fluxos de candidatura muito significativos sempre que são colocadas a concurso vagas na função pública.

Pela sua dimensão, as decisões sobre o emprego e salários dos funcionários públicos influenciam de forma sensível o comportamento de todo o mercado de trabalho. Em certas circunstâncias admite-se que a definição da política de salários para a administração pública determine a evolução geral de salários. Dados os constrangimentos que afectam a política de salários na função pública, talvez seja prudente equacionar a utilização de novos mecanismos de determinação das remunerações dos trabalhadores da administração pública, de forma a torná-las permeáveis às condições gerais do mercado de trabalho.

REFERÊNCIAS

- Borjas, G. (1980) "Wage Determination in the Federal Government: The Role of Constituents and Bureaucrats," *Journal of Political Economy*, 88.
- Bover, O, García-Perea, P., and Portugal, P. (2000) "Labour Market Outliers: Lessons from Portugal and Spain," *Economic Policy*, 31.
- Gregory, R. e Borland, J. (1999) "Recent Developments in Public Sector Labor Markets," in *Handbook of Labor Economics*, Asshenfelter, O. and Card, D. editors, *North-Holland*, Amsterdam.
- Varejão, J. e Portugal, P. (2001) "Why Do Firms Use Fixed-Term Contracts?" *mimeo*.

A UTILIZAÇÃO DE SALDOS ORÇAMENTAIS AJUSTADOS DO CICLO NO BANCO DE PORTUGAL*

*Pedro Duarte Neves***

*Luís Morais Sarmento***

1. INTRODUÇÃO

Os saldos total e primário não constituem indicadores adequados para avaliar a orientação da política orçamental, dado que dependem, entre outros factores, da evolução da actividade económica. É necessário, por isso, desenvolver indicadores que façam a distinção entre as variações dos saldos orçamentais que resultam do funcionamento dos estabilizadores automáticos e as que reflectem outros factores (medidas discricionárias de política orçamental, efeitos temporários sobre os saldos, ou evolução de componentes estruturais, como a despesa pública com sistemas de segurança social).

Os saldos total e primário ajustados de efeitos cíclicos são habitualmente usados para avaliar a orientação da política orçamental. Esta nota explica a nova metodologia utilizada pelo Banco de Portugal para estimar os saldos ajustados do ciclo. Esta metodologia consegue captar o impacto sobre as receitas e despesas de diferentes padrões de crescimento, o que constitui um elemento importante, dado que a composição do crescimento é relevante para a estimação dos efeitos cíclicos.

A secção 2 descreve a metodologia usada anteriormente pelo Banco de Portugal. A secção 3 in-

troduz a nova abordagem, segundo a qual as elasticidades dos impostos são obtidas a partir de regras fiscais, construídas a partir de informação micro razoavelmente detalhada, e discute a estimação de uma trajectória de referência para as principais variáveis macroeconómicas, através do uso do filtro de Hodrick-Prescott. A secção 4 apresenta estimativas dos saldos ciclicamente ajustados para o período 1995-2000 e estimativas da sensibilidade dos saldos das administrações públicas em relação ao ciclo económico. Por fim, a secção 5 apresenta as conclusões do estudo.

2. A METODOLOGIA ANTERIORMENTE UTILIZADA PELO BANCO DE PORTUGAL

Desde 1994, o Banco de Portugal tem publicado – no *Relatório Anual* e ocasionalmente no *Boletim Económico* – estimativas dos saldos ajustados do ciclo económico. Dadas as dificuldades bem conhecidas na estimação da tendência do produto, a análise tem incidido sobre as variações e não sobre os níveis dos saldos ajustados do ciclo. A variação do saldo primário ajustado dos efeitos do ciclo tem sido usada como o principal indicador da orientação da política orçamental⁽¹⁾. A descrição do procedimento anteriormente seguido pelo Banco de

* As ideias expressas neste artigo são as dos autores e não necessariamente as do Banco de Portugal. Os autores agradecem os comentários e sugestões de Cláudia Braz, Jorge Correia da Cunha, José Ferreira Machado, Maximiano Pinheiro e Patrícia Silva. Este trabalho beneficiou em muito das discussões técnicas com os peritos de Finanças Públicas do Sistema Europeu de Bancos Centrais. A responsabilidade por eventuais erros é exclusivamente dos autores.

** Departamento de Estudos Económicos.

(1) Veja-se, por exemplo, a caixa “Orientação da Política Orçamental”, no *Relatório Anual de 1993* do Banco de Portugal. O Banco de Portugal tem sido um dos poucos Bancos do Sistema Europeu de Bancos Centrais a publicar regularmente estimativas dos saldos ajustados do ciclo.

Portugal encontra-se em Centeno (1994) e Sarmiento (1999).

Em termos gerais, a abordagem seguida pelo Banco de Portugal é similar à metodologia usada pela Comissão Europeia (1995). O método, descrito, em termos gerais, como o método “*tax elasticity plus gap*”, envolve dois passos. No primeiro, o filtro de Hodrick-Prescott é usado para estimar a tendência do produto. O Banco, seguindo a prática da Comissão, tem utilizado o valor de 100 para o multiplicador de Lagrange, λ . A componente cíclica do produto – ou hiato do produto – resulta da comparação da tendência do produto com o produto observado.

O segundo passo envolve a determinação do impacto destes hiatos do produto sobre os saldos das administrações públicas, recorrendo às elasticidades da receita e da despesa. Tal como descrito em Centeno (1994), as elasticidades dos impostos baseiam-se em estimações econométricas (receitas dos principais impostos em função do PIB). Do lado da receita, consideravam-se as seguintes rubricas: impostos directos sobre as famílias; impostos directos sobre as empresas; contribuições para a segurança social; impostos indirectos; outra receita corrente. A componente cíclica da rubrica do orçamento era dada por:

$$T_i^c = \eta_{T_i,G} \times \text{hiato} \times T_i \quad (1)$$

onde:

- T_i – rubrica i do orçamento;
- T_i^c – componente cíclica da rubrica i do orçamento;
- $\eta_{T_i,G}$ – elasticidade da rubrica i do orçamento;
- hiato* – *hiato do produto*.

Do lado da despesa, assumia-se que apenas os subsídios de desemprego deveriam ser ajustados dos efeitos do ciclo económico. A elasticidade desta componente da despesa relativamente ao produto é obtida pela combinação de uma relação de Okun com uma estimativa do custo médio dos subsídios de desemprego.

O saldo ciclicamente ajustado é obtido através da dedução destes efeitos cíclicos ao saldo orçamental efectivo. Desta forma, o saldo efectivo podia ser decomposto nas componentes cíclica e não cíclica. A componente cíclica corresponde à contribuição do ciclo económico para a evolução orça-

mental num determinado ano. A componente não cíclica – i.e. o saldo ciclicamente ajustado – correspondia ao saldo orçamental que teria sido observado se a economia estivesse na sua tendência. Quando o hiato do produto é positivo (negativo) – i.e. o produto efectivo excede (é menor do que) o produto tendencial – o ciclo tem um efeito positivo (negativo) sobre o saldo das administrações públicas e, portanto, o saldo ciclicamente ajustado é menor (maior) do que o saldo efectivo.

3. A NOVA METODOLOGIA

Esta secção descreve a nova abordagem usada pelo Banco de Portugal para obter estimativas do saldo ajustado do ciclo, seguindo a metodologia descrita em Bouthevillain *et al.* (2001), apresentando as suas principais características e algumas adaptações necessárias à sua aplicação ao caso português. Esta metodologia resultou de um projecto que envolveu os Bancos Centrais Nacionais dos Estados-membros da União Europeia e o Banco Central Europeu.

A subsecção 3.1 trata da determinação da componente cíclica das receitas e despesas das administrações públicas. A metodologia de Bouthevillain *et al.* (2001) não foi aplicada directamente ao caso português. A subsecção 3.2 salienta as principais inovações da sua adaptação para Portugal. Finalmente, a subsecção 3.3 discute a estimação da tendência do produto.

3.1 Componentes cíclicas das receitas e despesas orçamentais

Como ponto de partida, devem destacar-se as principais diferenças relativamente à metodologia descrita na secção 2. Primeiro, como foi mencionado anteriormente, Centeno (1994) obteve as elasticidades dos impostos através de estimações econométricas. O procedimento tem algumas desvantagens, porque não leva em conta alterações no sistema de impostos, como as que ocorreram frequentemente durante o período da amostra. Por isso, a nova abordagem – seguindo de perto a metodologia proposta por van den Noord (2000) – obtém as elasticidades a partir das regras fiscais em vigor.

Segundo, a composição relativa do hiato do produto é levada explicitamente em consideração no cálculo da componente cíclica das variáveis or-

çamentais. Com efeito, ao contrário da abordagem anterior, as novas elasticidades dos impostos são relacionadas com *proxies* das bases dos impostos e não com o produto. Assim, os saldos ciclicamente ajustados não são independentes da composição do PIB.

Finalmente, considera-se explicitamente que só as componentes privadas do PIB são responsáveis pela flutuação cíclica do PIB. Esta hipótese tem implicações sobre o ajustamento cíclico das receitas, já que parte dos impostos recebidos depende da despesa pública. Desta forma, apenas as receitas de impostos geradas pelo sector privado são ajustadas ciclicamente.

O resto da secção discute os procedimentos usados na estimação das elasticidades orçamentais relevantes.

a) Impostos directos sobre as famílias

Em Portugal, o imposto sobre o rendimento das pessoas singulares (IRS) é responsável pela quase totalidade da receita fiscal relativa aos impostos directos sobre as famílias. Tendo em conta os objectivos deste estudo, as receitas de IRS podem ser divididas em três componentes principais: imposto retido na fonte sobre os rendimentos de capitais recebidos pelas famílias, imposto sobre os rendimentos do trabalho dos funcionários públicos e imposto sobre os rendimentos do trabalho do sector privado⁽²⁾.

A distinção entre impostos sobre o trabalho e impostos sobre o capital é importante, porque, de acordo com a metodologia utilizada, apenas os primeiros estão sujeitos a flutuações cíclicas⁽³⁾. Por outro lado, a distinção entre impostos sobre o rendimento de trabalhadores das administrações públicas e outros impostos sobre o rendimento do trabalho é também necessária, devido à hipótese de que apenas as componentes privadas têm flutuações cíclicas. O IRS pago por trabalhadores por conta de outrem não vinculados às administrações

públicas, entre 1995 e 2000, correspondeu aproximadamente a 60 por cento dos impostos directos pagos pelas famílias, de acordo com a informação cedida pela administração fiscal⁽⁴⁾.

O total dos impostos directos sobre as famílias (IDF) pode, então, ser escrito como:

$$IDF = IR + IR^P + IR^G \quad (2)$$

onde IR é o imposto retido na fonte sobre os rendimentos de capitais, e IR^P e IR^G são, respectivamente, os impostos sobre os rendimentos do trabalho pagos pelo sector privado e pelas administrações públicas, respectivamente.

A sensibilidade do rendimento do trabalho em relação às flutuações cíclicas foi estimada a partir de dados agregados fornecidos pela administração fiscal⁽⁵⁾. Em cada classe de contribuintes o imposto

médio pago é $t_i \left(\frac{W_i^P}{N_i^P} \right)$, sendo t_i o imposto (médio)

por trabalhador, expresso como função de W_i , a massa salarial total dessa classe, e de N_i , o número de trabalhadores dessa classe.

Assim, a receita total do imposto sobre o rendimento dos trabalhadores do sector privado é dada por:

$$IR^P = \sum_{i=1}^n t_i \left(\frac{W_i^P}{N_i^P} \right) N_i^P \quad (3)$$

O diferencial total de IR^P é:

$$dIR^P = \sum_{i=1}^n \frac{\partial t_i}{\partial \left(\frac{W_i^P}{N_i^P} \right)_i} \left(\frac{dW_i^P N_i^P - dN_i^P W_i^P}{N_i^{P^2}} \right) N_i^P + \sum_{i=1}^n t_i dN_i^P \quad (4)$$

Rearranjando obtém-se⁽⁶⁾:

$$\frac{dIR^P}{IR^P} = \sum_{i=1}^n \frac{\partial t_i}{\partial w_i^P} \frac{w_i^P}{t_i} \frac{t_i N_i^P}{IR^P} \left(\frac{dW^P}{W^P} - \frac{dN^P}{N^P} \right) + \frac{dN^P}{N^P}$$

(2) Existem receitas fiscais relativas a outras fontes de rendimento (por exemplo, rendas ou pensões), mas representam uma parcela muito pequena quando comparada com o rendimento do trabalho.

(3) Vale a pena mencionar que esta metodologia assume que as flutuações cíclicas não têm impacto sobre a taxa de juro e, portanto, sobre os juros pagos pelas administrações públicas e os juros recebidos pelas famílias.

(4) Esta proporção é afectada, entre outros factores, pelas taxas de juro dos depósitos. Por exemplo, durante o período de 1995 a 2000 este rácio aumentou de 56.2 por cento para 63 por cento.

(5) Os dados agrupados não distinguem entre rendimento do trabalho (e impostos) dos trabalhadores das administrações públicas e do sector privado. Assumiu-se que ambas as fontes de rendimento têm a mesma distribuição entre as famílias.

(6) Assume-se que os novos trabalhadores que entram para a força de trabalho têm a mesma distribuição daqueles que já trabalhavam, ou seja, $\frac{dN_i}{N_i} = \frac{dN}{N}$. Assume-se também que a taxa de variação dos salários é a mesma para todos os trabalhadores.

$$= \eta_{\frac{IR^P W}{N^P N}} \times \left(\frac{dW^P}{W^P} - \frac{dN^P}{N^P} \right) + \frac{dN^P}{N^P} \quad (5)$$

onde $\eta_{\frac{IR^P W}{N^P N}} = \sum_{i=1}^n \frac{\partial t}{\partial W_i^P} \frac{W_i^P}{t_i} \frac{t_i N_i^P}{IR^P}$ é a elasticidade do imposto em relação ao salário médio e w_i^P é o salário médio da classe.

Usando os dados fornecidos pela administração fiscal⁽⁷⁾, obteve-se uma elasticidade do imposto igual a 1.69, que é inferior ao valor calculado pela OCDE para Portugal^{(8),(9)}.

A componente cíclica dos impostos directos sobre as famílias é então:

$$IDF^C = IR^{P,C} = \left\{ \eta_{\frac{DTF W}{N^P N}} \times [hiato(W^P) - hiato(N^P)] + hiato(N^P) \right\} \times IR^P \quad (6)$$

onde W^P é o rendimento total do trabalho do sector privado e N^P é o emprego total do sector privado.

b) Impostos directos sobre as empresas

Em Portugal, as empresas têm que efectuar pagamentos por conta relativos ao imposto sobre o

(7) Os dados referentes a 1998 sobre o número de contribuintes, o rendimento total e a dívida fiscal, distribuídos por 20 classes de rendimento, foram cedidos pela administração fiscal. A utilização deste tipo de dados é analisada em Sarmiento (1996).

(8) A elasticidade calculada pela OCDE é de 1.9 (veja-se van den Noord (2000)). Esta diferença deve-se, em parte, ao facto de van den Noord (2000) ter calculado o rácio entre a taxa marginal de imposto ponderada pelo rendimento e a taxa média ponderada pelo rendimento. No nosso caso utilizou-se como ponderador o imposto pago, de acordo com a equação (4). Dado que as classes com maior nível de rendimento estão associadas, em média, a elasticidades menores – e o seu peso na receita total do imposto é maior do que no rendimento total, devido à progressividade do sistema de impostos – a abordagem da OCDE leva necessariamente a uma elasticidade maior.

(9) Vale a pena mencionar que esta estimativa e a que foi apresentada pela OCDE excedem as elasticidades calculadas pela OCDE para países que têm um sistema fiscal mais progressivo que o português (por exemplo, os países nórdicos têm elasticidades entre 1.3 e 1.5). A explicação para este resultado reside em três pontos. Primeiro, em Portugal, a taxa marginal de imposto mais elevada começa a aplicar-se num nível de rendimento consideravelmente inferior. Segundo, a taxa média de imposto em Portugal é menor do que nos países nórdicos. Finalmente, deve ainda salientar-se que Sarmiento (1996), usando dados de 1993, mostrou que a tabela de imposto era responsável apenas por 1/3 da progressividade do IRS.

rendimento das pessoas colectivas (IRC), numa proporção igual a 75 ou 85 por cento do imposto do ano anterior. Assim, em cada ano a receita do imposto é igual ao imposto relativo ao rendimento do ano anterior menos os pagamentos por conta efectuados no ano anterior, mais os pagamentos por conta do ano em curso. Porém, esta é apenas uma aproximação ao verdadeiro montante da receita do imposto, já que qualquer empresa pode pedir a suspensão dos pagamentos por conta quando estima que o imposto a pagar sobre os lucros desse ano é igual, ou inferior, aos pagamentos por conta já efectuados. Tendo por base esta regra e o carácter proporcional do imposto, a componente cíclica dos impostos directos sobre as empresas é dada pela seguinte expressão:

$$IDE^C = \left\{ \min[hiato(EE_t); hiato(EE_{t-1})] + \max[hiato(EE_{t-1}) - hiato(EE_{t-2}); 0] \right\} \times IDE \quad (7)$$

onde EE é o excedente bruto de exploração e IDE representa os impostos directos sobre as empresas.

c) Contribuições para a segurança social

As contribuições do sector privado para a segurança social são aproximadamente proporcionais ao rendimento do trabalho do sector privado. Por isso, considerou-se uma elasticidade do imposto relativamente ao rendimento do trabalho do sector privado igual a 1. Desta forma, a componente cíclica das contribuições para a segurança social é dada por:

$$CS^C = hiato(W^P) \times CS \quad (8)$$

onde CS e CS^C são, respectivamente, o total e a componente cíclica das contribuições privadas para a segurança social.

d) Impostos indirectos

As receitas dos impostos sobre bens e serviços podem ser representadas da seguinte forma:

$$IBS = \sum_{i=1}^n t_i x_i \quad (9)$$

onde IBS representa os impostos sobre bens e serviços, x_i é a despesa efectuada no bem i e t_i é a correspondente taxa de imposto. O diferencial total

dos IBS, relativamente à despesa total, x , é o seguinte:

$$\frac{dIBS}{IBS} = \sum_{i=1}^n t_i \alpha_i \frac{\partial x_i}{\partial x} \frac{x}{x_i} \frac{dx}{x} = \sum_{i=1}^n t_i \alpha_i \eta_{x_i, x} \frac{x}{IBS} \frac{dx}{x} \quad (10)$$

$$IBS^c = \sum_{i=1}^n t_i \alpha_i \eta_{x_i, x} \frac{x}{IBS} \text{hiato}(C^p) \quad (11)$$

onde α_i é a proporção do bem i no consumo total e $\eta_{x_i, x}$ a correspondente elasticidade do rendimento. Todas as elasticidades rendimento foram obtidas através da estimação de um *Sistema Quase Ideal de Funções Procura* de curvas de Engel. Os dados utilizados foram extraídos do Inquérito aos Orçamentos Familiares⁽¹¹⁾. Foram consideradas 25 categorias de bens de consumo e as respectivas taxas de imposto que incluem quer o IVA quer os impostos específicos. Este procedimento permitiu obter um valor de 1.1 para a elasticidade dos impostos indirectos relativamente à despesa de consumo, o que significa que os impostos sobre bens e serviços têm no seu conjunto um efeito progressivo. Este resultado está de acordo com o estudo de Albuquerque e Neves (1994).

e) Estimação da elasticidade da despesa

Do lado da despesa, considerou-se que apenas os subsídios de desemprego são influenciados pelo ciclo e que a despesa com os subsídios de desemprego é proporcional ao número de desempregados. Para o cálculo da componente cíclica do desemprego, assumiu-se uma taxa natural de desemprego constante no tempo, em conformidade com as conclusões de estudos empíricos realizados para o caso português, que apontam para valores razoavelmente estáveis para aquela taxa, desde o início dos anos 80. Esta constitui, aliás, uma característica específica do mercado de trabalho português, quando comparado com o da maioria dos outros países europeus.

Para a estimativa da taxa natural de desemprego utilizaram-se os dados do Inquérito ao Empre-

go do Instituto Nacional de Estatística. Este inquérito sofreu, em 1998, alterações metodológicas importantes em resultado da adopção das orientações do *Eurostat* relacionadas com questões de harmonização estatística, dando origem a uma quebra na série de desemprego entre 1997 e 1998, na ordem de 0.75 pontos percentuais. Usando as séries até 1997, vários estudos estimaram valores para a taxa natural de desemprego situados num intervalo entre 5.5 e 6.0 por cento⁽¹²⁾. Assim, levando em conta a quebra estatística, essas estimativas deveriam ser actualizadas para cerca de 5.0 por cento.

Para o cálculo das despesas ciclicamente ajustadas, o hiato do desemprego é obtido como a diferença entre o desemprego efectivo e o desemprego natural, em percentagem do desemprego natural.

3.2 Características específicas do caso português

A metodologia proposta por Bouthevillain *et al.* (2001) não foi aplicada directamente ao caso português. Esta subsecção apresenta as principais alterações que foram introduzidas⁽¹³⁾.

Bouthevillain *et al.* (2001) utilizaram várias abordagens para estimar as elasticidades orçamentais, por forma a permitir o tratamento de características específicas de cada país. Para Portugal, a experiência passada leva a que se exclua a estimação destas elasticidades a partir de regressões com séries temporais, já que é praticamente impossível ter em conta todas as alterações ocorridas no sistema fiscal durante o período em análise. Além disso, o sistema fiscal português sofreu importantes alterações estruturais durante a segunda metade da década de 80⁽¹⁴⁾, que afectaram a quase totalidade do sistema fiscal português, dificultando, assim, a obtenção de séries temporais consistentes relativamente longas que seriam imprescindíveis para a estimação econométrica.

Para a elasticidade dos impostos sobre as empresas relativamente ao excedente de exploração, é frequente utilizar-se o valor 1 (veja-se, por exem-

(10) Note-se que $\sum_{i=1}^n t_i \alpha_i \eta_{x_i, x} \frac{x}{IBS}$ pode ser interpretado como a elasticidade dos impostos sobre bens e serviços relativamente à despesa, dado que corresponde ao coeficiente entre a taxa marginal de imposto (de uma unidade de despesa) e a taxa média de imposto.

(11) As elasticidades foram retiradas de Casimiro (1997).

(12) Veja-se, por exemplo, Luz e Pinheiro (1993), Marques e Botas (1997), Modesto (1997) e Gaspar e Luz (1997).

(13) Todos os resultados relativos a Portugal incluídos em Bouthevillain *et al.* (2001), bem como a secção alusiva a Portugal, foram preparados no Banco de Portugal, por Luís Morais Sarmento.

(14) Estas alterações encontram-se descritas em Cunha e Neves (1995).

plo van den Noord (2000)). No caso português considera-se que este valor para a elasticidade se verifica apenas no longo prazo. No curto prazo, foi introduzido um desfasamento assimétrico para incorporar na análise os efeitos dos pagamentos por conta sobre a receita orçamental. Esta é a abordagem que melhor se adapta às especificidades do sistema fiscal português.

Em Bouthevillain *et al.* (2001), de acordo com o que é feito na literatura, para a maioria dos países da União Europeia, utilizou-se uma elasticidade unitária para os impostos indirectos. Porém, é possível que a elasticidade difira daquele valor devido a alterações no comportamento dos consumidores, já que os bens de luxo (inferiores), têm associada uma taxa de imposto mais (menos) elevada. A elasticidade usada para Portugal é, assim, consistente com os resultados da estimação de um conjunto completo de curvas de Engel, ao nível das famílias.

Para a maioria dos países, a componente cíclica do desemprego é obtida com o filtro de Hodrick-Prescott. No entanto, no caso português, é consensual que a taxa natural de desemprego tem permanecido constante desde o início da década de 80. Por isso, o hiato do desemprego foi estimado como a diferença entre o desemprego observado e o desemprego natural.

3.3 Métodos de estimação da tendência

De acordo com a abordagem descrita na secção 3.1, a definição do enquadramento macroeconómico de referência (ou tendência) não se baseia apenas no PIB, mas também num conjunto de outras variáveis macroeconómicas que, por hipótese, exibem uma forte relação com as componentes da receita e da despesa que são afectadas pela situação cíclica da economia. Essas variáveis são as seguintes: consumo privado (C^P), remuneração total dos trabalhadores do sector privado (W^P) e excedente bruto de exploração (EE^P), todas em termos reais, e ainda o emprego privado (N^P) e o número de desempregados.

A trajectória de referência (ou tendência) destas variáveis é calculada usando o filtro de Hodrick-Prescott (Hodrick e Prescott (1981)), que é frequentemente utilizado como uma técnica para extrair a tendência de séries temporais. O filtro de Hodrick-Prescott requer a escolha de um valor para o

parâmetro de alisamento λ . Um $\lambda = 0$ corresponde a uma tendência igual à série original (i.e. não existe componente cíclica). Pelo contrário, um λ infinito extrai uma tendência linear (i.e. uma taxa de crescimento constante). Na literatura as escolhas mais frequentes são $\lambda = 1600$ para dados trimestrais e $\lambda = 100$ para anuais.

Nos últimos anos, vários estudos têm-se debruçado sobre esta questão. Ravn e Uhlig (1997), por exemplo, sugerem que um valor de 1600 para dados trimestrais corresponde a um valor de 6 a 8 para dados anuais. Pedersen (1998), a partir da minimização de uma função perda definida para os efeitos de compressão e de fuga, concluiu que um λ igual a 4 seria o mais apropriado para dados anuais, quando se pretende considerar uma duração de 8 anos para o ciclo. Finalmente, de acordo com Maravall e Kaiser (1999), para a mesma duração do ciclo o valor de λ deveria estar entre 6 e 8⁽¹⁵⁾.

O Gráfico 1 mostra as taxas de crescimento da tendência para valores alternativos de λ (10, 30, 100 e 400). À semelhança de Bouthevillain *et al.* (2001), este estudo usa um valor de λ igual a 30. O Gráfico 2 apresenta os hiatos das variáveis macroeconómicas relevantes para o cálculo dos saldos ajustados do ciclo, para aquele valor de λ .

A estimação dos saldos ajustados do ciclo depende da escolha de λ , que é de alguma forma arbitrária. Por isso, é necessária alguma análise de sensibilidade, para ter uma ideia da magnitude de incerteza associada à estimação dos hiatos das diferentes variáveis macroeconómicas. Este tipo de análise é apresentado na secção 4.2 deste estudo.

É do conhecimento comum que métodos alternativos podem levar a estimativas quantitativamente diferentes do produto potencial⁽¹⁶⁾. Existe, por isso, uma incerteza considerável na medição do hiato do produto (e o mesmo se aplica aos hiatos das bases fiscais relevantes), exigindo um cuidado especial na interpretação dos resultados. Estes resultados sugerem que as estimativas obtidas devem ser comparadas com outros indicadores quantitativos do grau de utilização de factores produtivos na economia, como a taxa de desem-

(15) Correia *et al.* (1992) usaram um λ igual a 400.

(16) Veja-se, por exemplo, para a economia portuguesa, os resultados de Botas *et al.* (1998), e Pinheiro (1998).

Gráfico 1
TAXA DE CRESCIMENTO
DO PRODUTO TENDENCIAL

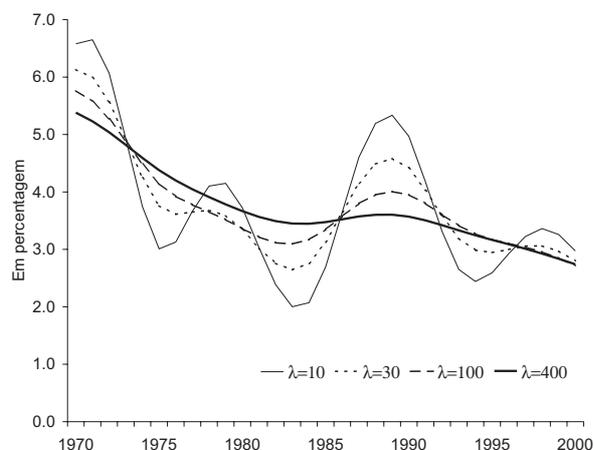
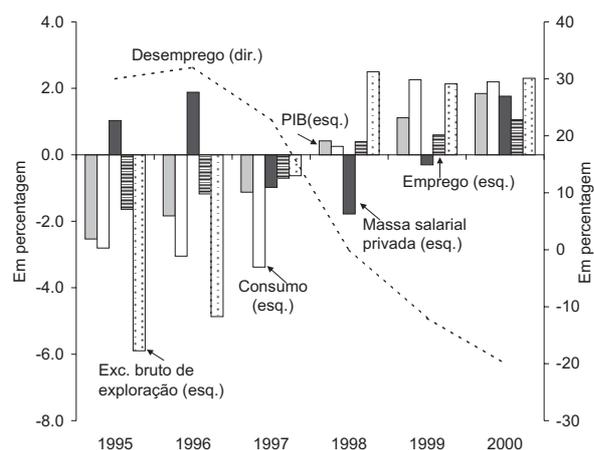


Gráfico 2
HIATOS DAS VARIÁVEIS
MACROECONÓMICAS UTILIZADAS



prego ou a taxa de utilização da capacidade em diferentes sectores da economia.

4. ESTIMATIVA DOS SALDOS AJUSTADOS DO CICLO⁽¹⁷⁾

Esta secção encontra-se dividida em três subsecções. A primeira apresenta as novas estimativas dos saldos ajustados do ciclo. A segunda efectua alguma análise de sensibilidade ao valor do parâmetro de alisamento do filtro de Hodrick-Prescott. A última subsecção trata da questão da sensibilidade dos saldos orçamentais ao ciclo.

O período considerado vai de 1995 a 2000. A escolha deste período amostral reflecte o facto de

não se encontrar disponível uma base de dados, construída de acordo com o SEC 95, para as contas das administrações públicas antes de 1995.

4.1 Saldos ajustados do ciclo para Portugal

O Quadro 1 mostra as estimativas das receitas e despesas ajustadas dos efeitos do ciclo, bem como os saldos efectivos e ajustados do ciclo. Em 2000, o défice total ajustado do ciclo foi mais elevado que o défice efectivo⁽¹⁸⁾. Este resultado reflecte o facto de, em 2000, o nível do produto ter estado acima da tendência, o que também se pode verificar pela evolução de outros indicadores. A taxa de desemprego, em 2000, esteve 1 ponto percentual abaixo da estimativa da taxa natural de desemprego, o que corresponde a um hiato negativo de cerca de 20 por cento. As taxas de utilização da capacidade em alguns sectores da economia (indústria e construção, por exemplo) estiveram também acima das médias históricas.

O Quadro 2 apresenta as variações das estimativas dos saldos ajustados do ciclo. O défice total ajustado diminuiu aproximadamente 1.1 pontos percentuais entre 1995 e 2000, no essencial devido à diminuição das despesas em juros tornada possível pelo sucesso do processo de desinflação, que permitiu uma redução no pagamento de juros em 3.1 pontos percentuais ao longo do período. O saldo primário ajustado do ciclo diminuiu 2.1 pontos percentuais, tendo esta diminuição sido particularmente acentuada em 1998 e 1999. Os resultados indicam, assim, que a orientação da política orçamental teve um carácter claramente expansionista⁽¹⁹⁾.

A estimação dos níveis (e das variações) dos saldos ajustados do ciclo encontra-se sujeita a uma incerteza considerável. De facto, os resultados

(17) Os resultados empíricos apresentados neste estudo são consistentes com as estimativas macroeconómicas divulgadas pelo Banco de Portugal neste *Boletim Económico*.

(18) Dada a natureza temporária e o elevado montante da receita associada às vendas de licenças UMTS, os valores de 2000 não incluem esta receita (aproximadamente 0.35 p. p. do PIB).

(19) A comparação da variação do saldo primário ajustado do ciclo com a evolução detalhada das receitas e despesas das administrações públicas está para além dos objectivos deste estudo. A esse respeito, para uma explicação relativa ao ano de 1998 veja-se, por exemplo, a caixa "Evolução recente da política orçamental", no *Boletim Económico* de Setembro de 1998, do Banco de Portugal.

Quadro 1

RECEITAS E DESPESAS AJUSTADAS DO CICLO ^(a)

Em percentagem do PIB

	Receita ajustada do ciclo	Despesa primária ajustada do ciclo	Saldo primário ajustado do ciclo	Despesas com juros	Saldo global ajustado do ciclo	Saldo efectivo
1995	40.9	38.4	2.5	6.2	-3.8	-4.5
1996	42.1	39.9	2.1	5.4	-3.2	-3.9
1997	42.5	40.0	2.5	4.2	-1.7	-2.7
1998	41.2	40.1	1.1	3.4	-2.3	-2.4
1999	42.0	41.5	0.4	3.2	-2.7	-2.1
2000	41.8	41.3	0.5	3.1	-2.6	-1.8

Nota:

(a) Exclui receitas da venda de licenças de UMTS

Quadro 2

VARIAÇÕES NA RECEITA E DESPESA AJUSTADAS DO CICLO ^(a)

Em percentagem do PIB

	Receita ajustada do ciclo	Despesa primária ajustada do ciclo	Saldo primário ajustado do ciclo	Despesas com juros	Saldo global ajustado do ciclo	Saldo efectivo
1996	1.2	1.6	-0.4	-0.9	0.5	0.6
1997	0.4	0.0	0.4	-1.1	1.5	1.2
1998	-1.3	0.1	-1.4	-0.8	-0.6	0.3
1999	0.8	1.5	-0.7	-0.3	-0.4	0.3
2000	-0.1	-0.2	0.1	-0.1	0.1	0.3

Nota:

(a) Exclui receitas da venda de licenças de UMTS. As variações apresentadas neste quadro podem não ser iguais às diferenças dos valores correspondentes apresentados no Quadro 1 devido a arredondamentos.

apresentados no Quadro 1 dependem fortemente do procedimento utilizado para estimar a trajetória de referência das variáveis macroeconómicas relevantes, bem como da estimação das elasticidades dos impostos. A experiência passada na análise deste tipo de indicadores, sugere que se dê uma maior ênfase à análise do sinal e da magnitude da variação dos saldos ajustados do ciclo, do que às correspondentes estimativas dos níveis. Os Gráficos 3 e 4 mostram, respectivamente, as variações dos saldos total e primário, ambos em valores efectivos e ciclicamente ajustados.

4.2 Sensibilidade a valores alternativos do parâmetro de alisamento

Dada a arbitrariedade da escolha de um valor para o parâmetro de alisamento λ , é útil efectuar uma análise de sensibilidade. Os Gráficos 5 e 6 apresentam as variações dos saldos total e primário ajustados do ciclo, respectivamente, usando dois valores diferentes para o parâmetro de alisamento (30 e 100). Não existem diferenças significativas entre os resultados obtidos, para este período em particular. As conclusões sobre a orientação da política orçamental são também idênticas.

Gráfico 3
VARIAÇÕES DOS SALDOS EFECTIVO
E AJUSTADO

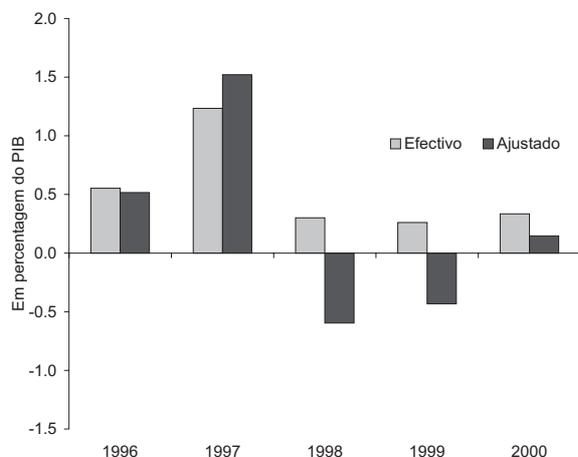


Gráfico 4
VARIAÇÕES DOS SALDOS PRIMÁRIOS
EFECTIVO E AJUSTADO

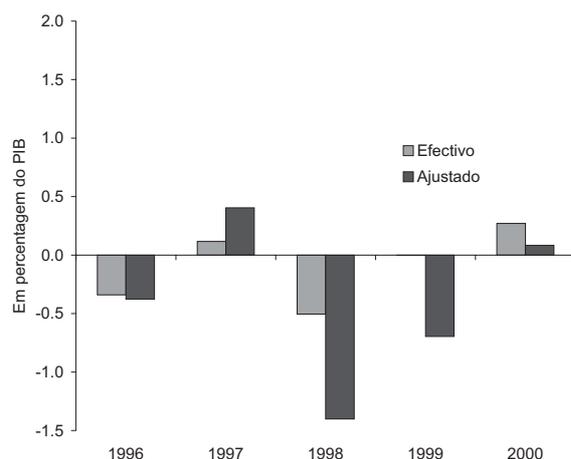


Gráfico 5
VARIAÇÕES DOS SALDOS AJUSTADOS

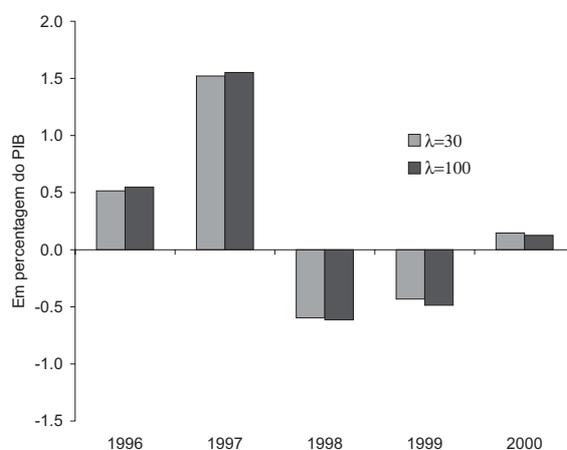
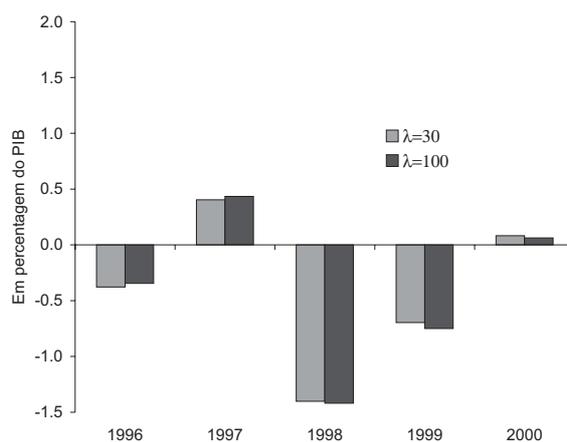


Gráfico 6
VARIAÇÕES DOS SALDOS PRIMÁRIOS
AJUSTADOS



4.3 Sensibilidade dos saldos orçamentais ao ciclo económico

Esta secção trata da sensibilidade dos saldos orçamentais relativamente ao ciclo económico. Seguindo a prática comum na literatura, esta sensibilidade – que corresponde a uma semi-elasticidade – é definida como a variação do saldo orçamental, expresso em pontos percentuais do PIB, em resultado de uma variação de 1 ponto percentual no hiato do produto⁽²⁰⁾. Dadas as características da presente metodologia, composições diferentes da procura – mesmo que somem 1 por cento do PIB – conduzem a estimativas diferentes para a semi-elasticidade.

O cálculo da semi-elasticidade não é simples, porque requer o cálculo dos hiatos de diversas variáveis macroeconómicas para além do PIB. Seguindo Bouthevillain *et al.* (2001), começámos por analisar os efeitos de um choque equilibrado, i. e., de uma variação proporcional das componentes privadas da procura agregada que soma 1 por cento do PIB⁽²¹⁾.

O hiato do produto pode ser escrito como a média ponderada das componentes cíclicas das rubricas da despesa:

(20) As componentes cíclicas dos saldos total e primário são iguais, dado que não existem efeitos cíclicos sobre o pagamento de juros, de acordo com esta metodologia.

$$\begin{aligned} \text{hiato}(\text{PIB}^{\text{PM}}) &= \beta_c \text{hiato}(C^P) + \beta_{I^P} \text{hiato}(I^P) + \\ &+ \beta_{I^G} \text{hiato}(I^G) + \beta_G \text{hiato}(G) + \beta_{NX} \text{hiato}(NX) \end{aligned} \quad (12)$$

onde PIB^{PM} é o produto medido a preços de mercado, C^P é o consumo privado, I^P e I^G são os investimentos privado e público, respectivamente, G é o consumo público e NX são as exportações líquidas. Os betas são os ponderadores da tendência de cada componente da procura na tendência do PIB⁽²²⁾. De acordo com a metodologia anteriormente apresentada, o choque não deveria afectar as componentes públicas da procura agregada (consumo público e investimento público). Por isso, neste exercício assume-se que $\text{hiato}(G) = \text{hiato}(I^G) = 0$. Desta forma, para produzir um choque de 1 por cento do PIB, os hiatos das componentes privadas têm que sofrer uma alteração de escala apropriada (i.e. em mais do que 1 por cento).

A determinação do PIB pela abordagem do rendimento coloca também algumas restrições. O PIB a preços base é igual ao PIB a preços de mercado mais subsídios (S) menos impostos sobre os produtos, relativamente aos quais, para efeitos deste exercício, se assume que têm a mesma componente cíclica que os impostos sobre bens e serviços. Finalmente, o rendimento nacional é definido como o rendimento do trabalho (W) mais o excedente de exploração (EE). Assim, o PIB a preços de mercado pode ser escrito como:

$$\begin{aligned} \text{hiato}(\text{PIB}^{\text{PM}}) &= \beta_{W^P} \text{hiato}(W^P) + \beta_{W^G} \text{hiato}(W^G) + \\ &\beta_{EE} \text{hiato}(EE) - \beta_S \text{hiato}(S) + \beta_{ISP} \text{IBS}^C \end{aligned} \quad (13)$$

onde se assumiu que $\text{hiato}(W^G)$ e $\text{hiato}(S)$ são iguais a zero, uma vez que se assume que não existe componente cíclica das variáveis determinadas pelas autoridades públicas.

A sensibilidade dos saldos orçamentais relativamente ao ciclo podem ser calculadas de diversas formas. De acordo com Bouthevillain *et al.* (2001), uma forma possível é estimar o impacto de um

(21) A implementação deste exercício levanta questões técnicas muito interessantes. Para uma discussão detalhada ver Bouthevillain *et al.* 2001.

(22) Por exemplo $B_c = \frac{C^*}{Y^*}$, onde C^* e Y^* representam os valores da tendência do consumo privado e do PIB.

choque equilibrado, no qual as componentes cíclicas das rubricas da despesa (rendimento) são iguais e sofrem uma alteração de escala apropriada para produzir um hiato do PIB de um por cento.

Esta abordagem produziu uma semi-elasticidade do saldo orçamental relativamente ao PIB igual a 0.50 no estado estacionário⁽²³⁾ (i.e. assumindo que a tendência do PIB está 1 por cento acima do valor de base). O impacto, não é, contudo, nem constante ao longo do tempo, nem independente do sinal da variação do hiato do excedente de exploração, dado o método de determinação da componente cíclica dos impostos directos sobre as empresas. No caso de um aumento do hiato do excedente de exploração, a semi-elasticidade é ligeiramente inferior a 0.5 no primeiro ano, e ligeiramente superior no segundo, sendo igual a 0.5 nos anos seguintes. No caso de uma redução do hiato do excedente de exploração, a semi-elasticidade é sempre igual a 0.5.

Este resultado é semelhante ao de Centeno (1994), que obteve uma estimativa da semi-elasticidade de 0.52.

Como anteriormente referido, esta nova metodologia permite avaliar também o impacto de choques não equilibrados na procura sobre os saldos orçamentais. Considerem-se duas situações extremas. No primeiro caso, vamos assumir que há um aumento da procura externa dirigida às exportações portuguesas, que provoca um aumento de 1 por cento no PIB relativamente ao valor de base, através do mecanismo de transmissão macroeconómica habitual: aumento das exportações e, depois, do investimento, do emprego e do consumo privado. Este tipo de choque produz um impacto positivo sobre as receitas de impostos. Este efeito é, contudo, menor do que o correspondente a choque com igual impacto sobre o PIB, mas com uma maior contribuição da procura interna. No segundo exemplo, assumimos que se verifica uma diminuição da taxa de juro nominal, de tal forma que o efeito total sobre o PIB é de 1 por cento, relativamente ao valor de base. O mecanismo de transmissão é agora caracterizado por um forte desvio da procura interna, do consumo e da formação bruta de capital fixo relativamente ao valor de base.

Estimativa obtida para 1999.

É possível estimar o impacto dos dois choques sobre as variáveis relevantes da despesa e do rendimento (i.e. bases fiscais), quando se usa um modelo macroeconómico. O impacto sobre os saldos orçamentais é mais forte no caso do choque sobre a taxa de juro, porque as bases fiscais são afectadas numa maior magnitude, do que no caso de um choque sobre a procura externa. As semi-elasticidades estimadas em estado estacionário são aproximadamente 0.6 e 0.4, respectivamente.

5. CONCLUSÕES

Este estudo descreve a nova metodologia adoptada pelo Banco de Portugal para calcular os saldos ajustados do ciclo. As suas principais conclusões são as seguintes:

- a) A nova metodologia tem vantagens claras sobre a anterior. Em particular, refiram-se a melhoria dos procedimentos usados na estimação das elasticidades orçamentais e a possibilidade de se obter diferentes respostas do saldo orçamental relativamente ao ciclo para diferentes composições do PIB.
- b) A semi-elasticidade estimada do saldo orçamental relativamente ao PIB é de aproximadamente 0.5. Assim, se a taxa de crescimento do PIB for revista 1.0 ponto percentual para cima, os saldos orçamentais (total e primário) são afectados, em média, em 0.5 pontos percentuais. Este resultado é bastante próximo das conclusões de Centeno (1994).
- c) A composição do crescimento é importante para a estimação dos efeitos cíclicos. Os resultados deste estudo indicam que a semi-elasticidade do saldo orçamental varia entre, aproximadamente, 0.4 e 0.6. Estas estimativas correspondem à sensibilidade orçamental relativamente a um aumento das exportações, no primeiro caso, e a uma diminuição da taxa de juro nominal, no segundo, de tal forma que, em ambas as situações, o PIB aumenta 1 por cento relativamente ao valor de base.
- d) O défice ajustado do ciclo foi, em 2000, maior que o défice observado. Este resultado foi obtido de forma consistente admitindo diferentes hipóteses de trabalho e reflecte o

facto de o produto, em 2000, se ter situado acima da tendência.

É importante ainda salientar alguns aspectos sobre a interpretação dos valores ciclicamente ajustados. Primeiro, deve mencionar-se que a evolução orçamental é também afectada por outros factores para além dos desenvolvimentos cíclicos, como é o caso de efeitos temporários, alterações de preços ou alterações estruturais da economia. Segundo, existe um elevado grau de incerteza associado à estimação do hiato do produto e, portanto, à estimação dos desvios de qualquer variável macroeconómica face à sua tendência. A este respeito são particularmente importantes os problemas do filtro de Hodrick-Prescott nos extremos da amostra. Finalmente, as elasticidades orçamentais podem variar ao longo do tempo e, por isso, é imprescindível um processo contínuo de actualização que reflecta as alterações do sistema fiscal e do comportamento dos agentes económicos.

REFERÊNCIAS

- Albuquerque, Rui e Pedro Duarte Neves (1994), “Efeitos redistributivos da tributação indirecta em Portugal”, Banco de Portugal, *Boletim Trimestral*, vol. 16, no. 3/4, pp. 43-56.
- Botas, Susana, Carlos Robalo Marques e Pedro Duarte Neves (1998), “Estimação do produto potencial para a economia portuguesa”, Banco de Portugal, *Boletim Económico*, Dezembro, pp. 49-57.
- Bouthevillain, Carine, Philippine Cour-Thimann, Gerrit van den Dool, Pablo Hernández de Cos, Geert Langenus, Mathias Mohr, Sandro Momigliano and Mika Tujula (2001), “Cyclically Adjusted Budget Balances: an Alternative Approach”, Banco Central Europeu, *Working Paper* no. 77, Setembro.
- Casimiro, Paula (1997), “Modelação de Curvas de Engel para Portugal no período 1989-1990”, Instituto Superior de Economia e Gestão, Universidade Técnica de Lisboa, Dissertação de Mestrado.
- Centeno, Mário (1994), “Política Orçamental: indicadores e análise”, Banco de Portugal, *Boletim Trimestral*, vol. 16, no. 1, pp. 33-44.
- Comissão Europeia (1995), “Technical note: The Commission Service’s Method for Cyclical

- Adjustment of Government Budget Balances”, *European Economy*, no. 60, pp. 35-49.
- Correia, Isabel H., João L. Neves e Sérgio Rebelo (1992), “Business Cycles from 1850-1950: New Facts About Old Data”, *European Economic Review*, 36, 459-467.
- Cunha, Jorge C. e Pedro Duarte Neves (1995), “Política Orçamental em Portugal: 1986-1994”, Banco de Portugal, *Boletim Económico*, Março, pp. 51-66.
- Gaspar, Vitor e Sílvia Luz (1997), “Desemprego e salários em Portugal”, Banco de Portugal, *Boletim Económico*, Dezembro, pp. 27-32.
- Hodrick, Robert, J. e Edward C. Prescott (1997), “Post-war US Business Cycles: an Empirical Investigation”, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 29, no. 1, pp. 1-16.
- Luz, Sílvia e Maximiano Pinheiro (1993), “Desemprego, vagas e crescimento salarial”, Banco de Portugal, *Boletim Trimestral*, vol. 15, no. 2.
- Marques, Carlos Robalo e Susana Botas (1997), “Estimation of the NAIRU for the Portuguese Economy”, Banco de Portugal, *Working Paper* no. 6/97.
- Kaiser, Regina e Augustín Maravall (1999), “Estimation of the Business Cycle: a Modified Hodrick-Prescott filter), Banco de España, *Working Paper* no. 99/12.
- Modesto, Leonor (1997), “Measuring Job Mismatch and Structural Unemployment in Portugal: an Empirical Study Using Panel”, *Working Paper* no. 1, DGEF, Ministério das Finanças.
- Pedersen, T. M. (1998), “The Hodrick-Prescott Filter, the Slutsky Effect, and the Discretionary Effect of Filters”, University of Copenhagen, Institute of Economics, *Working Paper*.
- Pinheiro, Maximiano (1998), “Estimação do Hiato do Produto: Um Método Bivariado”, Banco de Portugal, *Boletim Económico*, Dezembro, pp. 59-66.
- Ravn, M. O. e H. Uhlig (1997), “On Adjusting the HP-Filter for the Frequency of Observations”, mimeo.
- Sarmiento, Luís (1996), “Progressividade no IRS – o Caso do Modelo 1 – Rendimentos do Trabalho”, Banco de Portugal, *Boletim Económico*, Junho, pp. 85-95.
- Sarmiento, Luís (1999), “The Use of Cyclically Adjusted Balances at Banco de Portugal”, in *Indicators of Structural Budget Balances*, Banca d’Itália, pp. 273-284.
- van den Noord, P. (2001), “The Size and the Role of Automatic Stabilizers in the 1990s and Beyond”, OCDE, *Working Paper* no. 230, Janeiro.

CONVERSÃO DOS PREÇOS DE ESCUDOS PARA EUROS: ESTIMATIVA QUANTITATIVA DO SEU EFEITO SOBRE O IPC*

*Daniel Santos***, *Rui Evangelista***,
*Teresa Nascimento**** e *Carlos Coimbra****

1. INTRODUÇÃO

A conversão para euros dos preços expressos nas actuais denominações nacionais da moeda tem suscitado alguns receios sobre o seu efeito na inflação na generalidade dos Estados-membros, participantes na União Monetária. Para avaliar até que ponto esses receios se justificam no caso português, o Instituto Nacional de Estatística (INE) e o Banco de Portugal procederam à definição de um conjunto de simulações, que permitiram elaborar três cenários para estudar o impacto dessa conversão no Índice de Preços no Consumidor (IPC).

As simulações foram efectuadas pelo INE a partir da amostra de preços que serviu de base ao cálculo do IPC nacional para Janeiro de 2001. A opção por esta amostra mensal foi motivada para assegurar que as simulações fossem afectadas pelos mesmos efeitos sazonais que deverão registar-se em Janeiro de 2002, o mês em que se inicia a utilização das novas notas e moedas denominadas em euros.

Este estudo não visou estimar a variação provável do IPC em Janeiro de 2002, ou sequer, avaliar em toda a extensão todos os potenciais efeitos da conversão, tanto mais que seria praticamente im-

possível isolar rigorosamente, entre as variações gerais dos preços, quais as que seriam exclusivamente imputáveis à conversão do numerário de escudos para euros. É mesmo possível que, por vezes, a conversão seja utilizada como pretexto para proceder a revisões de preços que ocorreriam fatalmente houvesse ou não a conversão. Estas revisões de preços dependem fundamentalmente de alterações nas condições de produção e de mercado enfrentadas pelas empresas. Contudo, além destes factores fundamentais, as revisões de preços podem ainda ser influenciadas pelos chamados “*menu costs*”. Estes custos correspondem basicamente às despesas com alterações na etiquetagem, nos catálogos e, de forma mais geral, na informação sobre os preços praticados. A existência deste tipo de custos tende a limitar a frequência com que os preços são revistos. A inevitabilidade destas alterações, com a conversão dos preços de escudos para euros, poderia, em alguns casos, determinar antecipações nas revisões de preços. No entanto, o facto de a dupla fixação de preços se ter já iniciado e o de a conversão decorrer até ao final de Fevereiro de 2002 deverá atenuar este tipo de efeito. Aliás, refira-se que, em sentido oposto deverão actuar outro tipo de factores, com destaque para os potenciais efeitos benéficos, sobre os custos de produção e sobre o funcionamento dos mercados, decorrentes da utilização da mesma unidade monetária em doze países da União Europeia que tenderão a sentir-se num horizonte temporal bem mais dilatado que os dois meses iniciais de 2002. Adicionalmente, a conversão poderá moti-

* As opiniões expressas no artigo são da responsabilidade dos autores e não coincidem necessariamente com as posições das instituições em que trabalham. Os autores agradecem a colaboração do Eng. José Figueiredo e do Dr. Miguel Bastos do Instituto Nacional de Estatística, no desenvolvimento e implementação das aplicações informáticas correspondentes aos algoritmos utilizados para elaboração dos cenários alternativos.

** Instituto Nacional de Estatística.

*** Banco de Portugal.

var, pelo menos durante esses dois meses de transição, uma maior sensibilidade dos consumidores às diferenças entre os preços praticados para os mesmos produtos em estabelecimentos diferentes. A possibilidade de forte penalização no prestígio das empresas junto dos consumidores, que no caso de mercados concorrenciais se traduziria na consequente redução da respectiva quota de mercado, da fixação de preços excessivamente elevados em euros, deverá actuar como elemento dissuasor dessas práticas.

Sendo difícil ponderar como todos estes efeitos se reflectirão no IPC, foi adoptada uma abordagem pragmática que, através da análise das regras de arredondamento e da pesquisa de factores característicos da distribuição dos preços dos produtos do cabaz de referência do IPC, permitisse delimitar o impacto da conversão, condicional a hipóteses sobre o comportamento que as empresas seguiriam na fixação dos preços em euros. Naturalmente, um dos cenários elaborados correspondeu à hipótese de conversão simples dos preços de escudos para euros, de acordo com as regras de arredondamento estabelecidas, tendo em conta, nomeadamente, que a denominação monetária mais baixa do euro será o cêntimo.

Os outros dois cenários (“optimista” e “pessimista”) foram elaborados tendo presente práticas de fixação de preços muito comuns no comércio a retalho em torno do que se poderá designar por preços “atractivos”. Entre estes preços, podemos distinguir dois grupos, os chamados preços “convenientes” e os preços “psicológicos”. Os preços “convenientes” são fixados de modo a simplificar os pagamentos, tendo em conta a abundância relativa e o valor nominal das diversas moedas e notas em circulação. Por esse motivo, muitos dos preços “convenientes” correspondem a preços em que os últimos dígitos são nulos. Os preços “psicológicos” correspondem a preços que pretendem induzir o consumidor a subavaliar o custo dos produtos, com é o caso de preços que têm como últimos dígitos o algarismo 9, ou os algarismos 90. Exemplos destes preços são ou 499\$00 ou 4990\$00 em vez de 500\$00, e 5000\$00, respectivamente. Admitindo que, também, a fixação de preços em euros tenderá a reflectir a prática de preços “atractivos”, os dois cenários foram construídos de forma a definir um intervalo dentro do qual se deverá situar o impacto dessa prática na evolução do IPC.

De acordo com os resultados obtidos, este intervalo tem uma amplitude relativamente reduzida, sugerindo que o impacto da conversão será pouco significativo, no caso português.

O resto deste artigo está organizado da forma seguinte: na próxima secção apresenta-se um conjunto de gráficos que permitem caracterizar a distribuição dos preços em escudos e em que é possível detectar a frequência significativa de preços “atractivos” em algumas das classes que compõem o IPC; na terceira secção, são referidos os critérios de elaboração dos cenários alternativos; finalmente, na última secção apresentam-se os resultados obtidos e as conclusões.

2. DISTRIBUIÇÃO DOS PREÇOS

A distribuição dos preços não é independente da “escala” da moeda. Por exemplo, é natural que em Itália os preços expressos em milhares de unidades monetárias (liras) sejam muito mais numerosos que os preços expressos em milhares de unidades monetárias na Alemanha (marcos). Também a prática de preços “atractivos” determinará alguma concentração de preços em torno de valores especiais. Para observar a distribuição dos preços em escudos que integram o IPC foi elaborado um conjunto de gráficos.

O Gráfico 1 dá uma ideia inicial da distribuição dos preços em escudos na amostra do IPC. A distribuição de frequência destes preços não é uniforme, tendo os preços mais pequenos uma frequência elevada. Refira-se, contudo, que a elevada frequência de preços bastante baixos não traduz apenas a existência de um número elevado de produtos com preços baixos no cabaz do consumidor, mas também o facto de diversos preços de produtos na amostra estarem referidos a unidades de medida muito pequenas.

A identificação dos preços “atractivos” foi feita de uma forma empírica através de histogramas dos últimos dígitos relativos a diferentes intervalos de preços individuais e também a diferentes classes do IPC. Assim, foram construídos, em primeiro lugar, os histogramas dos últimos dígitos relativos a quatro intervalos de preços, correspondentes aos preços compreendidos entre 0 e 999\$00, entre 1000\$00 e 9999\$00, entre 10000\$00 e 49999\$00 e entre 50000\$00 e 300000\$00, respectivamente, dado que os preços mais pequenos são mais fre-

Gráfico 1

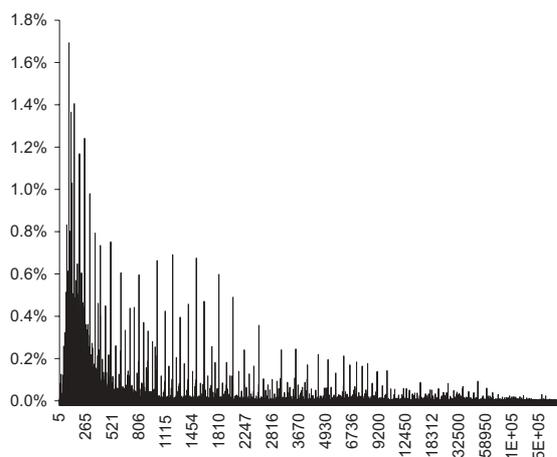
FREQUÊNCIA SIMPLES DA DISTRIBUIÇÃO DOS PREÇOS EM ESCUDOS NA AMOSTRA DO IPC


Gráfico 2

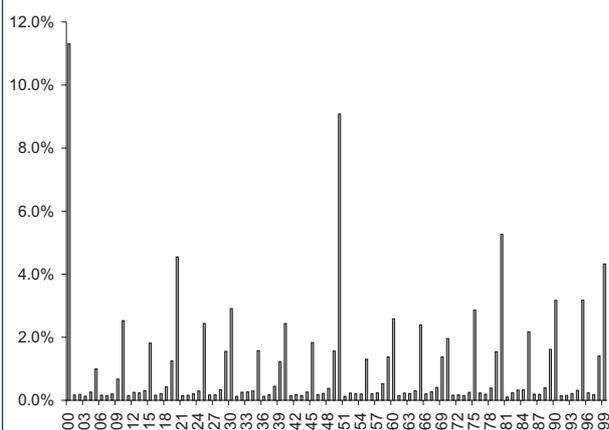
FREQUÊNCIA SIMPLES DA DISTRIBUIÇÃO DOS DOIS ÚLTIMOS DÍGITOS DOS PREÇOS INFERIORES A 1000\$00


Gráfico 3

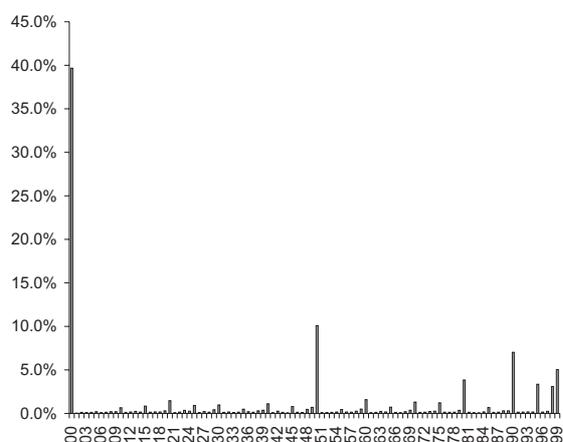
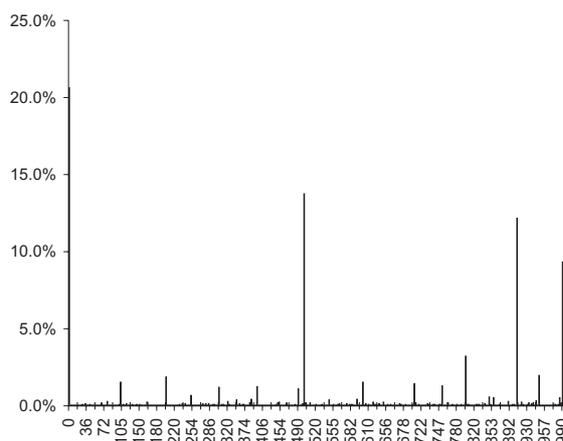
FREQUÊNCIA SIMPLES DA DISTRIBUIÇÃO DOS DOIS ÚLTIMOS DÍGITOS DOS PREÇOS COMPREENDIDOS ENTRE 1000\$00 E 9999\$00


Gráfico 4

FREQUÊNCIA SIMPLES DA DISTRIBUIÇÃO DOS TRÊS ÚLTIMOS DÍGITOS DOS PREÇOS COMPREENDIDOS ENTRE 10000\$00 E 49999\$00


quentes (ver gráfico 1) e também porque, quanto mais elevados forem os preços, maior é a distância entre dois preços consecutivos. Adicionalmente, foram também construídos os histogramas dos últimos dígitos relativos às doze classes do IPC. Os gráficos 2 e 3 mostram a distribuição da frequência dos dois últimos dígitos dos preços relativos aos dois primeiros intervalos acima mencionados e os gráficos 4 e 5 a dos três últimos dígitos dos preços relativos aos dois últimos intervalos. Da observação destes gráficos é evidente que os últimos dígitos não são uniformemente distribuídos e que as frequências mais elevadas se concentram em torno de preços "atractivos". Por exemplo, para preços

até 1000\$00 (gráfico 2) destacam-se, pelas frequências que atingem, os preços acabados em 00, 50, 80, 20 e 99. Estes resultados sinalizam uma elevada frequência de preços "convenientes", normalmente com terminação 0, e, em menor grau, dos preços "psicológicos", normalmente com terminação de 9. Refira-se, contudo, que as condições a que os últimos dígitos dos preços em escudos devem obedecer de forma a poderem ser considerados "psicológicos" ou "convenientes" deverão diferir conforme o intervalo de preços considerado. Por exemplo, os gráficos 4 e 5 mostram que, respectivamente, na escala de 10000\$00 a 49999\$00 e de 50000\$00 e 300000\$00, há uma forte frequência dos preços ter-

Gráfico 5

FREQUÊNCIA SIMPLES DA DISTRIBUIÇÃO DOS TRÊS ÚLTIMOS DÍGITOS DOS PREÇOS COMPREENDIDOS ENTRE 50000\$00 A 300000\$00

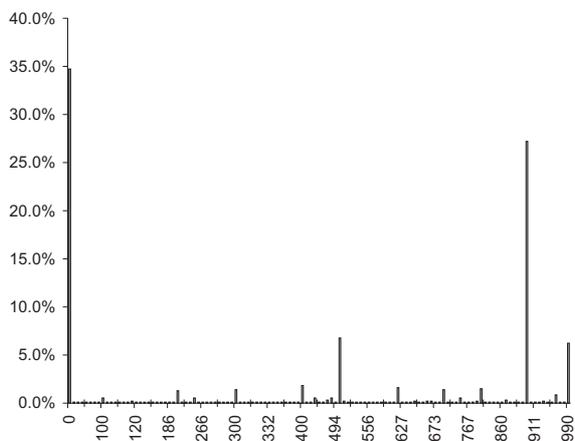


Gráfico 6

PERCENTAGEM DE PREÇOS “ATRATIVOS” POR CLASSES

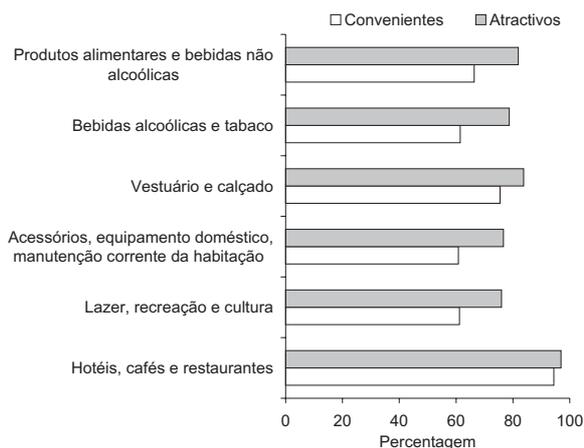


Gráfico 7

FREQUÊNCIA SIMPLES DA DISTRIBUIÇÃO DOS DOIS ÚLTIMOS DÍGITOS DOS PREÇOS DA CLASSE “HOTÉIS, CAFÉS E RESTAURANTES”

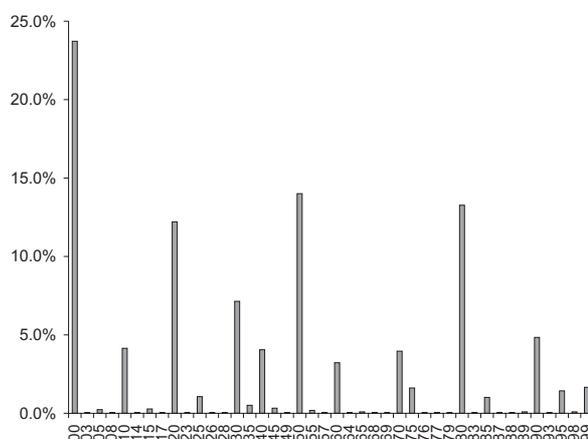
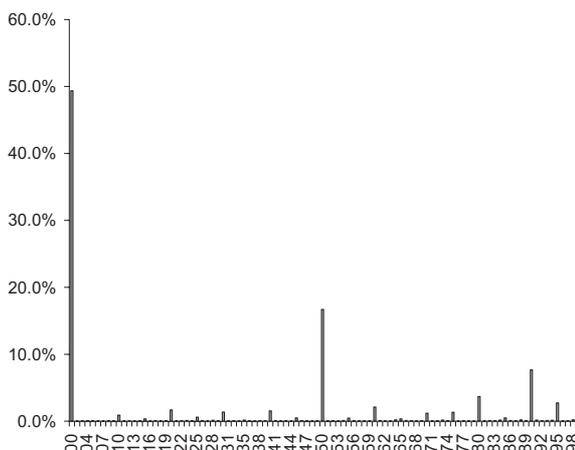


Gráfico 8

FREQUÊNCIA SIMPLES DA DISTRIBUIÇÃO DOS DOIS ÚLTIMOS DÍGITOS DOS PREÇOS DA CLASSE “VESTUÁRIO E CALÇADO”

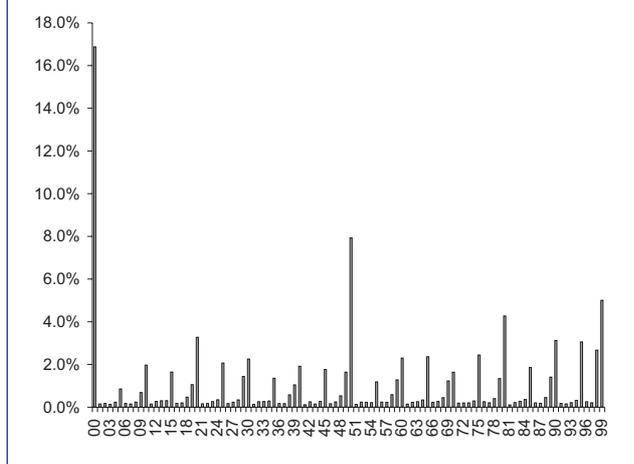


minados em 000 e 500, que foram considerados preços “convenientes”, e também de preços terminados em 900 e 990 escudos, que foram considerados preços “psicológicos” na mesma escala.

Seguindo a classificação adoptada, apresenta-se no Gráfico 6 as percentagens de preços “atractivos” no número total de preços, para as seis classes do IPC onde se registou uma maior proporção destes preços. Nos Gráficos 7 a 9 apresenta-se a distribuição de frequência dos dois últimos dígitos dos preços para as três classes onde os preços “atractivos” são mais usuais: “Hotéis, cafés e restaurantes”, “Vestuário e calçado” e “Alimentação e

bebidas não alcoólicas”. Estes gráficos sinalizam que os dois tipos de preços “atractivos” – “psicológicos” e “convenientes” – estão claramente presentes na classe “Alimentação e bebidas”. Nas classes “Vestuário e calçado” e “Hotéis, cafés e restaurantes” os preços “convenientes” ocorrem muito frequentemente, enquanto os preços “psicológicos” são menos usados. Repare-se, por exemplo, que a percentagem de preços que terminam em 00 é de quase 50 por cento na classe “Vestuário e calçado”, enquanto na classe “Alimentação e bebidas” não atinge os 18 por cento.

Gráfico 9
**FREQUÊNCIA SIMPLES DA DISTRIBUIÇÃO
 DOS DOIS ÚLTIMOS DÍGITOS
 DOS PREÇOS DA CLASSE “ALIMENTAÇÃO
 E BEBIDAS NÃO ALCOÓLICAS”**



3. CENÁRIOS ALTERNATIVOS

Como atrás foi referido, um dos cenários elaborados correspondeu à conversão simples dos preços de escudo para euros, aplicando a taxa de conversão específica de 1 euro = 200.482 escudos e tendo em conta que a denominação monetária mais baixa do euro será o cêntimo. De acordo com a regra de conversão estabelecida “nas conversões de montantes em moeda nacional para montantes em euros para fins contabilísticos e de pagamento, o resultado é arredondado para o cêntimo superior se situar exactamente a meio ou acima do meio, e para o cêntimo inferior se situar abaixo do meio.

Por exemplo: 1.455 euro = 1.46 euro
 1.457 euro = 1.46 euro
 1.454 euro = 1.45 euro⁽¹⁾.

Assim, um preço de um kg de arroz carolino, que seja actualmente de 185\$00, seria de 92 cêntimos o que corresponderia a um arredondamento por defeito em 0,277610958 cêntimos. Um preço de um maço de cigarros que seja actualmente de 370\$00 seria de 1,85 cêntimos, o que corresponderia a um arredondamento por excesso de 0,444778085 cêntimos. Estes exemplos ilustram o

(1) Ver publicação do Banco de Portugal, “O Euro de A a Z”

tipo de impacto do arredondamento simples nos preços. Enquanto que, no primeiro caso, a conversão de escudos para euros origina uma diminuição de 0,3%, o segundo, implica um aumento de 0,2%. Estas variações, que ocorrem fundamentalmente em preços cujo valor unitário em escudos é baixo, resultam da perda de precisão que o arredondamento a dois decimais origina⁽²⁾. No conjunto do IPC, como à frente se verá, estas variações tendem a compensar-se.

Os outros dois cenários alternativos foram elaborados atendendo a que a simples conversão leva a que, na maior parte dos casos, os preços que eram atractivos em escudos deixem de o ser quando convertidos em euros. Admitindo que os comerciantes tenderão a manter a mesma prática de preços “atractivos”, é natural que, após a conversão simples, os preços em euros sejam progressivamente ajustados de forma a reproduzir o mesmo tipo de práticas de fixação de preços. Esse ajustamento pode ser efectuado em dois sentidos opostos. No sentido descendente quando o preço “atractivo” em escudos, após conversão simples de escudo para euros, converge para o preço “atractivo” em euros inferior mais próximo. No sentido ascendente quando o preço, após conversão simples de escudo para euros, converge para o preço “atractivo” superior mais próximo. Em consequência, para simular o efeito da prática de preços atractivos em euros, elaboraram-se dois cenários, um cenário que poderemos considerar como sendo um cenário “optimista” e que corresponde ao ajustamento do preço para baixo, e um cenário “pessimista” com o ajustamento em sentido oposto. Para elaborar os cenários dividiu-se a amostra em duas subamostras. Uma correspondente a preços de um conjunto de serviços em que práticas de

(2) Dada a relação inversa entre o grau de imprecisão, decorrente do arredondamento, e o nível do preço, para a conversão de preços cujo valor unitário na denominação nacional da moeda é baixo e exige um nível de precisão superior ao que a menor unidade monetária do euro permite (e.g., um kWh de electricidade, um minuto de conversação telefónica ou um metro cúbico de água), a Comissão Europeia sugere que os Estados-membros, participantes na União Monetária, emitam recomendações no sentido de utilizar o número de casas decimais considerado necessário para garantir um nível de precisão semelhante entre preços expressos em denominações nacionais e em euros (Ver “The introduction of the euro and the rounding of currency amounts”, Euro Paper n.º 22, Março 1998 (actualização de Fevereiro de 1999).

fixação de preços “atractivos” não são representativas, designadamente os serviços ligados à habitação, saúde e comunicações, onde se considerou que os preços em euros resultariam da simples aplicação das regras oficiais de arredondamento após a conversão⁽³⁾. Outra correspondente a cerca de 81 mil preços (em cerca de 104 mil que compõem o IPC), onde a prática de preços “atractivos” poderia ter lugar.

A elaboração destes dois cenários permitiu definir um intervalo do impacto da conversão dos preços em escudos para preços em euros imputável à prática de “preços atractivos”.

4. RESULTADOS E CONCLUSÕES

O Quadro 1 indica os resultados correspondentes aos três cenários, avaliado em termos do impacto na variação percentual do nível mensal do IPC tendo em conta os ponderadores com que os diferentes preços são agregados, concluindo-se que, mesmo que se tome como referência o cenário “pessimista”, o impacto é relativamente reduzido.

No Quadro 2 podem ser observados os resultados das diferentes cenários considerados referentes às classes do IPC⁽⁴⁾. O impacto da conversão não deverá ser homogéneo, atingindo, no cenário

Quadro 1

EFEITOS NO IPC EM DIFERENTES CENÁRIOS DE ARREDONDAMENTO^(a)

Cenários	Efeito em percentagem
(i) Conversão simples	0.00
(ii) Cenário pessimista	0.23
(iii) Cenário optimista	-0.26

Nota:

(a) Os resultados foram obtidos com índices de preços a duas casas decimais.

(3) Como foi mencionado anteriormente nesta secção, o arredondamento para o cêntimo mais próximo pode levar, no caso de pequenos valores, ao aparecimento de grandes imprecisões. Assim, para alguns produtos das Classes “Habitação, água, electricidade, gás e outros combustíveis”, “Transportes” e “Comunicações” foram utilizados preços convertidos em euros a mais de duas casas decimais.

(4) Refira-se que, reflectindo os critérios de elaboração de cenários anteriormente referidos, em qualquer deles, os resultados são iguais para as classes de “Habitação, água, electricidade, gás e outros combustíveis”, “Saúde”, “Comunicações” e “Educação”.

Quadro 2

EFEITOS NAS CLASSES DO IPC EM DIFERENTES CENÁRIOS DE ARREDONDAMENTO^(a)

Em percentagem

Cenários	Pesos Classes (%)	(i) Conversão simples	(ii) Cenário pessimista	(iii) Cenário optimista
Produtos Alimentares e bebidas não alcoólicas	(22.7)	-0.04	0.54	-0.71
Bebidas alcoólicas e tabaco	(3.2)	0.10	0.43	-0.25
Vestuário e calçado	(7.2)	0.00	0.06	-0.08
Habitação, água, electric., gás e out. combust.	(10.1)	0.01	0.01	0.01
Acessórios, equip. dom., manut. cor. da habit.	(8.1)	0.00	0.15	-0.20
Saúde	(6.0)	-0.01	-0.01	-0.01
Transportes	(21.2)	-0.01	0.04	-0.06
Comunicações	(2.5)	0.02	0.02	0.02
Lazer, recreação e cultura	(4.2)	0.03	0.19	-0.19
Educação	(1.6)	0.01	0.01	0.01
Hotéis, cafés e restaurantes	(9.2)	0.05	0.40	-0.27
Bens e serviços diversos	(4.0)	-0.04	0.42	-0.50
Total	(100.0)	0.00	0.23	-0.26

Nota:

(a) Os resultados foram obtidos com índices de preços a duas casas decimais.

pessimista um valor superior a 5 décimas de ponto percentual na classe “Alimentação e bebidas não alcoólicas”, e de cerca 4 décimas de ponto percentual nas classes “Bebidas alcoólicas e tabaco”, “Hotéis, cafés e restaurantes” e “Bens e serviços diversos”. Deste modo, o maior contributo para um eventual impacto ascendente resultante da conversão de escudos em euros deverá ser dado pela classe “Alimentação e bebidas não alcoólicas”, o que se poderá explicar não só pela grande percentagem de preços “atractivos” incluídos nesta classe, mas também pela elevada frequência de preços bastante baixos e ainda pelo maior peso dos alimentares no índice total.

Estes resultados devem, contudo, ser lidos com alguma prudência, nomeadamente, porque as simulações têm implícito que os efeitos se concentram num único mês, quando na realidade a afixação de preços em euros já se iniciou e a conversão irá ter lugar durante os dois primeiros meses de 2002. Por outro lado, sendo relativamente comum a actualização de preços no início do ano, o impacto da conversão deverá coincidir com o impacto da actualização de preços, conforme foi referido na introdução, dificultando ao consumidor a percepção dos motivos das alterações de preços no início do ano.

Janeiro*

4 de Janeiro (Instrução nº 1/2001, DR nº 14, 2ª Série)

Estabelece, ao abrigo das alíneas f) e g) do nº 1 do artº 6 dos Estatutos do Instituto de Gestão do Crédito Público, aprovados pelo Dec.-Lei nº 160/96, de 04-09, e do artº 11 do Dec.-Lei nº 280/98, de 17-09, as normas que regulam a emissão de obrigações do Tesouro, bem como as condições de acesso e os direitos e obrigações dos operadores financeiros que actuam em mercado primário. Revoga a instrução nº 2-A/98 (2ª Série) de 17-12, produzindo efeitos a partir de 1-1-2001.

29 de Janeiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 2/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 4,77%, para o período trimestral de contagem de juros que se inicia em 4-2-2001.

30 de Janeiro (Dec.-Lei nº 19/2001, DR nº 25, 1ª Série A)

Altera o regime jurídico das sociedades de garantia mútua, qualificando-as como instituições de crédito que têm uma actividade restrita à realização de operações financeiras e prestação de serviços conexos, em benefício de pequenas e médias empresas.

Fevereiro

2 de Fevereiro (Aviso do Banco de Portugal n.º 1/2001, DR n.º 34, 1ª Série B)

Altera o Aviso n.º 1/93, de 8-6, relativamente ao cálculo do rácio de solvabilidade das instituições de crédito. Introduce, designadamente, modificações nos ponderadores de risco de crédito de determinados elementos do activo (v.g. empréstimos garantidos por hipoteca, operações de locação financeira imobiliária e títulos garantidos por créditos hipotecários) e no processo de cálculo do valor ponderado de operações extrapatrimoniais relacionadas com contratos (v.g. *swaps*, futuros e opções) sobre taxas de juro, taxas de câmbio, títulos de capital, metais preciosos e mercadorias, que não sejam negociados num mercado reconhecido.

15 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal n.º 1/2001, BNBP n.º 2/2001)

Estabelece o processo de notificação ao Banco de Portugal de cedências de crédito no âmbito de operações de titularização.

15 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal n.º 2/2001, BNBP n.º 2/2001)

Altera a Instrução n.º 4/96 (Plano de Contas para o Sistema Bancário), requerendo a publicação, nas Notas anexas às contas anuais, de informações sobre operações de titularização.

16 de Fevereiro (Aviso do Banco de Portugal n.º 2/2001, DR n.º 40, 1ª Série B)

Incentiva, dada a aproximação do início da circulação física do euro em 1-1-2002, a utilização de cheques expressos em euros, regulamentando alguns aspectos do seu uso.

Março

2 de Março (Carta-Circular do Banco de Portugal n.º 4/01/DSBDR)

Informa de que foi aprovada a Instrução n.º 6/2001 - que altera o âmbito da conta "9203 - Linhas de crédito irrevogáveis" do Plano de Contas para o Sistema Bancário (PCSB) - devendo as Instituições, no prazo de um mês contado a partir da data da recepção da presente Carta-Circular, proceder à reclassificação das linhas de crédito e comunicar ao Banco de Portugal a alteração do montante de provisões para riscos gerais de crédito daí resultantes.

20 de Março (Aviso do Banco de Portugal n.º 3/2001, DR nº 67, 1ª Série B)

Estabelece, atento o disposto no nº 4 do artº 1 do Decreto-Lei nº3/94, de 11-1, com a redacção que lhe foi dada pelo Decreto-Lei nº 53/2001, de 15-2, os requisitos que devem ser observados pelas agências de câmbios que pretendam prestar serviços de transferências de dinheiro de e para o exterior.

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

Abril

3 de Abril (Aviso do Banco de Portugal nº 4/2001, DR nº 79, 1ª Série B)

Adita um nº 9-A e dá nova redacção aos nºs. 5 e 8 do Aviso nº 12/92, de 22-12, publicado no DR, 2ª Série, nº 299 Suplemento 2, de 29-12-1992, que fixa os elementos que podem integrar os fundos próprios das instituições sujeitas à supervisão do Banco de Portugal e que define as características que os mesmos podem revestir. Em particular, as deduções aos fundos próprios passam a incluir, pelo seu valor de aquisição, o montante correspondente a títulos, resultantes de operações de titularização, detidos por entidades não cedentes dos activos subjacentes, quando aqueles, pelas suas características, concentrem o risco de crédito dos referidos activos.

3 de Abril (Regulamento da CMVM nº 5/2001, DR nº 79, 2ª Série)

Procede à alteração do Regulamento nº 24/98, de 28-12, por forma a flexibilizar e simplificar os procedimentos de execução dos métodos de redenominação deliberados. Dá nova redacção aos artºs. 11, 18 e 19 e revoga os artºs. 8 e 17 do citado Regulamento, no qual a referência à “Central de Valores Mobiliários” é substituída pela expressão “Interbolsa”.

17 de Abril (Decreto-Lei nº 118/2001, DR nº 90, 1ª Série A)

Altera os artºs. 4, 6, 39, 59, 64 e 65 da Lei Orgânica do Banco de Portugal, aprovada pela Lei nº 5/98, de 31-01, em vigor desde a data da adopção do euro. O artº 64 da Lei Orgânica, com a redacção que lhe é dada pelo presente diploma, produz efeitos desde 1-1-2001.

17 de Abril (Decreto-Lei nº 117/2001, DR nº 90, 1ª Série A)

Regulamenta, em sede monetária, o período de dupla circulação fiduciária a decorrer entre 1 Janeiro e 28 de Fevereiro de 2002. Ao Banco de Portugal incumbe estabelecer, através de Aviso, a regulamentação deste diploma que vier a tornar-se necessária. Durante o prazo de 20 anos contados a partir de 28-2-2002, o Banco de Portugal receberá e pagará em euros as notas mencionadas no artº 2 que lhe forem apresentadas.

19 de Abril (Aviso do Banco de Portugal nº 5/2001, DR nº 92, 1ª Série B)

Altera, tendo em conta a alteração do conceito de instrumentos derivados do mercado de balcão constante da Directiva nº 93/6/CEE, de 15-03, tendo igualmente em conta a entrada em vigor da Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho nº 2000/12/CE, de 20-03 e considerando ainda o disposto nos artºs. 9 a 11 do Dec.-Lei nº 250/2000, de 13-10, a subsecção III da secção B do anexo VI do aviso nº 7/96, de 24-12. Em consequência, o apuramento dos requisitos de fundos próprios para cobertura do risco de contraparte de quaisquer instrumentos derivados do mercado de balcão incluídos na carteira de negociação deve efectuar-se segundo o método de “avaliação a preço de mercado”.

23 de Abril (Despacho nº 8484/2001, DR nº 95, 2ª Série)

Aprova, nos termos do nº 1 do artº 63 da Lei Orgânica do Banco de Portugal (Lei nº 5/98, de 31-01), os ajustamentos no Plano de Contas do Banco de Portugal, sob a forma de uma versão reduzida.

23 de Abril (Aviso do Banco de Portugal nº 6/2001, DR nº 95, 1ª Série B)

Adita uma alínea c) ao nº 5 do Aviso nº 8/94, de 2-11, (que consagra disposições em matéria de supervisão em base consolidada e subconsolidada), alargando o âmbito em que o Banco de Portugal pode requerer a supervisão em base subconsolidada.

24 de Abril (Dec.-Lei nº 134/2001, DR nº 96, 1ª Série A)

Revê o regime de retenção na fonte de IRS. Altera diversos artigos, adita um artº 2-A e republica, na íntegra, com as modificações introduzidas pelos Dec.-Lei nº 263/92, de 24-11, 95/94, de 9-4, 18/97, de 21-1, Lei nº 87-B/98, de 31-12 e pelo presente diploma, o Dec.-Lei nº 42/91, de 22-1.

26 de Abril (Regulamento da CMVM nº 2/2001, DR nº 97, 2ª Série)

Altera o artº 2 do Regulamento nº 10/98, de 5-8, que estabelece as regras relativas às operações de reporte ou empréstimo de valores mobiliários por conta de fundos de investimento mobiliário.

30 de Abril (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 7/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 4,77 por cento, para o período trimestral de contagem de juros que se inicia em 4-5-2001.

Maio

7 de Maio (Despacho nº 9501/2001, DR nº 105, 2ª Série)

Aprova, tendo presente a proposta apresentada pelo grupo de trabalho criado pelo Despacho nº 15379/2000 de 28-7, e considerando o disposto no nº 2 da Resolução do Conselho de Ministros nº 170/2000, de 7-12, o plano final de transição da administração financeira para o euro.

11 de Maio (Resolução do Conselho Europeu nº 2001/C 138/01, JOCE nº 138, Série C)

Resolução do Conselho Europeu sobre uma regulamentação mais eficaz do mercado de valores mobiliários na União Europeia.

12 de Maio (Regulamento da CMVM nº 3/2001, DR nº 110, 2ª Série)

Estabelece, ao abrigo do disposto na alínea b) do nº 1 do artº 353 do Código dos Valores Mobiliários, e para efeitos do disposto nos artºs. 8 e 24 do Dec.-Lei nº 276/94, de 2-11, com a redacção que lhe foi dada pelo Dec.-Lei nº 323/99, de 13-08, as regras segundo as quais as entidades gestoras de fundos de investimento mobiliário devem publicar num dos boletins de cotações das bolsas de valores, a composição discriminada das aplicações de cada fundo de investimento que administrem, o respectivo valor líquido global, as responsabilidades extrapatrimoniais e o número de unidades de participação em circulação. Revoga o Regulamento nº 7/98, de 25-6.

17 de Maio (Carta Circular do Banco de Portugal nº 10/01/DSBDR)

Recomenda às instituições de crédito e sociedades financeiras que recorrem à *Internet* como canal de distribuição dos seus serviços, um conjunto de procedimentos a serem tidos em conta no âmbito da sua organização e controlo interno, por forma a diminuir os riscos a que se encontram expostas, tendo em conta o aumento do uso de meios electrónicos na prestação desses serviços.

18 de Maio (Carta Circular do Banco de Portugal nº 11/01/DSBDR)

Recomenda que os clientes das instituições de crédito que sejam lesados por motivo de atraso na regularização de débitos indevidamente efectuados por razões imputáveis àquelas instituições, sejam indemnizados pelo menos, com o pagamento de um montante correspondente à aplicação da taxa de juro legal ao valor das importâncias em causa, calculado entre a data em que as mesmas deveriam ter sido processadas e a data da respectiva regularização.

23 de Maio (Carta Circular do Banco de Portugal nº 12/01/DSBDR)

Informa que, face às alterações ao Aviso nº 6/95 que se encontram em preparação, as quais se prevê venham a ter efeitos a partir do início do 2º semestre do corrente ano, é permitido, desde que reunidas determinadas condições, a relevação contra resultados transitados, de acréscimos de responsabilidades por reformas antecipadas.

Junho

6 de Junho (Aviso do Banco de Portugal nº 7/2001, DR nº 131, 1ª Série B)

Fixa em 50 mil euros o valor da contribuição inicial a entregar pelas instituições de crédito ao Fundo de Garantia de Depósitos (Revogando o Aviso nº 8/95).

15 de Junho (Instrução do Banco de Portugal nº 10/2001, BNBPN nº 6/2001)

Estabelece regras de prestação de informações, ao Banco de Portugal, sobre a composição dos grupos financeiros.

15 de Junho (Instrução do Banco de Portugal nº 11/2001, BNBPN nº 6/2001)

Estabelece os requisitos que as instituições de crédito e sociedades financeiras devem respeitar, quando promovam, junto do público, através de terceiras pessoas, a realização de operações que lhes são permitidas.

15 de Junho (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 10/2001/DSB)

Contém recomendações, de natureza prudencial, sobre a prestação de serviços financeiros através da *Internet*.

15 de Junho (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 12/2001/DSB)

Permite, até à entrada em vigor das alterações ao Aviso nº 6/95 (relativo à cobertura de responsabilidades por pensões de reforma e de sobrevivência) a relevação, contra resultados transitados, de acréscimos de responsabilidades por reformas antecipadas.

21 de Junho (Recomendação do Banco Central Europeu)

Recomendação do Banco Central Europeu relativa às exigências de informação estatística do Banco Central Europeu em matéria de estatísticas da balança de pagamentos, do modelo das reservas internacionais e da posição de investimento internacional (BCE/2000/5). A presente Recomendação substitui a Recomendação BCE/1998/NP21, conforme rectificações às págs. 4 a 6, inseridas no JOCE, Série C, nº 179, de 23-06-2001.

Julho

3 de Julho (Dec.-Lei nº 198/2001, DR nº 152, 1ª Série A)

Aprova a revisão global do articulado do Código do IRS, aprovado pelo Dec.-Lei nº 442-A/88, de 30-11, do Código do IRC, aprovado pelo Dec.-Lei nº 442-B/88, de 30-11, e do Estatuto dos Benefícios Fiscais, aprovado pelo Dec.-Lei nº 215/89, de 1-7 e, publica, em anexo, ao presente Dec.-Lei os respectivos articulados. Revoga os arts. 5, 9 e 10 do citado Dec.-Lei nº 215/89, de 1-7.

4 de Julho (Carta Circular do Banco de Portugal n.º 10/DMRPM/AR)

Remete disquete contendo ficheiros com as listas de todas as instituições sujeitas e isentas de reservas mínimas, na área do euro, em 28-06-2001.

6 de Julho (Carta Circular do Banco de Portugal n.º 15/01/DSBDR)

Envia uma disquete contendo uma aplicação de recolha de informação relativa aos mapas de natureza prudencial previstos na Instrução do Banco de Portugal n.º 25/97.

6 de Julho (Directiva n.º 2001/34/CE, DR nº 184, 1ª Série A)

Adopta medidas relativas à admissão de valores mobiliários à cotação oficial de uma bolsa de valores e à informação a publicar sobre esses valores. Os Estados-Membros comunicarão à Comissão o texto das principais disposições de ordem legislativa, regulamentar ou administrativa que adoptem no domínio regulado pela presente Directiva. São revogadas as Directivas 79/279/CEE, 80/121/CEE e 88/627/CEE, tal como modificadas pelos actos que constam da parte A do Anexo II, sem prejuízo das obrigações dos Estados-Membros em relação aos prazos de transposição que constam da parte B do Anexo II. As referências feitas às directivas revogadas devem entender-se como feitas à presente directiva e ser lidas de acordo com o quadro de correspondência que consta do Anexo III. A presente directiva entra em vigor vinte dias após a sua publicação no JOCE.

6 de Julho (Carta Circular do Banco de Portugal n.º 16/01/DSBDR)

Envia uma disquete contendo uma aplicação para recolha de informação relativa aos mapas de provisões previstos na Instrução do Banco de Portugal n.º 91/96.

18 de Julho (Carta Circular do Banco de Portugal n.º 18/01/DSBDR)

Recomenda às instituições de crédito e sociedades financeiras que examinem com especial atenção as operações contratadas com pessoas residentes ou estabelecidas em países e territórios considerados não cooperantes no âmbito da prevenção e repressão do branqueamento de capitais.

19 de Julho (Carta Circular do Banco de Portugal n.º 19/01/DSBDR)

Envio de nova Instrução (a ser publicada no "Boletim de Normas e Informações" relativo a Agosto) sobre informações periódicas de liquidez.

27 de Julho (Directriz Contabilística n.º 27 do Ministério das Finanças, DR nº 173)

Estabelece princípios para relatar informação financeira por segmentos, por forma a tornar mais clara a sua compreensão por parte dos utentes das demonstrações financeiras.

27 de Julho (Carta Circular do Banco de Portugal n.º 41/DPGDS)

Remete os planos de descontinuação do escudo no âmbito do SICOI - Sistema de Compensação Interbancária, referentes aos subsistemas de Telecompenção de Cheques, Efeitos, Débitos Directos e TEI a Crédito, e respectivos cronogramas.

30 de Julho (Carta Circular do Banco de Portugal n.º 12/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 4.51%, para o período trimestral de contagem de juros que se inicia em 4-8-2001.

Agosto

2 de Agosto (Carta Circular do Banco de Portugal n.º 13/DMRPM/AR)

Remete disquete contendo ficheiros com as listas de todas as instituições sujeitas a e isentas de reservas mínimas, na área do euro em 30-7-2001.

2 de Agosto (Carta Circular do Banco de Portugal n.º 20/01/DSBDR)

Informações a prestar aos clientes, pelas instituições de crédito, previamente à celebração de contratos de empréstimos à habitação - Comunica que a Recomendação da Comissão n.º 2001/193/CE deve ser observada pelas instituições de crédito.

20 de Agosto (Lei n.º 91/2001, DR n.º 192, 1ª Série A)

Estabelece as disposições gerais e comuns de enquadramento dos orçamentos e contas de todo o sector público administrativo (Lei de Enquadramento Orçamental).

Setembro

17 de Setembro (Carta-Circular do Banco de Portugal n.º 20/2001/DSB)

Recomenda às instituições que, sem prejuízo do dever de cumprimento das regras sobre transparência e informações ao público, sigam a Recomendação da Comissão n.º 2001/193/CE, de 10.03, relativamente às informações a prestar aos clientes antes da celebração de contratos de empréstimo à habitação.

17 de Setembro (Aviso do Banco de Portugal n.º 8/2001, DR n.º 223, 1ª Série B)

Revoga, na sequência da publicação da Instrução n.º 20/2001, que define um novo quadro de acompanhamento regular dos níveis de liquidez das instituições de crédito que recebem depósitos, o Aviso do Banco de Portugal publicado no Diário da República, 2ª Série, n.º 142 Supl., de 20-6-84.

25 de Setembro (Aviso do Banco de Portugal n.º 9/2001, DR n.º 231, 1ª Série B)

Altera o Aviso n.º 1/93, de 8-6, referente ao cálculo do rácio de solvabilidade das instituições de crédito, no domínio da ponderação de risco dos empréstimos garantidos por hipoteca sobre imóveis destinados à habitação do mutuário e dos processos de avaliação dos referidos imóveis. Dá nova redacção ao n.º 2 e adita um n.º 4-C à parte I do anexo ao citado aviso.

25 de Setembro (Instrução do Banco de Portugal n.º 23/2001, BNBP n.º 10/2001)

Fixa a taxa contributiva de base a aplicar no cálculo das contribuições a entregar ao Fundo de Garantia de Depósitos pelas instituições participantes para o ano de 2002.

25 de Setembro (Instrução do Banco de Portugal n.º 24/2001, BNBP n.º 10/2001)

Fixa em 75% o limite do compromisso irrevogável de pagamento a aplicar nas contribuições do ano 2002 para o Fundo de Garantia de Depósitos.

28 de Setembro (Dec.-Lei n.º 262/2001, DR n.º 226, 1ª Série A)

Estabelece o regime das sociedades corretoras e sociedades financeiras de corretagem. Revoga o Dec.-Lei n.º 229-I/88, de 4-7.

Outubro

4 de Outubro (Regulamento da CMVM n.º 4/2001, DR n.º 247, 2ª Série)

Estabelece, nos termos dos arts. 10, 32, 34 n.º 3, 35 ns. 3 e 4, 36 n.º2, do Dec.-Lei n.º 394/99, de 13-10, o regime legal aplicável às entidades gestoras de mercados, de sistemas centralizados de valores mobiliários, de sistemas de liquidação de valores mobiliários e de serviços. Revoga os Regulamentos n.º 3/2000 de 02-02 e 28/2000 de 01-08.

15 de Outubro (Carta-Circular do Banco de Portugal n.º 35/01/DSBDR)

Esclarece que, no caso de redução do capital social de uma caixa agrícola pertencente ao SICAM, nos termos do artigo 17º, n.º 3, alínea c) do Regime Jurídico do Crédito Agrícola Mútuo, os fundos próprios a considerar deverão ser expurgados de montantes que levassem ao incumprimento da relação entre os fundos próprios de base e complementares ou do limite previsto para os empréstimos subordinados de médio/longo prazo.

17 de Outubro (Carta-Circular n.º 36/01/DSB)

Recomenda às instituições de crédito e sociedades financeiras que examinem com especial atenção as operações contratadas com pessoas residentes ou estabelecidas em países e territórios considerados não cooperantes, no âmbito da prevenção do branqueamento de capitais. Revoga a Carta-Circular n.º 18/01/DSBDR, de 11 de Julho.

**29 de Outubro (Carta-Circular
nº 16/DMR)**

Comunica, na sequência de Carta-Circular nº 347/DMR de 27-10-1999, que a taxa de remuneração dos Títulos de Depósito Série B será de 3,76%, para o período trimestral de contagem de juros que se inicia em 04-11-2001.

WORKING PAPERS**1998**

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

1999

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

2000

- 1/00** UNEMPLOYMENT DURATION: COMPETING AND DEFECTIVE RISKS
— *John T. Addison, Pedro Portugal*
- 2/00** THE ESTIMATION OF RISK PREMIUM IMPLICIT IN OIL PRICES
— *Jorge Barros Luís*
- 3/00** EVALUATING CORE INFLATION INDICATORS
— *Carlos Robalo Marques, Pedro Duarte Neves, Luís Morais Sarmento*
- 4/00** LABOR MARKETS AND KALEIDOSCOPIIC COMPARATIVE ADVANTAGE
— *Daniel A. Traça*
- 5/00** WHY SHOULD CENTRAL BANKS AVOID THE USE OF THE UNDERLYING INFLATION INDICATOR?
— *Carlos Robalo Marques, Pedro Duarte Neves, Afonso Gonçalves da Silva*
- 6/00** USING THE ASYMMETRIC TRIMMED MEAN AS A CORE INFLATION INDICATOR
— *Carlos Robalo Marques, João Machado Mota*

2001

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