

# Banco de Portugal

## Boletim económico

Setembro de 2003

### *Textos de política e situação económica*

- A economia portuguesa em 2003 ..... 5
- O sistema bancário no primeiro semestre de 2003 ..... 43
- Principais desenvolvimentos no mercado de câmbios e de produtos derivados português em 2003 ..... 73

### *Artigos*

- Causalidade moeda-preço na área do euro ..... 91
- O indicador coincidente para a economia portuguesa: uma avaliação histórica dos seus dez anos de existência ..... 97
- A utilização de inquéritos qualitativos na análise de conjuntura ..... 105

### *Cronologia das principais medidas financeiras*

- Janeiro a Setembro de 2003 ..... I

### *Working papers*

- 1998 a 2003 ..... i

## *Estudos Económicos*

Volume 9

Número 3



*Textos de política e situação económica*



## A ECONOMIA PORTUGUESA EM 2003

## 1. INTRODUÇÃO

Em 2003, o Produto Interno Bruto (PIB) português deverá registar uma contracção, em termos reais, entre  $-1\frac{1}{2}$  e  $-\frac{3}{4}$  por cento, que compara com um crescimento de 0.4 por cento em 2002 (Quadro 1.1). Em termos intra-anuais, já se tinha observado uma variação homóloga negativa na segunda metade de 2002, que se acentuou no primeiro semestre de 2003. As projecções anuais do Banco de Portugal têm implícita uma queda do PIB menos pronunciada na segunda metade do ano. O intervalo ainda relativamente alargado da projecção para 2003 decorre da incerteza sobre a intensidade dessa menor queda no segundo semestre, relacionada, em larga medida, com a avaliação sobre o comportamento das exportações portuguesas neste período.

As projecções agora divulgadas apontam para uma contribuição muito negativa da procura interna para o crescimento do PIB, de cerca de -3 pon-

tos percentuais (p.p.), que acentua a evolução já observada no ano anterior (-0.7 p.p.), em especial no segundo semestre. Como é típico em períodos de recessão económica, a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) é a componente da procura interna com a queda mais pronunciada, em torno de 10 por cento, apesar do consumo privado também apresentar uma redução. É de salientar que a queda da procura interna reflecte apenas a redução da despesa final privada, já que a despesa final das administrações públicas, consumo e investimento públicos, deverá permanecer relativamente estabilizada, se não for considerado o efeito especial das vendas de activos reais ocorridas no final de 2002<sup>(1)</sup>.

O comportamento da procura interna está a ser acompanhado por uma redução das importações, a qual, associada a uma sustentação do crescimento real das exportações, permite que o contributo

Quadro 1.1

## PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICOS

Taxas de variação em percentagem

	2002	2003	Por memória:
			2003
			BE Junho 2003
Consumo privado .....	0.4	-1 $\frac{1}{4}$ ; - $\frac{1}{4}$	- $\frac{3}{4}$ ; $\frac{1}{4}$
Consumo público .....	2.3	0.0	-1.6
FBCF .....	-5.7	-11 ; -9	-5 $\frac{3}{4}$ ; -3 $\frac{3}{4}$
Procura interna .....	-0.6	-3 $\frac{1}{4}$ ; -2 $\frac{1}{4}$	-2 ; -1
Exportações .....	3.3	2 $\frac{1}{2}$ ; 3 $\frac{1}{2}$	2 $\frac{1}{4}$ ; 3 $\frac{3}{4}$
Procura global .....	0.2	-2 ; -1	-1 ; 0
Importações .....	-0.3	-2 $\frac{3}{4}$ ; -1 $\frac{3}{4}$	-1 $\frac{3}{4}$ ; $\frac{1}{4}$
PIB .....	0.4	-1 $\frac{1}{2}$ ; - $\frac{3}{4}$	-1 ; 0
Balança corrente + balança de capital (%PIB) .....	-5.6	-3 $\frac{1}{4}$ ; -2 $\frac{1}{4}$	-3 $\frac{3}{4}$ ; -1 $\frac{3}{4}$
Índice Harmonizado de Preços no Consumidor .....	3.7	3.3 ; 3.5	2.5 ; 3.5

das exportações líquidas para o crescimento do PIB aumente em 2003, para um valor de quase 2 p.p.

O actual intervalo para o crescimento do PIB em 2003 revê para baixo a previsão apresentada no *Boletim Económico* de Junho, que era de -1 a 0 por cento. A revisão resultou exclusivamente da marcada alteração, no sentido descendente, da previsão implícita sobre o crescimento da procura interna privada, já que as exportações e a despesa final das administrações públicas foram revistas para cima, de forma ligeira no primeiro caso e mais significativa no segundo. Apesar de quedas do consumo e do investimento privados maiores do que as que foram previstas na Primavera, a análise então desenvolvida mantém-se basicamente válida.

A evolução da actividade em 2003 traduz a continuação do processo de ajustamento endógeno do sector privado na economia portuguesa, no contexto de uma economia europeia pouco dinâmica. A acentuada redução das taxas de juro na segunda metade da década de 90, em conjugação com uma política orçamental inadequada, induziu crescimentos muito significativos do consumo e do investimento privados, conduzindo a um grande aumento do endividamento dos agentes económicos residentes e, conseqüentemente, a uma forte deterioração do défice externo. O desequilíbrio das necessidades de financiamento do sector privado (famílias e empresas)<sup>(2)</sup> atingiu a sua expressão máxima em 1999/2000 e tem vindo a ser corrigido desde então. A diminuição, em termos reais, do inves-

timento de famílias e empresas, com a recuperação progressiva da taxa de poupança dos particulares, após o mínimo atingido em 1999, e a redução das necessidades de financiamento das empresas, a partir de 2001, têm vindo a permitir uma diminuição das necessidades de financiamento face ao exterior. O valor projectado para o défice conjunto das balanças corrente e de capital em 2003, entre -3¼ e -2¼ por cento do PIB, compara com -5.6 por cento em 2002 e um máximo de -8.9 por cento em 2000.

A magnitude da diminuição do défice externo é tanto mais significativa, como manifestação do processo de ajustamento endógeno do sector privado, quando se tem em conta que ela ocorreu sem o contributo de uma redução das necessidades de financiamento das administrações públicas. Em particular, no que respeita ao ano de 2003, note-se que os défices externo e público apresentam magnitude da mesma ordem de grandeza, o que significa que, pela primeira vez desde 1997, o sector privado no seu conjunto não apresenta necessidades líquidas de financiamento. Pelo contrário, este sector mostra mesmo uma capacidade líquida de financiamento se para efeito de contabilização das necessidades de financiamento das administrações públicas não forem considerados os efeitos decorrentes de duas operações especiais, que no seu conjunto deverão atingir um valor próximo, ou mesmo superior, a 2 p.p. do PIB: a transferência das reservas contabilísticas para pensões dos CTT (uma empresa totalmente pública) para a Caixa Geral de Aposentações (CGA) e a venda e titularização de créditos fiscais e da segurança social. Tendo em conta os princípios de contabilidade nacional, em 2003 esta última operação deverá ser registada como um pagamento fictício de impostos e contribuições sociais pelas famílias e empresas (reduzindo a sua capacidade de financiamento), tendo como contrapartida o registo, também fictício, de um empréstimo a estes sectores concedido pela entidade que leva a cabo a titularização.

Corrigido dos efeitos especiais referidos, a que se tem que adicionar a parte das receitas do programa de regularização de dívidas fiscais de 2002 que foi decidido afectar ao ano de 2003 numa base de contas nacionais<sup>(3)</sup>, o défice público em 2003 deverá ser bastante mais elevado do que os 4.2 por cento do PIB contabilizados em 2002, também descontando as medidas extraordinárias desse ano. O

(1) Segundo as regras da contabilidade nacional, a venda de um activo real não se traduz num aumento das receitas de capital do sector institucional vendedor, mas numa redução da FBCF desse sector, por contrapartida de um aumento correspondente da FBCF do sector comprador. Desta forma, quando as administrações públicas vendem activos reais, o valor dessas vendas abate à FBCF propriamente dita deste sector. Ora, no final de 2002 realizaram-se as vendas da infra-estrutura física de comunicações fixas e da concessão da Circular Regional Exterior de Lisboa. O valor destas vendas abateu às despesas de FBCF das administrações públicas em 2002, afectando positivamente, de forma significativa, a taxa de variação desta variável em 2003. Abstraindo este efeito, a FBCF propriamente dita das administrações públicas em 2003 permaneceu relativamente estabilizada face a 2002, em termos reais.

(2) O "sector privado" é aqui definido em termos latos, de forma residual face às administrações públicas. Por outras palavras, qualquer agente económico residente que não pertença às administrações públicas é incluído nesta acepção de sector privado, mesmo que se trate de empresas de capital integralmente público.

agravamento do défice excluindo o efeito de medidas extraordinárias é essencialmente explicado pelo efeito cíclico que está a determinar uma evolução muito desfavorável das receitas fiscais, em particular dos impostos sobre o rendimento e património e do IVA, e um crescimento substancial dos subsídios de desemprego.

Apesar do aumento das despesas com subsídios de desemprego, se avaliado pelo Inquérito ao Emprego do Instituto Nacional de Estatística (INE), no primeiro semestre de 2003 o desemprego cresceu de forma mais moderada do que seria previsível face à contracção verificada na actividade económica. Numa perspectiva dual, no primeiro semestre o emprego caiu menos do que o produto, implicando uma quebra de produtividade para o conjunto da economia. Para o conjunto do ano, as projecções do Banco de Portugal têm implícita uma estagnação da produtividade. Tal implica admitir que a quebra de produtividade não prosseguirá na segunda metade do ano, pelo que a atenuação esperada das taxas de variação homólogas negativas do produto neste semestre não será acompanhada por um desenvolvimento semelhante no que respeita à evolução do emprego, que deverá continuar a cair a taxas semelhantes ou superiores às verificadas na primeira metade do ano.

Numa conjuntura de estagnação da produtividade, tanto para o conjunto da economia como para o sector privado, as remunerações deverão ter desacelerado significativamente em 2003, embora menos do que seria esperado com base nos desenvolvimentos económicos. Com efeito, apesar de um sensível abrandamento, os custos unitários do trabalho deverão, ainda assim, crescer cerca de 3 por cento em 2003 (5.9 e 4.7 por cento, respectivamente em 2001 e 2002), 1 p.p. acima da média para a área do euro. Excluindo as administrações públicas, este diferencial de crescimento dos custos de trabalho vem agravado, devido ao efeito moderador sobre o indicador para o conjunto da economia que resulta do crescimento próximo de zero das tabelas salariais da função pública.

A inflação média anual em 2003, medida com base no Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), deverá ficar entre 3.3 e 3.5 por cento (3.7 por cento em 2002). O mesmo intervalo de previsão para 2003 aplica-se à variação média anual do Índice de Preços no Consumidor (IPC) (3.6 por cento em 2002). Esta ligeira diminuição da média anual tem associada uma redução pronunciada, em termos homólogos, dos preços no consumidor ao longo do ano. Em Dezembro de 2002, a taxa de variação homóloga do IPC situava-se em 4.0 por cento, ou 4.6 por cento se excluídos os preços dos bens alimentares não transformados e dos bens energéticos. Em Setembro de 2003, estes crescimentos homólogos tinham-se reduzido para 3.1 e 2.7 por cento, respectivamente. Parte da diminuição resultou da dissipação de efeitos de base, como os decorrentes da conversão de preços de escudos em euros, no início de 2002, e do aumento de 17 para 19 por cento da taxa normal do Imposto sobre o Valor Acrescentado (IVA), que entrou em vigor em Junho de 2002. Em sentido contrário, contudo, verificou-se um forte aumento dos preços dos produtos alimentares não transformados, cuja taxa de variação homóloga passou de -0.1 por cento, em Dezembro de 2002, para 5.1 por cento, em Setembro de 2003.

Tendo em conta a conjuntura recessiva da economia portuguesa e o enquadramento internacional relativamente favorável para a moderação dos preços, a redução da inflação terá sido menos pronunciada do que o esperado. Por exemplo, refira-se que, não obstante a diminuição recente, o diferencial de crescimento homólogo dos preços dos serviços entre Portugal e o conjunto da área do euro ainda atingia 2.0 p.p. no terceiro trimestre de 2003, um valor claramente excessivo.

## 2. ENQUADRAMENTO EXTERNO DA ECONOMIA PORTUGUESA E POLÍTICA MONETÁRIA NA ÁREA DO EURO

### 2.1. Principais desenvolvimentos económicos internacionais

No primeiro semestre de 2003, a actividade económica mundial registou uma moderação do seu crescimento, prolongando a tendência observada no final de 2002. A actividade foi negativamente afectada pelas incertezas associadas ao conflito mi-

(3) Nas contas nacionais portuguesas, as operações financeiras decorrentes do programa de regularização de dívidas fiscais, no âmbito do Decreto-Lei nº 248-A/2002, efectuadas até ao dia 2 de Janeiro de 2003 ficaram contabilizadas no ano de 2002. A receita do dia 3 de Janeiro foi afectada à conta de 2003.

Quadro 2.1

## MUNDO – PIB E PREÇOS NO CONSUMIDOR

Taxa de variação, em percentagem

	PIB				Preços no consumidor			
	2001	2002	2003	2003 (rev. face a Abr. 03)	2001	2002	2003	2003 (rev. face a Abr. 03)
<b>Economia mundial</b> .....	2.4	3.0	3.2	0.0	-	-	-	-
<b>Países em transição</b> .....	5.1	4.2	4.9	0.9	16.2	11.1	9.7	0.3
Rússia.....	5.0	4.3	6.0	2.0	20.6	16.0	14.4	1.0
<b>Países em desenvolvimento</b> .....	4.1	4.6	5.0	0.0	5.8	5.3	5.9	0.1
Países asiáticos em desenvolvimento.....	5.8	6.4	6.4	0.1	2.7	2.0	2.5	0.2
ASEAN-4 <sup>(a)</sup> .....	2.9	4.3	4.1	0.2	6.6	5.9	3.9	-1.4
América Latina.....	0.7	-0.1	1.1	-0.4	6.4	8.7	10.9	-0.1
Brasil.....	1.4	1.5	1.5	-1.3	6.8	8.4	15.0	1.0
<b>Economias avançadas</b> .....	1.0	1.8	1.8	-0.1	2.2	1.5	1.8	-0.1
Novas economias industrializadas da Ásia <sup>(b)</sup> ...	0.8	4.8	2.3	-1.8	1.9	1.0	1.5	-0.3
EUA.....	0.3	2.4	2.6	0.4	2.8	1.6	2.1	-0.2
Japão.....	0.4	0.2	2.0	1.2	-0.7	-0.9	-0.3	0.4
Reino Unido <sup>(c)</sup> .....	2.1	1.9	1.7	-0.3	2.1	2.2	2.8	0.0
Área do euro.....	1.5	0.9	0.5	-0.6	2.4	2.3	2.0	0.0

Fonte: FMI, *World Economic Outlook* (Abril 2003 e Setembro 2003).

Notas:

(a) Indonésia, Malásia, Filipinas e Tailândia.

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

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

litar no Iraque e ao vírus da síndrome respiratória aguda (SARS), que afectou várias economias em desenvolvimento asiáticas e o Canadá, e pelo processo de ajustamento dos desequilíbrios acumulados na segunda metade da década de 90, nomeadamente ao nível da situação financeira das empresas nos Estados Unidos e na área do euro. Os dados mais recentes parecem apontar, no entanto, para uma melhoria das perspectivas de crescimento mundial a partir da segunda metade de 2003, principalmente nos Estados Unidos, onde as políticas macroeconómicas têm assumido um carácter expansionista, mas também nos mercados emergentes asiáticos e no Japão. Contudo, num contexto em que prevalecem importantes desequilíbrios macroeconómicos nos Estados Unidos, nomeadamente ao nível da balança corrente e da situação das finanças públicas, mantém-se um nível de incerteza elevado quanto à sustentabilidade de um cenário de recuperação liderada pela economia norte-americana.

As previsões mais recentes do Fundo Monetário Internacional (FMI), divulgadas em Setembro,

continuam a apontar, tal como acontecia nas previsões de Abril, para uma ligeira aceleração do PIB mundial em 2003 (3.2 por cento, após 3.0 por cento em 2002), associada ao maior dinamismo da actividade dos países com economias em transição e do conjunto das economias em desenvolvimento, que deverão observar taxas de crescimento de cerca de 5 por cento (Quadro 2.1). Para as economias avançadas é projectado que em 2003 o crescimento do PIB permaneça em 1.8 por cento, reflectindo uma aceleração da actividade nos Estados Unidos e no Japão, particularmente marcada neste segundo país, em contraste com uma nova desaceleração da actividade na área do euro e, em menor grau, no Reino Unido. Em comparação com as projecções de Abril, o crescimento do PIB no conjunto das economias avançadas foi apenas ligeiramente revisto em baixa, sendo de destacar as revisões em alta no Japão e nos Estados Unidos e as revisões em baixa na área do euro e no Reino Unido.

No que se refere à taxa de inflação nas economias avançadas, as previsões do FMI de Setembro apontam para um aumento de 1.5 por cento, em

2002, para 1.8 por cento, em 2003. Verificam-se subidas da taxa de inflação nos Estados Unidos e no Reino Unido e uma menor redução dos preços no Japão, que mais do que compensam a descida da taxa de inflação na área do euro. A ligeira aceleração dos preços no conjunto das economias avançadas está associada, pelo menos em parte, ao comportamento dos preços dos produtos energéticos, em particular no início do ano. Com efeito, devido a preocupações com a oferta, o preço do petróleo (*Brent*) manteve, até meados de Março, a tendência de forte crescimento que vinha a observar desde Novembro de 2002, situando-se em média no primeiro trimestre em cerca de 31 USD/barril (27 USD/barril no quarto trimestre de 2002). Entre meados de Março e o final de Abril, verificou-se uma acentuada correcção em baixa do preço do petróleo, associada a perspectivas de que o conflito militar no Iraque teria um fim rápido, a um aumento da produção da OPEP e ao restabelecimento da produção da Venezuela. Nos meses seguintes, o preço do petróleo exibiu de novo um comportamento ascendente, num quadro de atrasos na recuperação da produção no Iraque, de um nível reduzido das existências nos países da OCDE e, mais recentemente, do anúncio de cortes na produção por parte da OPEP. Em termos médios, o preço do petróleo situou-se em 26 e 28 USD/barril no segundo e terceiro trimestres de 2003, respectivamente. No final de Outubro este preço era de cerca de 27 USD/barril. Excluindo a componente energética, e dado o crescimento moderado da actividade, as pressões inflacionistas permaneceram reduzidas.

O fraco crescimento da procura e a ausência de pressões inflacionistas induziu grande parte dos bancos centrais das economias desenvolvidas a procederem, em 2003, a reduções adicionais nas taxas de juro oficiais. Nos Estados Unidos, dado o nível já bastante baixo da taxa de juro objectivo para os *Fed Funds*, a Reserva Federal decidiu mantê-la inalterada até finais do primeiro semestre. Contudo, no dia 25 de Junho, esta taxa voltou a ser reduzida em 25 pontos base (p.b.), para 1.00 por cento. A descida ocorreu num contexto em que, apesar do fim da guerra no Iraque, não existiam ainda sinais de crescimento sustentado. É de referir, a propósito, que em 6 de Maio a Reserva Federal tinha declarado ser maior a probabilidade de uma redução não desejada na taxa de inflação do

que a probabilidade do seu aumento<sup>(4)</sup>. Na área do euro, depois de ter baixado as taxas de juro oficiais em 50 p.b. no início de Dezembro de 2002, o Conselho do Banco Central Europeu (BCE) reduziu a taxa mínima aplicável às operações principais de refinanciamento por duas vezes, de 2.75 para 2.5 por cento, em 6 de Março, e deste último valor para 2.0 por cento, em 5 de Junho. O Banco de Inglaterra efectuou em Fevereiro e Julho reduções de 25 p.b. da sua taxa *repo*, que passou a situar-se em 3.5 por cento. Por sua vez, o Banco do Japão manteve a política de aumentar a quantidade de liquidez cedida, aumentando diversas vezes o objectivo para as contas correntes das instituições financeiras monetárias junto do banco central.

Como vem acontecendo desde 2001, a situação das finanças públicas nas economias avançadas continuou a deteriorar-se em 2003. O movimento ascendente dos rácios de dívida pública no PIB, num quadro de tendência de aumento da despesa pública relacionada com o envelhecimento da população, tornam a evolução recente das finanças públicas preocupante e insustentável. De acordo com as previsões de Setembro de 2003 do FMI, o défice orçamental deverá observar um acréscimo muito significativo nos Estados Unidos, atingindo 6.0 por cento do PIB em 2003. Os défices orçamentais deverão também aumentar no Reino Unido e na área do euro, embora em menor grau, para 2.5 e 3.0 por cento do PIB, respectivamente, em 2003. As estimativas do FMI sugerem que a situação cíclica deverá justificar no essencial a deterioração do défice na área do euro e apenas marginalmente nos Estados Unidos e no Reino Unido<sup>(5)</sup>. No caso do Japão, o FMI prevê para 2003 a manutenção do dé-

(4) No dia 6 de Maio, a Reserva Federal alterou a sua avaliação quanto ao balanço de riscos para a actividade económica e inflação nos Estados Unidos. Os riscos no curto prazo para um crescimento económico sustentado continuaram a ser considerados equilibrados, mas no caso dos preços a autoridade monetária considerou que a probabilidade de uma redução substancial da inflação, embora pequena, excedia a de um aumento em relação ao nível baixo em que esta se encontrava.

(5) O FMI prevê que em 2003 o défice orçamental ajustado do ciclo aumente 1.9 e 0.9 p.p. do PIB, respectivamente nos Estados Unidos e no Reino Unido (para 5.1 e 2.1 por cento do PIB). Na área do euro, a previsão é de uma redução de 0.3 p.p., para 1.7 por cento do PIB. Desde 2000, altura em que os dois primeiros países registaram excedentes orçamentais, o saldo ajustado do ciclo ter-se-á deteriorado 5.7 p.p. nos Estados Unidos, 3.8 p.p. no Reino Unido e apenas 0.2 p.p. na área do euro.

Quadro 2.2

## MERCADOS FINANCEIROS

## Dados diários

	Média			Final de período		
	2001	2002	2003 <sup>(a)</sup>	2001	2002	2003 <sup>(a)</sup>
<b>Índices Bolsistas</b> (variação em percentagem) .....						
S&P 500 .....	-16	-17	-9	-13	-23	20
Nasdaq .....	-46	-24	3	-21	-32	45
Nikkei 225 .....	-30	-16	-10	-24	-19	23
FTSE 100 .....	-13	-17	-13	-16	-24	10
Dow Jones Euro Stoxx .....	-21	-23	-20	-20	-35	12
<b>Taxas de juro a 10 anos - dívida pública</b> (percentagem) .....						
Estados Unidos .....	5.0	4.6	3.9	5.1	3.8	4.3
Japão .....	1.3	1.3	0.9	1.4	0.9	1.5
Reino Unido .....	4.9	4.9	4.3	5.1	4.4	5.0
Área do Euro .....	5.0	4.9	4.1	5.1	4.3	4.3
<b>Taxas de câmbio efectivas nominais</b> (variação em percentagem) .....						
Dólar norte-americano .....	6.8	-1.1	-9.5	7.5	-9.4	-9.2
Iene japonês .....	-8.2	-5.2	-0.8	-9.3	1.8	3.6
Libra esterlina .....	-1.2	0.5	-4.9	2.4	-2.7	-3.1
Euro .....	1.9	3.1	10.9	-1.0	8.8	6.0
<b>Diferenciais entre as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida privada e as obrigações de dívida pública (7 e os 10 anos)</b> (em pontos base) .....						
Área do euro .....						
AAA .....	32	25	20	22	22	23
BBB .....	205	209	142	182	194	93
Estados Unidos .....						
AAA .....	60	64	45	42	70	18
BBB .....	193	224	138	182	209	80
<b>Diferenciais entre as taxas de rendibilidade das obrig. de dív. pública emitidas em dólares por mercados emergentes face às obrig. do tesouro dos EUA</b> (em pontos base) .....						
JP Morgan EMBI Global .....	796	728	552	728	725	455
JP Morgan EMBI América Latina .....	865	966	726	888	981	589

Fontes: Banco Central Europeu, Banco de Portugal, Banco Internacional de Pagamentos, *Bloomberg* e *JP Morgan*.

Nota:

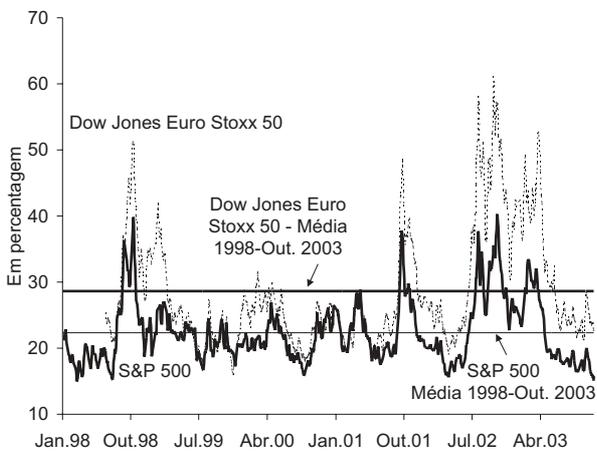
(a) Até ao final de Outubro.

fique orçamental num nível próximo de 7.5 por cento do PIB.

Em 2003, os mercados financeiros foram condicionados pelo conflito militar no Iraque, por dúvidas quanto à intensidade e sustentabilidade da recuperação da economia mundial e por expectativas de que as taxas de juro oficiais nos principais países industrializados permanecerão por mais algum tempo em níveis historicamente baixos (Quadro 2.2). No início do ano, as principais bolsas internacionais verificaram um movimento de descida e as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública prosseguiram a tendência de redução, ao mesmo tempo em que a volatilidade no mercado accionista permanecia em níveis elevados

(Gráfico 2.1). A partir de meados de Março, com a perspectiva de que o conflito militar no Iraque teria um fim rápido e, mais recentemente, no contexto da progressiva melhoria das perspectivas de recuperação da economia mundial, os mercados accionistas observaram um movimento de recuperação, que foi acompanhado por uma significativa diminuição da volatilidade implícita para níveis inferiores à média verificada nos últimos 5 anos (Gráfico 2.2). Nos mercados de dívida pública, por seu turno, as taxas de rendibilidade mantiveram até meados de Junho a tendência de redução, tendo nessa data atingido níveis historicamente muito reduzidos (Gráfico 2.3). Esta evolução terá trazido uma revisão em baixa quer das perspecti-

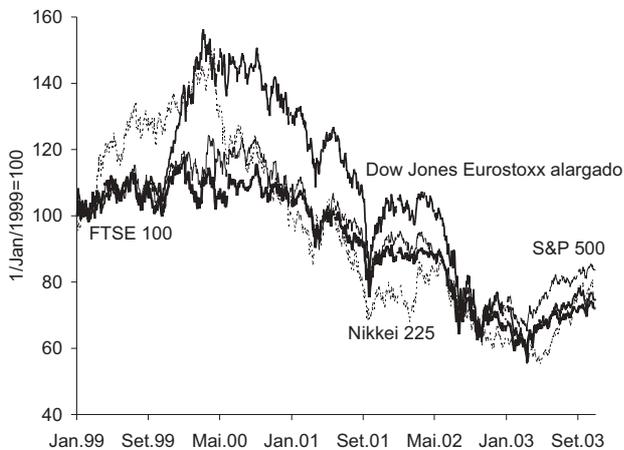
**Gráfico 2.1**  
**VOLATILIDADES IMPLÍCITAS**  
**DOS PRINCIPAIS ÍNDICES ACCIONISTAS<sup>(a)</sup>**  
Média móvel de 5 dias



Fonte: *Bloomberg*

Nota: Volatilidades implícitas nos contratos de futuros com maturidade mais próxima sobre índices accionistas.

**Gráfico 2.2**  
**MERCADO ACCIONISTA**



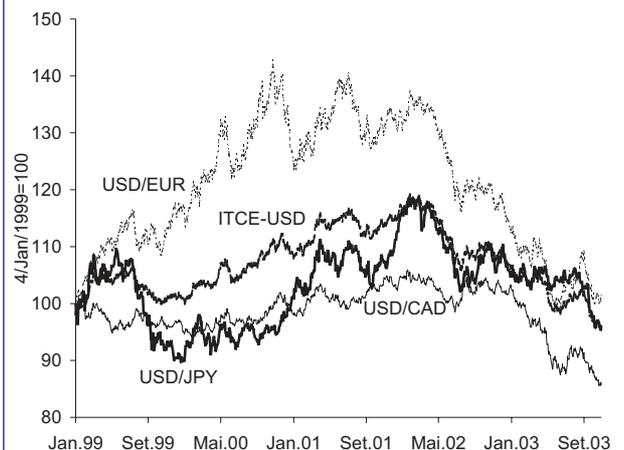
Fonte: *Bloomberg*.

**Gráfico 2.3**  
**TAXAS DE RENDIBILIDADE DAS OBRIGAÇÕES**  
**DE DÍVIDA PÚBLICA A DEZ ANOS**



Fonte: Banco Central Europeu e *Bloomberg*.

**Gráfico 2.4**  
**TAXAS DE CÂMBIO DO DÓLAR**  
**NORTE-AMERICANO<sup>(a)</sup>**



Fonte: Banco Central Europeu, Banco de Portugal e Banco Internacional de Pagamentos.

Nota:

(a) Um aumento traduz uma apreciação do dólar.

vas de crescimento económico, quer das expectativas de inflação a médio/longo prazo nos EUA e na área do euro, como evidenciado pela informação implícita nas obrigações indexadas à taxa de inflação. Com efeito, os reduzidos níveis de inflação verificados em algumas economias, juntamente com o baixo nível de utilização da capacidade produtiva disponível, fizeram surgir riscos de deflação, os quais se intensificaram com a declaração do FED na reunião de 6 de Maio. A partir de meados do ano, os sinais mais favoráveis quanto à re-

cuperação dos EUA e a diminuição dos receios relativamente à uma eventual situação de deflação, num quadro de elevados défices orçamentais e consequente expansão da oferta de títulos, contribuíram para uma correcção em baixa dos preços das obrigações de dívida pública. Nos mercados de dívida privada, os diferenciais face às obrigações de dívida pública evidenciam, desde o quarto trimestre de 2002, uma tendência de diminuição, reflectindo em parte um aumento da procura de

activos de maior rendibilidade e os níveis de taxas de juro muito reduzidos. No mesmo sentido, verificou-se um estreitamento dos diferenciais das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública de economias de mercado emergente face às norte-americanas.

Nos mercados cambiais, o dólar prosseguiu a tendência de depreciação face às principais moedas (Gráfico 2.4). Entre o início de 2003 e o final de Outubro, o dólar depreciou-se 9.4 por cento em termos nominais efectivos, a que correspondem depreciações de 10.1 por cento face ao euro, 16.2 por cento face ao dólar canadiano e 8.4 por cento face ao iene japonês. Este movimento terá apenas traduzido, de acordo com o FMI, uma correcção parcial da sobrevalorização do dólar face ao seu valor de equilíbrio de médio-prazo<sup>(6)</sup>. De facto, os Estados Unidos têm apresentado desde o início da década de noventa uma deterioração do défice da balança corrente (as previsões do FMI apontam para um défice de 4.6 e 5.1 por cento do PIB, respectivamente em 2002 e 2003).

### 2.2. Condições monetárias na área do euro

Como acima referido, depois de ter reduzido as taxas de juro oficiais em 50 p.b. no início de Dezembro de 2002, o Conselho do BCE manteve-as inalteradas nos primeiros dois meses de 2003, baixando-as novamente em 25 p.b. no dia 6 de Março, data em que a taxa de juro mínima aplicável às operações principais de refinanciamento passou a ser 2.5 por cento (Quadro 2.3). Esta decisão foi motivada por uma melhoria das perspectivas para a estabilidade de preços no médio prazo na área do euro<sup>(7)</sup>, determinada principalmente pelo ritmo moderado do crescimento económico e pela tendência de apreciação do euro. Os dados existentes nos primeiros meses do ano indicavam um fraco crescimento na área do euro no primeiro trimestre, o que, em simultâneo com as tensões geopolíticas e consequente acréscimo do preço do petróleo, apontava para uma deterioração das perspectivas de crescimento para 2003, tornando menos prová-

(6) *World Economic Outlook* de Setembro de 2003.

(7) No dia 8 de Maio, o Conselho do BCE clarificou que a fim de alcançar a estabilidade de preços visa manter a taxa de inflação num nível inferior mas próximo de 2 por cento no médio prazo (veja-se a Caixa – “Reavaliação da estratégia de política monetária do BCE”).

Quadro 2.3

### TAXAS DE JURO DO BANCO CENTRAL EUROPEU

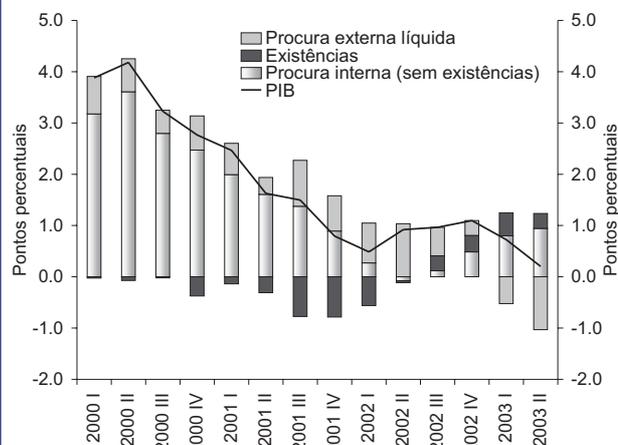
Em percentagem

Data da decisão	Facilidade permanente de depósito	Operações principais de refinanciamento (taxa mínima das propostas)	Facilidade permanente de cedência
5 Out. 2000. . . . .	3.75	4.75	5.75
10 Mai. 2001. . . . .	3.50	4.50	5.50
30 Ago. 2001 . . . . .	3.25	4.25	5.25
17 Set. 2001 . . . . .	2.75	3.75	4.75
8 Nov. 2001 . . . . .	2.25	3.25	4.25
5 Dez. 2002. . . . .	1.75	2.75	3.75
6 Mar. 2003 . . . . .	1.50	2.50	3.50
5 Jun. 2003 . . . . .	1.00	2.00	3.00

Fonte: Banco Central Europeu

vel que o PIB atingisse taxas de variação próximas do crescimento potencial durante o segundo semestre do ano, como projectado no final de 2002. Apesar do fim do conflito militar no Iraque, os dados relativos ao segundo trimestre continuaram

Gráfico 2.5  
ÁREA DO EURO – CONTRIBUTOS  
PARA O CRESCIMENTO HOMÓLOGO  
DO PRODUTO INTERNO BRUTO

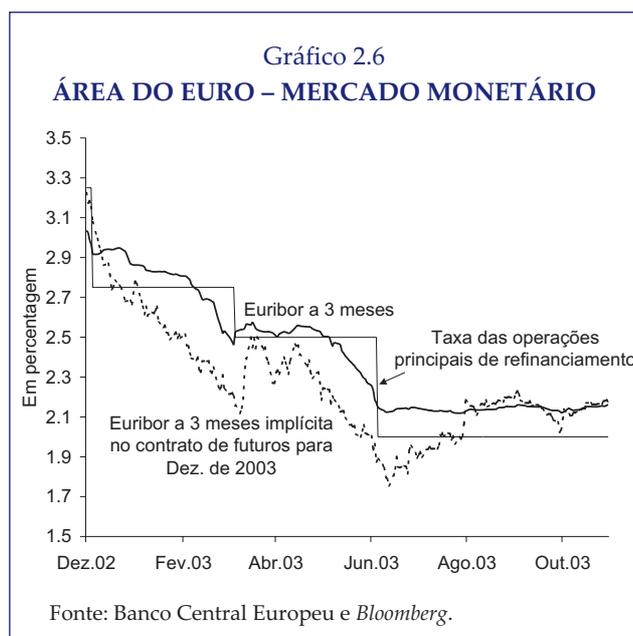


Fonte: Eurostat.

sem evidenciar uma aceleração da procura (Gráfico 2.5) e, embora se tenha reduzido a incerteza, continuaram a prevalecer riscos descendentes para a actividade económica decorrentes do enquadramento externo, bem como da necessidade de ajustamento no sector empresarial da área do euro, de forma a melhorar a produtividade e a rentabilidade. A perspectiva de pressões internas mais moderadas sobre os preços no consumidor, em simultâneo com a redução ocorrida nos preços do petróleo e a apreciação da taxa de câmbio do euro, reforçaram a melhoria das perspectivas para a estabilidade de preços a médio prazo<sup>(8)</sup>. Nesta situação, as taxas de juro foram reduzidas em 50 pontos base no dia 5 de Junho. Desde então o Conselho do BCE não voltou a alterar as taxas oficiais, considerando que, num contexto em que as perspectivas para a estabilidade de preços a médio prazo se mantêm favoráveis, o nível historicamente reduzido das taxas de juro é o apropriado para apoiar a actividade económica.

Em termos gerais, as decisões de política monetária do Conselho do BCE estiveram em consonância com as expectativas de mercado. Até Junho, com excepção do período durante o conflito militar no Iraque, os mercados reviram sucessivamente em baixa os níveis esperados para as taxas de juro de curto prazo nos meses seguintes (Gráfico 2.6). A partir de meados de Junho, assistiu-se a uma revisão em alta das expectativas para as taxas de juro, deixando de estar descontadas descidas adicionais das taxas de juro do BCE a partir de meados de Julho. Reflectindo esta evolução, as taxas de juro do mercado monetário à vista mantiveram até meados de Junho uma tendência de redução. Posteriormente, estas taxas permaneceram relativamente estáveis nos prazos mais curtos e aumentaram nos prazos mais longos. No final de Outubro de 2003, as taxas de juro Euribor para os prazos de três meses e um ano situavam-se em 2.2

(8) As projecções divulgadas em Junho pelo BCE (elaboradas por especialistas do BCE e dos bancos centrais nacionais) apontavam para que a taxa de variação média do IHPC no conjunto da área do euro se situasse em 2003 e 2004 em respectivamente 1.8-2.2 por cento e 0.7-1.9 por cento (1.3-2.3 por cento e 1.0-2.2 por cento, nas projecções de Dezembro de 2002). Para a actividade, o BCE divulgou em Junho intervalos de crescimento para 2003 e 2004 de 0.4-1.0 por cento e 1.1-2.1 por cento, respectivamente (1.1-2.1 por cento e 1.9-2.9 por cento, nas projecções de Dezembro de 2002).



e 2.4 por cento respectivamente, o que representa, face ao final de 2002, descidas de 71 p.b. e 36 p.b.

Até ao final de Maio, o euro manteve uma tendência de forte apreciação em termos nominais efectivos, situando-se pela primeira vez em níveis marginalmente superiores aos observados no início da terceira fase da União Económica e Monetária. Este movimento foi ligeiramente revertido nos meses de Junho a Agosto, num contexto em que os dados divulgados sobre as economias dos principais parceiros comerciais da área do euro se revelaram mais favoráveis do que a informação relativa à área do euro e em que se reduziu o diferencial das taxas de juro de longo prazo entre a área do euro e os Estados Unidos (observando até valores negativos pela primeira vez desde o início de 2002). A taxa de câmbio nominal efectiva do euro voltou a apreciar-se a partir do início de Setembro, situando-se no final de Outubro 6.1 por cento acima do valor do início de 2003, em resultado de apreciações de 11.3, 5.3, 6.7 e 1.9 por cento, respectivamente, face ao dólar norte-americano, à libra esterlina, ao franco suíço e ao iene japonês.

Os mercados de capitais na área do euro observaram uma evolução semelhante aos restantes principais mercados internacionais. Num contexto da redução do prémio de risco associado ao conflito militar no Iraque e, mais recentemente, de uma melhoria das perspectivas para a situação cíclica nas principais economias, o mercado accionista iniciou um movimento de recuperação a partir de meados de Março. No final de Outubro, o índice

Eurostoxx alargado situava-se cerca de 39 por cento acima do mínimo observado em meados de Março de 2003 e 12.0 por cento acima do valor registado no final de 2002, mas ainda 50 por cento abaixo do valor máximo atingido em Março de 2000. Por sua vez, as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos reduziram-se de cerca de 4.3 por cento, no final de 2002, para um mínimo de cerca de 3.5 por cento em meados de Junho. Estas taxas recuperaram posteriormente, situando-se, no final de Outubro, em 4.3 por cento.

### 3. CONDIÇÕES MONETÁRIAS E FINANCEIRAS NA ECONOMIA PORTUGUESA

#### 3.1. Condições monetárias

A diminuição das taxas de juro bancárias ao longo dos últimos anos, que se deverá ter prolongado em 2003, tem implicado condições monetárias menos restritivas na economia portuguesa, não obstante a evolução cambial estar a contrariar em parte, no período mais recente, esse movimento. De facto, o índice cambial efectivo para Portugal aumentou 2.3 por cento nos primeiros três trimestres do ano, depois de apreciações mais moderadas em 2001 e 2002, respectivamente de 0.6 e 0.5 por cento.

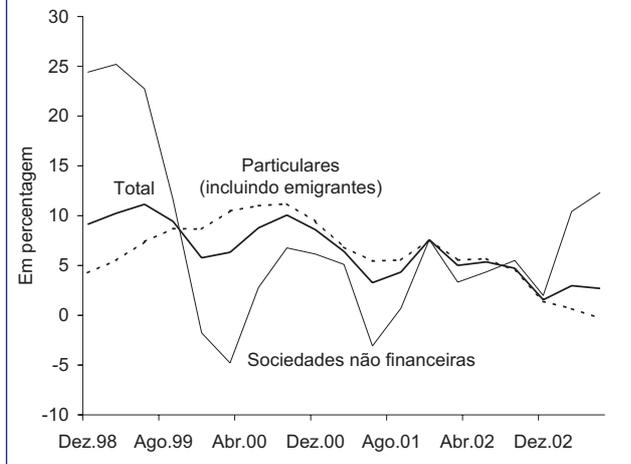
No que respeita às taxas de juro de novas operações bancárias, é de salientar que a análise é dificultada pela interrupção temporária, em Dezembro de 2002, da publicação destas taxas pelo Banco de Portugal. A partir de Janeiro de 2003, começou a ser recolhida informação segundo um novo sistema de reporte em conformidade com o Regulamento nº 63/2002 do BCE. Devido a dificuldades surgidas na validação dessa nova informação, em Portugal e outros países, a divulgação das taxas de juro bancárias médias referentes a novas operações ainda não pôde ser reiniciada. De qualquer forma, uma vez que a maior parte dos empréstimos concedidos a residentes é contratada a taxa variável, geralmente indexada a taxas de juro do mercado monetário, a redução das taxas Euribor ao longo de 2003 dever-se-á ter reflectido, pelo menos em parte, na evolução registada pelas taxas de juro bancárias em operações activas, baixando-as para novos mínimos históricos.

Apesar do movimento de descida das taxas de juro nominais, foi ligeiramente maior a diminuição da taxa de variação homóloga do IPC, donde resultou um aumento de cerca de 0.2 p.p. das taxas de juro reais do mercado monetário nos três primeiros trimestres de 2003<sup>(9)</sup>. Mesmo assim, é de salientar que as taxas de juro interbancárias reais continuam a registar valores negativos. Por exemplo, em Setembro de 2003, as taxas Euribor a 3 e 6 meses, em termos reais, fixavam-se em -1.0 e -0.9 por cento, respectivamente.

A evolução das taxas de juro reais, em conjugação com a desaceleração da actividade desde 2000, contribuiu de forma determinante para o enfraquecimento progressivo do crescimento dos depósitos bancários detidos em Portugal pelo sector privado não financeiro. Adicionalmente, a evolução dos depósitos do sector privado não financeiro em 2002 também deverá ter sido afectada por dois factores de natureza pontual: a regularização de dívidas fiscais no âmbito do Decreto-Lei nº 248-A/2002, que atingiu 1366.1 milhões de euros, e a emissão de valores mobiliários por uma instituição financeira monetária, colocados sobretudo junto de clientes. Em resultado, em Dezembro de 2002, a taxa de variação homóloga dos depósitos do sector privado não financeiro atingia -1.3 ou 0.2 por cento, consoante se incluem ou excluem os depósitos de emigrantes, cuja taxa de variação homóloga foi -12.5 por cento no mesmo mês. A diminuição dos depósitos detidos por emigrantes tem estado associada, em grande medida, à deslocalização de poupanças destes agentes económicos para instituições bancárias não residentes mas que, no entanto, se integram no perímetro de consolidação dos bancos portugueses. A fim de incluir na análise dos depósitos do sector privado não financeiro os depósitos constituídos por emigrantes em instituições bancárias não residentes, analisa-se de seguida a totalidade das aplicações em depósitos do sector privado não financeiro português em Portugal e no exterior<sup>(10)</sup>.

(9) As taxas de juro reais são calculadas como a diferença entre as taxas de juro nominais e a taxa de variação homóloga do IPC. Apesar das reconhecidas limitações associadas a este procedimento, a dificuldade em determinar com rigor as expectativas dos agentes económicos em relação à taxa de inflação no período relevante justifica a sua utilização na estimação de taxas de juro reais.

Gráfico 3.1  
**DEPÓSITOS DO SECTOR PRIVADO  
 NÃO FINANCEIRO NO SISTEMA BANCÁRIO  
 RESIDENTE E NO EXTERIOR**  
 Taxa de variação homóloga



No primeiro semestre de 2003, os depósitos do sector privado não financeiro em Portugal e no exterior evidenciaram alguma recuperação, contrariando, em certa medida, a tendência verificada nos últimos anos. Contudo, a recuperação foi relativamente moderada, pois foi condicionada pela conjuntura recessiva e pelos níveis historicamente reduzidos das taxas de juro em operações passivas. Em Junho de 2003, a taxa de variação homóloga era de 2.7 por cento, que compara com 1.6 por cento no final de 2002 (Gráfico 3.1). É de salientar, contudo, que o contributo para esta evolução dos depósitos dos dois segmentos que constituem o sector privado não financeiro, particulares e sociedades não financeiras, foi muito díspar. Em Junho, os depósitos de particulares tinham diminuído 0.3 por cento, em termos homólogos, taxa que compara com variação homóloga positiva de 1.4 por cento em Dezembro de 2002. Por sua vez, os depósitos de sociedades não financeiras, que tinham vindo a registar um crescimento moderado desde o último trimestre de 2001, cresceram de uma forma bastante expressiva no decurso de 2003. Entre Dezembro

(10) Neste agregado são considerados os depósitos constituídos pelo sector privado não financeiro no sistema bancário residente, utilizando informação contida nas Estatísticas Monetárias e Financeiras, bem como os depósitos constituídos pelo sector privado não financeiro no exterior. A informação sobre depósitos no exterior consta das Estatísticas de Posição de Investimento Internacional, que estão disponíveis com uma frequência trimestral.

de 2002 e Junho de 2003, a taxa de variação homóloga dos depósitos de sociedades não financeiras aumentou 10.3 p.p., de 2.0 para 12.3 por cento. Neste período, foi particularmente significativo o reforço dos depósitos a prazo de sociedades não financeiras. Esta evolução dos depósitos de sociedades não financeiras está em linha com a recuperação estimada da poupança deste sector em 2003, conjugada com uma marcada quebra do investimento empresarial.

Em 2003, o crédito concedido ao sector privado não financeiro prosseguiu a tendência de desaceleração iniciada em meados de 1999. Em Agosto de 2003, a taxa de variação anual dos empréstimos concedidos ao sector privado não financeiro<sup>(11)</sup> situava-se em 7.4 por cento, menos 2.6 p.p. do que no final de 2002 (Quadro 3.1 e Gráfico 3.2)<sup>(12)</sup>.

Os empréstimos concedidos a sociedades não financeiras mantiveram a tendência de abrandamento, observando-se uma diminuição da sua taxa de variação anual de 7.5 por cento, em Dezembro de 2002, para 4.5 por cento, em Agosto de 2003. Esta moderação da procura de crédito é consistente com a forte diminuição do investimento privado em 2003 e com os elevados níveis de endividamento entretanto atingidos. Para além disso, poderá também ter-se verificado alguma retracção na oferta de crédito a sociedades não financeiras, associada a uma percepção de maior risco de crédito por parte dos bancos. Os resultados qualitativos do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito (*Bank Lending Survey*)<sup>(13)</sup> para os três primeiros trimestres de 2003 sugerem que os cinco grupos bancários portugueses inquiridos mantiveram critérios de aprovação de empréstimos a empresas relativamente restritivos, em linha com a manutenção

(11) Neste agregado são considerados os empréstimos bancários ajustados de titularização e corrigidos de reclassificações e de abatimentos ao activo.

(12) Considerando saldos corrigidos de reclassificação e de abatimentos ao activo (isto é, não considerando qualquer ajustamento a operações de titularização), a taxa de variação anual dos empréstimos ao sector privado não financeiro foi 6.7 por cento, em Agosto de 2003, o que representa uma desaceleração de 3.4 p.p. face a Dezembro de 2002.

(13) No início de 2003, o BCE lançou um novo inquérito a uma amostra de bancos da área do euro, com periodicidade trimestral, a fim de aferir determinadas questões de natureza qualitativa sobre desenvolvimentos no mercado de crédito da área do euro. Os resultados para Portugal podem ser consultados em [www.bportugal.pt/publish/bls](http://www.bportugal.pt/publish/bls).

Quadro 3.1

**TAXAS DE VARIAÇÃO ANUAL DOS EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS AO SECTOR PRIVADO NÃO FINANCEIRO RESIDENTE <sup>(a)</sup>**

	Taxas de variação anual				
	Particulares			Sociedades não financeiras	Sector privado não financeiro
	Habituação	Outros fins	Total		
<b>2001</b>					
Jan. ....	19.8	26.7	21.6	23.9	22.7
Fev. ....	18.5	24.7	20.1	23.9	21.9
Mar. ....	17.7	23.5	19.2	23.4	21.2
Abr. ....	18.2	24.2	19.8	18.8	19.3
Mai. ....	16.9	21.6	18.1	18.7	18.4
Jun. ....	16.6	20.0	17.5	20.6	19.0
Jul. ....	16.3	19.9	17.3	18.8	18.0
Ago. ....	16.1	17.0	16.4	18.8	17.5
Set. ....	16.0	14.2	15.6	18.2	16.8
Out. ....	16.2	9.4	14.5	15.3	14.8
Nov. ....	16.1	8.8	14.2	15.5	14.8
Dez. ....	15.5	6.2	12.9	14.7	13.8
<b>2002</b>					
Jan. ....	15.4	4.7	12.6	14.6	13.5
Fev. ....	15.7	6.5	13.3	13.3	13.3
Mar. ....	15.9	5.9	13.2	11.7	12.5
Abr. ....	15.4	5.6	12.8	11.7	12.3
Mai. ....	15.8	7.1	13.6	10.7	12.2
Jun. ....	15.7	5.4	13.0	9.5	11.3
Jul. ....	15.7	3.7	12.6	9.3	11.0
Ago. ....	15.6	3.6	12.5	8.1	10.4
Set. ....	16.2	4.6	13.3	7.0	10.3
Out. ....	15.7	4.9	13.0	6.9	10.1
Nov. ....	15.5	3.7	12.6	7.1	9.9
Dez. ....	15.4	2.4	12.1	7.5	9.9
<b>2003</b>					
Jan. ....	15.2	4.8	12.6	5.9	9.4
Fev. ....	14.9	3.7	12.1	6.6	9.5
Mar. ....	14.1	2.2	11.1	6.1	8.7
Abr. ....	13.4	2.1	10.6	5.9	8.4
Mai. ....	12.9	1.0	10.0	6.1	8.1
Jun. ....	12.9	2.3	10.3	4.9	7.8
Jul. ....	12.6	2.2	10.1	4.4	7.4
Ago. ....	12.2	2.6	9.9	4.5	7.4

Nota:

(a) Neste agregado são considerados os empréstimos bancários, ajustados de operações de titularização, corrigidos de reclassificações e de abatimentos ao activo. Taxas de variação anual calculadas com base em índices de saldos corrigidos (Jan.2000=100).

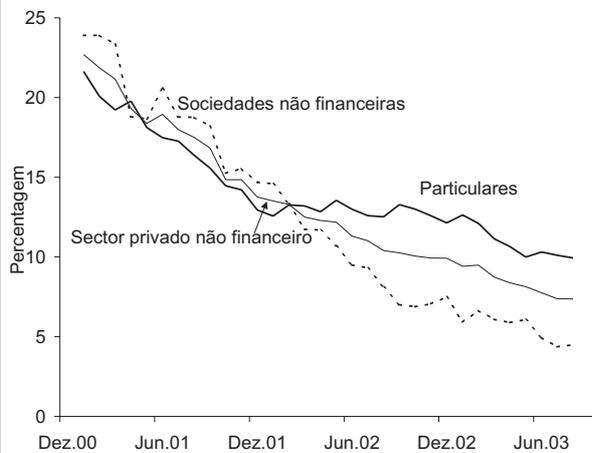
de expectativas pessimistas em relação à evolução da actividade económica. Como consequência, os bancos têm vindo a aumentar as garantias exigidas e a aplicar *spreads* de taxa de juro mais elevados nos empréstimos concedidos a empresas.

Por sua vez, a taxa de variação anual dos empréstimos a particulares diminuiu de 12.1 por cento em Dezembro de 2002 (13.3 por cento em Setembro de 2002), para 9.9 por cento em Agosto de 2003 (Gráfico 3.3). Não obstante esta desaceleração, o rácio de endividamento bruto das famílias portuguesas sobre o rendimento disponível, que representava no final de 2002 cerca de 103 por cento, deverá subir para um valor próximo de 110 por

cento no final de 2003. Refira-se, no entanto, que a descida das taxas de juro tem compensado o aumento das amortizações do capital em dívida, levando a uma estabilização do serviço da dívida dos particulares em percentagem do rendimento disponível.

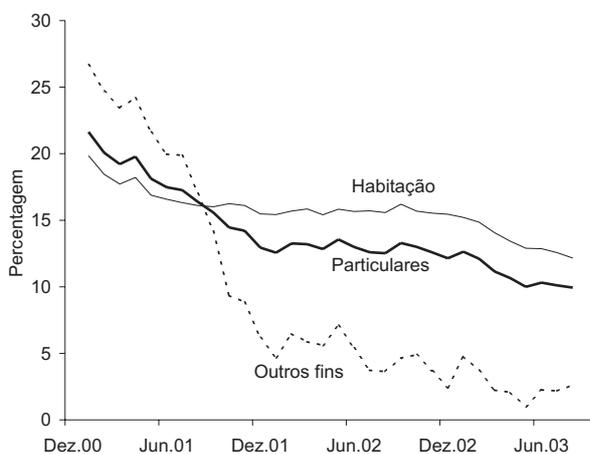
A desaceleração dos empréstimos a particulares esteve essencialmente associada ao comportamento dos empréstimos para aquisição de habitação, que retomaram, a partir de Setembro de 2002 e após uma interrupção por alguns meses, a tendência de abrandamento anterior<sup>(14)</sup>. Em Agosto de 2003, os empréstimos a particulares para aquisição de habitação registavam uma taxa de variação

Gráfico 3.2  
TAXAS DE VARIAÇÃO ANUAL  
DOS EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS CONCEDIDOS  
AO SECTOR PRIVADO NÃO FINANCEIRO



Nota: Empréstimos bancários ajustados de titularização e corrigidos de reclassificações e de abatimentos ao activo. As taxas de crescimento anual são calculadas a partir de índices de saldos corrigidos (Jan.2000=100).

Gráfico 3.3  
TAXAS DE VARIAÇÃO ANUAL  
DOS EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS  
CONCEDIDOS A PARTICULARES

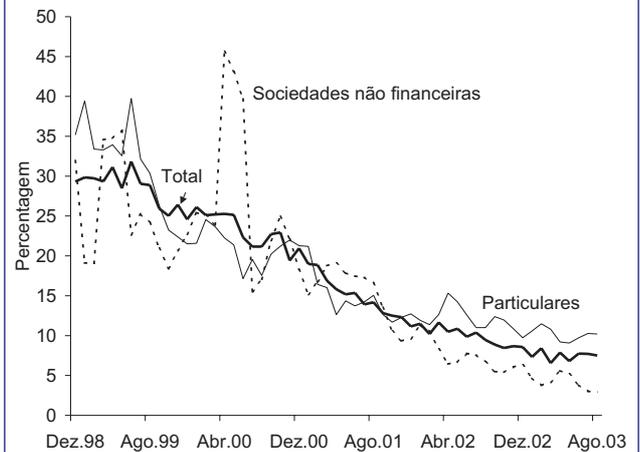


Nota: Empréstimos bancários ajustados de titularização e corrigidos de reclassificações e de abatimentos ao activo. As taxas de crescimento anual são calculadas a partir de índices de saldos corrigidos (Jan.2000=100).

anual de 12.2 por cento, que compara com 15.4 por cento em Dezembro de 2002 (e com 16.2 por cento em Setembro do mesmo ano). Deste modo, apesar dos níveis historicamente baixos das taxas de juro

Gráfico 3.4  
EMPRÉSTIMOS CONCEDIDOS AO SECTOR  
PRIVADO NÃO FINANCEIRO

Taxas de crescimento trimestrais anualizadas sobre valores corrigidos de sazonalidade e ajustados de operações de titularização



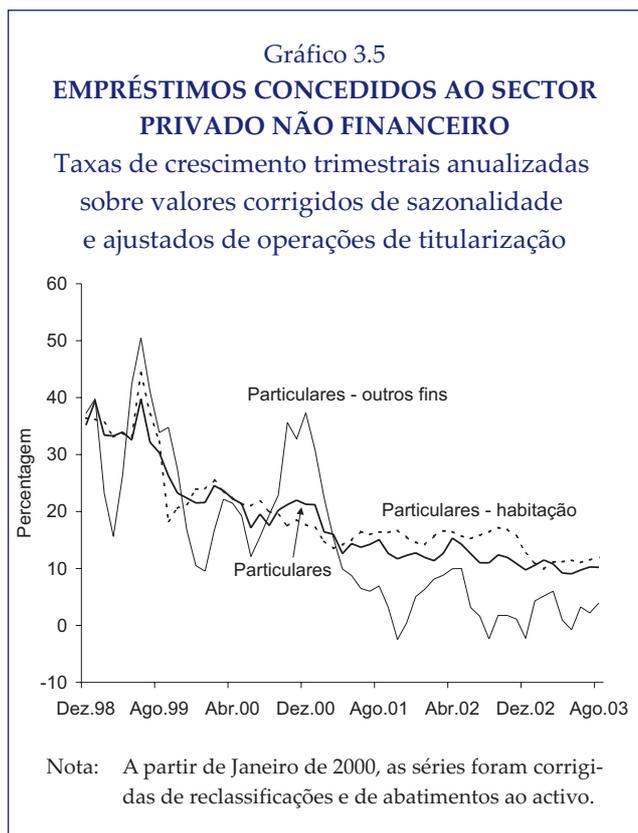
Nota: A partir de Janeiro de 2000, as séries foram corrigidas de reclassificações e de abatimentos ao activo.

em operações activas, da moderação do ritmo de crescimento dos preços de habitação<sup>(15)</sup> e das alterações efectuadas sobre a tributação do património<sup>(16)</sup>, tem-se verificado uma desaceleração sustentada dos empréstimos para aquisição de habitação desde o último trimestre de 2002, ainda que se continuem a observar taxas de crescimento relativamente elevadas. Note-se, no entanto, que a evolução do saldo de empréstimos para habitação tem estado associada, em 2003, a crescimentos negati-

(14) Em Setembro de 2002 acabou o regime bonificado para novos empréstimos, que poderá ter originado alguma antecipação das decisões de aquisição de habitação por um número significativo de agregados familiares.

(15) Em Setembro de 2003, segundo a *Confidencial Imobiliário*, os preços de habitação cresciam a uma taxa de variação homóloga de 1.6 por cento. Em termos reais, os preços de habitação têm vindo a registar taxas de crescimento homólogo negativas desde meados de 2001.

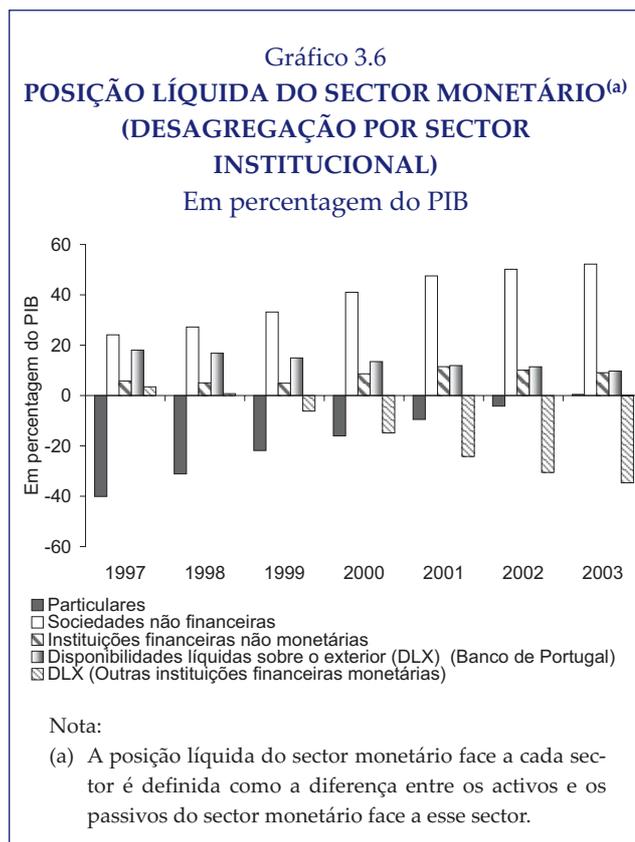
(16) Apesar de as principais medidas da Reforma da Tributação do Património entrarem em vigor apenas em 2004, foi adoptado um regime transitório a partir de Junho de 2003, a fim de evitar o adiamento de um volume significativo de decisões de aquisição de habitação. Deste modo, a partir de Junho de 2003 foram aplicadas novas taxas do Imposto de Sisa, significativamente inferiores às anteriormente em vigor, que correspondem às taxas aplicadas no novo Imposto Municipal sobre Transacções a ser introduzido no início de 2004 (substituindo o Imposto de Sisa).



vos dos fluxos líquidos deste tipo de empréstimos (queda de 19.8 por cento no período Janeiro-Agosto de 2003 face a idêntico período do ano anterior).

A taxa de variação anual dos empréstimos a particulares para outras finalidades que não a aquisição de habitação evidenciou, ao longo de 2003, um comportamento algo irregular, mas registando sempre taxas de variação moderadas. Em Agosto de 2003, esta taxa situava-se em 2.6 por cento, que compara com 2.4 por cento em Dezembro de 2002.

De acordo com os resultados do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, durante os primeiros três trimestres de 2003 verificou-se um aperto significativo dos critérios de concessão de crédito a particulares para finalidades que não a aquisição de habitação. No entanto, no que diz respeito aos empréstimos destinados a aquisição de habitação, apenas no terceiro trimestre de 2003 terá ocorrido um aperto mais significativo dos critérios de concessão desses empréstimos. Os resultados do inquérito apontam ainda, no terceiro trimestre de 2003, para uma recuperação face aos trimestres anteriores da procura de empréstimos a particulares para financiamento de habitação. Para os grupos bancários inquiridos, o aumento da pro-



cura neste segmento deverá estar essencialmente relacionado com alguma recuperação recente do nível de confiança dos consumidores. A procura de empréstimos para outros fins que não a aquisição de habitação, que foi bastante moderada no primeiro semestre de 2003, também aumentou ligeiramente no decurso do terceiro trimestre. De qualquer forma, os níveis muito elevados de endividamento das famílias tornam insustentável esta recuperação da procura de crédito, e é conveniente que a maior restritividade das condições de oferta sinalizadas pelos bancos se traduzam na continuação da gradual desaceleração do saldo de empréstimos a particulares.

### 3.2 Evolução da síntese monetária<sup>(17)</sup>

Ao longo dos últimos anos, a manutenção de taxas de crescimento do crédito persistentemente acima das dos depósitos tem vindo a traduzir-se num aumento da posição credora líquida das OIFM residentes face ao sector privado não finan-

(17) Os agregados de crédito considerados nesta secção não foram ajustados de operações de titularização e não foram corrigidos de reclassificações e de abatimentos ao activo.

Quadro 3.2

## SÍNTESE MONETÁRIA

Milhões de euros

							Variação absoluta					
	1999	2000	2001	2002		2003	1999	2000	2001	Dez.2001	2002	Dez.2002
	Dez.	Dez.	Dez.	Ago.	Dez.	Ago.	Dez.	Dez.	Dez.	a Ago.2002	Dez.	a Ago.2003
Activos líquidos sobre o exterior. ....	8 985	-6 788	-19 270	-25 310	-27 444	-33 014	-5 974	-15 773	-12 483	-6 040	-8 174	-5 570
Banco de Portugal. ....	18 623	14 985	16 050	14 501	15 521	12 574	1 852	-3 638	1 065	-1 550	-529	-2 947
Outras instituições financeiras monetárias. ....	-9 637	-21 773	-35 321	-39 811	-42 965	-45 589	-7 827	-12 136	-13 548	-4 490	-7 644	-2 624
Dos quais:												
Face a sede e sucursais da própria instituição. ....	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-36 176	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Face a outras IFM não residentes em relação de domínio. ....	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-7 990	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Face a outras IFM não residentes sem relação de domínio. ....	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-2 910	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito às Administrações Públicas. ....	8 764	8 496	9 082	7 327	8 069	7 560	-3 758	-268	585	-1 755	-1 013	-509
Crédito interno (excepto às Administrações Públicas). ....	129 577	160 783	179 401	186 962	191 038	196 304	26 840	31 206	18 618	7 561	11 637	5 266
Particulares. ....	56 859	68 921	76 063	81 443	83 363	86 951	12 268	12 062	7 142	5 380	7 300	3 589
Sociedades não financeiras. ....	56 500	70 667	80 085	82 274	86 352	87 559	10 962	14 167	9 418	2 189	6 267	1 208
Instituições financeiras não monetárias. ....	16 217	21 194	23 253	23 244	21 324	21 793	3 611	4 977	2 059	-9	-1 929	469
Circulação monetária. ....	5 620	5 392	4 451	6 080	7 025	7 517	1 059	-228	-941	1 629	2 575	491
Depósitos e equiparados - total. ....	114 507	120 125	123 236	119 506	122 667	119 402	11 480	5 618	3 111	-3 731	-569	-3 265
Instituições financeiras não monetárias. ....	9 661	9 843	10 360	10 019	9 641	10 104	2 038	182	517	-341	-719	464
Administrações Públicas. ....	8 872	8 181	6 329	6 540	7 866	4 944	695	-690	-1 852	211	1 536	-2 921
Sociedades não financeiras e particulares. ....	95 974	102 100	106 547	102 947	105 161	104 353	8 747	6 126	4 447	-3 600	-1 386	-808
Títulos excepto capital. ....	13 319	17 476	22 514	23 428	23 168	21 930	2 550	4 157	5 037	915	655	-1 238
Unidades de participação em Fundos do Mercado Monetário. ....	0	115	166	335	665	801	0	115	51	169	499	136
Capital e reservas. ....	20 827	25 920	27 867	28 597	28 726	32 625	4 921	5 093	1 947	730	859	3 900
Diversos (líquido). ....	-6 947	-6 537	-9 021	-8 967	-10 588	-11 425	-2 903	411	-2 484	54	-1 567	-837
Por memória:												
Activos líquidos sobre o exterior de OIFM denominados em euros. ....	-10 741	-19 559	-34 518	-37 718	-39 524	-40 257	-8 377	-8 818	-14 959	-3 201	-5 006	-734
							Taxas de variação homóloga					
Contributo para o agregado M1 da área do euro. ....	45 537	47 723	51 219	51 936	53 225	54 279	19.3	4.8	7.3	8.9	3.9	4.5
Contributo para o agregado M3 da área do euro. ....	113 135	119 822	126 770	131 361	127 607	131 259	9.2	5.9	5.8	5.5	0.7	-0.1

ceiro<sup>(18)</sup> (Gráfico 3.6), que se reflecte em algumas alterações na estrutura da Síntese Monetária (Quadro 3.2). Com efeito, as OIFM residentes têm vindo a captar externamente os recursos necessários para a expansão dos seus activos, do que resulta um agravamento da sua posição devedora face ao exterior. O financiamento tem sido obtido em grande medida através do recurso a emissões de obrigações por filiais com sede no exterior de bancos portugueses<sup>(19)</sup>. Em 2002, em particular no segundo semestre, verificou-se uma quebra significativa no recurso a este tipo de financiamento, em linha com a diminuição generalizada do volume de emissões brutas de obrigações nos mercados financeiros internacionais. Contudo, nos primeiros três trimestres de 2003, com o desanuiamento da situação nos mercados financeiros, os bancos portugueses voltaram a recorrer de forma significativa a este tipo de financiamento (para mais detalhes, veja-se neste *Boletim* o artigo “O sistema bancário no primeiro semestre de 2003”).

#### 4. POLÍTICA ORÇAMENTAL

De acordo com a notificação realizada no âmbito do Procedimento dos Défices Excessivos (PDE) de Agosto de 2003, o défice das administrações públicas situar-se-á em 2.9 por cento do PIB em 2003 (2.7 por cento do PIB em 2002). Este valor foi confirmado no relatório que acompanha a Proposta de Lei do Orçamento do Estado para 2004 (relatório do OE-2004), apresentada pelo Governo a 15 de Outubro. A estimativa para o défice constante na notificação do PDE de Fevereiro passado, que correspondia a 2.4 por cento do PIB, foi assim revista no sentido de agravamento em 0.5 p.p. A estimativa para o saldo primário teve uma alteração ainda mais significativa, passando de um excedente primário de 0.8 por cento do PIB, na notificação de Fevereiro, para um défice primário de 0.1 por cento do PIB, na última notificação. Com efeito, a

previsão para as despesas com juros é agora consideravelmente menor, dado que a evolução das taxas de juro foi mais favorável do que então admitia o Ministério das Finanças.

Também de acordo com a segunda notificação do PDE de 2003, o rácio da dívida das administrações públicas deverá aumentar 1.4 p.p. entre 2002 e 2003, para 59.5 por cento do PIB. Esta evolução resulta predominantemente do reduzido crescimento nominal do PIB, muito abaixo da taxa de juro implícita da dívida pública. Em contraste com os dois anos anteriores, os ajustamentos défice-dívida terão um efeito pouco significativo na variação do rácio da dívida das administrações públicas (-0.3 por cento do PIB).

O objectivo para o défice em 2003 de 2.9 por cento do PIB só será possível de atingir com a realização de um conjunto de medidas extraordinárias<sup>(20)</sup> num montante superior a 2 por cento do PIB<sup>(21)</sup>. O défice das administrações públicas que foi reportado em Agosto pelo Ministério das Finanças ascende a 4.7 por cento do PIB se excluídas as medidas extraordinárias implícitas nesse reporte (que representavam 1.8 por cento do PIB). Em 2002, o valor comparável para o défice situou-se em 4.2 por cento do PIB (após descontar 1.5 por cento do PIB de medidas extraordinárias). Esta deterioração do défice excluindo o efeito de medidas extraordinárias é explicada, sobretudo, pelo efeito cíclico que está a determinar uma evolução muito desfavorável das receitas fiscais, em particular dos impostos sobre o rendimento e património (para os quais o Ministério das Finanças prevê uma queda de 4.2 por cento)<sup>(22)</sup>, bem como um crescimento substancial dos subsídios de desemprego que, de acordo com o relatório do OE-2004, poderá ascender a 38.2 por cento.

Para além da conjuntura económica recessiva, a evolução da receita em 2003 está também a reflectir

(18) A posição líquida do sector monetário face a cada sector é definida como a diferença entre os activos e os passivos do sector monetário face a esse sector.

(19) A Síntese Monetária, que só reflecte os balanços das instituições monetárias financeiras residentes, considerando as filiais como entidades não residentes, não é por isso a peça de informação mais adequada para analisar o financiamento dos grupos bancários portugueses. Para o efeito devem ser utilizadas as contas consolidadas desses grupos bancários.

(20) As principais medidas extraordinárias que têm sido referidas para 2003 são a transferência de reservas contabilísticas dos CTT para a Caixa Geral de Aposentações e as receitas provenientes do programa de cessão de créditos fiscais e da Segurança Social. A estas medidas deverá ser adicionada a parte das receitas do programa de regularização de dívidas fiscais implementado no final de 2002 atribuível, numa base de Contas Nacionais, a 2003.

(21) É essa a hipótese assumida, nomeadamente, nas projecções do Outono da Comissão Europeia.

(22) Corrigindo do efeito do programa de regularização de dívidas fiscais.

tir o efeito de medidas fiscais discricionárias, quer no sentido da consolidação orçamental, quer no sentido oposto. Entre as primeiras, refira-se o aumento da taxa do IVA de 17 para 19 por cento (que teve lugar no decurso de 2002, mas cujo efeito só se esgota em 2003)<sup>(23)</sup> e o aumento do valor médio do Imposto sobre Produtos Petrolíferos incidindo sobre a gasolina e o gasóleo. Entre as medidas discricionárias que produziram efeitos de diminuição de receita saliente-se a redução da taxa do IRC de 32 para 30 por cento em 2002<sup>(24)</sup> e a redução das taxas e escalões do Imposto de Sisa a partir de meados do ano. É ainda possível que o programa de regularização de dívidas fiscais do final de 2002 tenha alterado o padrão habitual de pagamentos atrasados de impostos, antecipando a cobrança de algumas dívidas fiscais que seriam cobradas em 2003 não fora o referido programa.

No que respeita à despesa primária, é de destacar a desaceleração das despesas com o pessoal (excluindo o subsídio do Estado para a CGA), reflectindo essencialmente a reduzida actualização da tabela dos vencimentos dos funcionários públicos em 2003 e o maior controlo de novas admissões<sup>(25)</sup>. Do mesmo modo, observa-se uma desaceleração das despesas em bens e serviços. Em contrapartida, para além do elevado crescimento das despesas com subsídios de desemprego atrás mencionado, as pensões de velhice, quer do Regime Geral, quer da Caixa Geral de Aposentações, continuam a registar uma forte expansão de natureza estrutural, explicada pelo aumento do número de pensionistas e pela magnitude do efeito de composição<sup>(26)</sup>.

É de referir que, em 2003, as taxas de variação das transferências para as famílias, despesas com pessoal, consumo intermédio e vendas de bens e

serviços são afectadas pela saída do sector das administrações públicas de hospitais do Serviço Nacional de Saúde, agora classificados como empresas públicas na sequência do processo de empresarialização levado a cabo em Dezembro de 2002. Em resultado desta reclassificação, os custos dos referidos hospitais deixaram de estar incluídos nas despesas com pessoal e em consumo intermédio (assim como os proveitos nas vendas de bens e serviços), sendo agora os serviços por eles providos registados como transferências (em espécie) para as famílias<sup>(27)</sup>.

A informação disponível, em particular a execução orçamental do Estado e da Segurança Social, sugere que existem ainda riscos significativos associados à execução orçamental de 2003. Do lado da receita, a deterioração do cenário macroeconómico poderá determinar uma evolução da receita fiscal e de contribuições sociais ainda mais desfavorável do que a subjacente à projecção de 2003 apresentada no relatório do OE-2004. Enquanto nesta se previa um crescimento das receitas de impostos de 1.0 por cento<sup>(28)</sup>, os resultados da execução orçamental no período Janeiro-Setembro indicam uma quebra de 4.9 por cento nas receitas de impostos do subsector Estado<sup>(29)</sup>, que constituem a quase totalidade deste tipo de receitas das administrações públicas. Ainda do lado da receita, o crescimento das receitas de capital relativas ao co-financiamento pela Comunidade Europeia de investimento pressupõe um crescimento equivalente da despesa de capital comparticipada. Ora, dada a evolução do conjunto da despesa de capital considerada nas projecções do Ministério das Finanças, tal só poderá ocorrer caso se esteja a verificar uma nova e marcada diminuição da componente da despesa de capital não associada a projectos comparticipados pela União Europeia, o que não é possível confirmar com a informação disponível. Do lado da despesa, os riscos centram-se na

(23)O aumento da taxa do IVA entrou em vigor em Junho de 2002 e consequentemente em termos de crescimento da receita produz ainda efeitos durante 2003.

(24)A redução da taxa reflecte-se essencialmente no acerto realizado aquando das auto-liquidações de 2003 relativas a 2002.

(25)Segundo projecções do Banco de Portugal, tendo por base a informação apresentada no relatório do OE-2004, a taxa de variação média anual do número de subscritores da CGA deverá ser próxima de zero em 2003.

(26)O efeito de composição decorre da substituição de pensionistas antigos, à medida que estes vão falecendo, por novos pensionistas, originando, por si só, um crescimento da despesa em pensões, uma vez que os novos pensionistas auferem pensões em média mais elevadas do que os anteriores.

(27)Os serviços providos pelos hospitais-empresa às famílias deixam de ser produzidos dentro das administrações públicas, embora sejam adquiridos por estas últimas. Em contas nacionais, os serviços de saúde consumidos pelas famílias e financiados pelas administrações públicas, quer através de aquisição directa, quer através de reembolso, são registados como transferências em espécie.

(28)Corrigindo do efeito do programa de regularização de dívidas fiscais.

(29)Incluindo a parte da colecta do IVA que constitui receita do subsector Segurança Social.

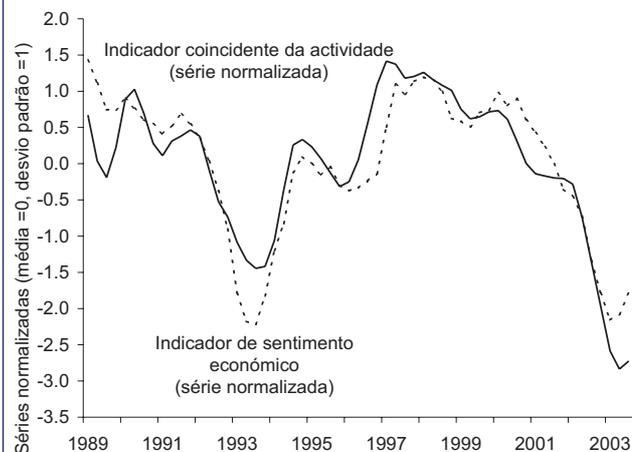
evolução da rubrica transferências para as famílias. Por um lado, a despesa com pensões da Caixa Geral de Aposentações deverá registar um crescimento excepcionalmente elevado durante o ano em curso, na sequência da perspectiva de modificação das regras de passagem à reforma e cálculo das pensões iniciais dos funcionários públicos, que levou a um aumento anormal dos pedidos de aposentação antes da entrada em vigor das referidas alterações. Por outro lado, a exclusão dos hospitais-empresa das administrações públicas, anteriormente mencionada, parece não ter sido completamente neutra para a despesa prevista, na medida em que a diminuição das despesas com pessoal e de consumo intermédio não teve correspondência completa no crescimento das transferências em espécie para as famílias, implicando que na conta de 2003 se estão a assumir ambiciosos ganhos de eficiência resultantes da alteração de estatuto, que podem não se materializar completamente já em 2003.

### 5. DESPESA E PRODUTO

De acordo com as estimativas do Banco de Portugal apresentadas neste Boletim (Quadro 1.1), em 2003 o Produto Interno Bruto (PIB), em volume, deverá apresentar uma redução entre  $\frac{3}{4}$  e  $1\frac{1}{2}$  por cento, que compara com um crescimento de 0.4 por cento em 2002. A actual estimativa para a variação do PIB, representa uma revisão em baixa relativamente à anterior projecção apresentada no *Boletim Económico* de Junho de 2003<sup>(30)</sup> (entre -1 e 0 por cento). Esta revisão resulta de uma redução mais acentuada da despesa interna do sector privado do que a anteriormente prevista, apenas parcialmente compensada por uma diminuição das importações superior à esperada. As maiores revisões verificam-se ao nível do investimento privado, embora o consumo privado também tenha sido revisto em baixa face às anteriores previsões. Pelo contrário, as hipóteses assumidas para a despesa final das administrações públicas foram revistas em alta, enquanto para as exportações de bens e serviços se continua a estimar um crescimento próximo ou ligeiramente acima do projectado na Primavera.

(30) Ver "Perspectivas para a economia portuguesa: 2003-2004", no *Boletim Económico* do Banco de Portugal de Junho de 2003.

Gráfico 5.1  
INDICADOR COINCIDENTE DA ACTIVIDADE  
E INDICADOR DE SENTIMENTO ECONÓMICO



Fontes: Comissão Europeia e Banco de Portugal.

A redução da actividade económica em 2003 é corroborada pelo indicador coincidente do Banco de Portugal, que sintetiza a informação sobre os sectores do comércio, indústria e construção (Gráfico 5.1). A mesma indicação é fornecida pelo indicador de sentimento económico para Portugal, divulgado pela Comissão Europeia. Em termos intra-anuais, ambos os indicadores sugerem uma menor redução da actividade económica portuguesa a partir do segundo semestre do ano, resultante do comportamento menos negativo da procura interna. A menor queda homóloga da procura interna na segunda metade do ano está, em parte, relacionada com o perfil intra-anual durante 2002, em que se observou um forte abrandamento da procura interna do primeiro para o segundo semestre, especialmente marcado na evolução do investimento privado<sup>(31)</sup>.

O consumo privado deverá registar uma diminuição real em 2003, depois de um crescimento de apenas 0.4 por cento em 2002. Esta evolução continua a traduzir o necessário processo de ajustamento das decisões de consumo, após crescimentos reais superiores a 5 por cento nos finais dos anos 90. As restrições financeiras associadas aos signifi-

(31) Para uma análise do perfil intra-anual da actividade em 2002, veja-se a Caixa "Evolução intra-anual da actividade económica em 2002" no *Boletim Económico* do Banco de Portugal de Março 2003.

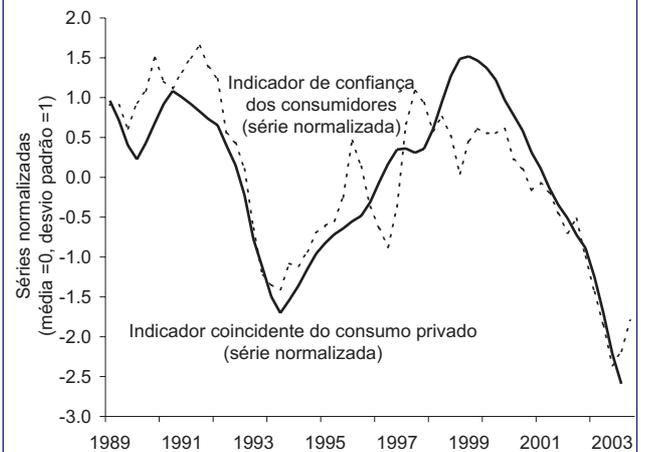
cativos níveis de endividamento dos particulares, com a conseqüente moderação do crescimento do crédito, condicionam agora o comportamento das despesas de consumo, em especial de bens duradouros.

A redução do consumo privado em 2003 resulta igualmente da acentuada desaceleração do rendimento disponível das famílias<sup>(32)</sup>, que poderá mesmo apresentar uma ligeira queda em termos reais. O forte abrandamento do rendimento disponível em 2003 resulta de uma evolução no mesmo sentido das remunerações do trabalho e dos rendimentos de empresa e propriedade. Em particular, os salários reais por trabalhador no conjunto da economia deverão apresentar uma ligeira diminuição em 2003, num contexto de aumento do desemprego e de necessidade de consolidação orçamental. Em sentido contrário, as transferências internas para as famílias mantêm um elevado crescimento em 2003, reflectindo o aumento significativo das prestações sociais pagas pelas administrações públicas, em particular referentes a subsídios de desemprego e a pensões. Enquanto a aceleração das transferências associadas a subsídios de desemprego está relacionada com a evolução desfavorável da actividade económica, o elevado crescimento das transferências associadas a pensões é um fenómeno estrutural resultante do envelhecimento da população e da maturação dos sistemas de segurança social.

Em termos nominais, e apesar de ambos desacelerarem face ao ano anterior, o consumo privado continua a apresentar um crescimento inferior ao do rendimento disponível, o que se traduz num novo aumento da taxa de poupança dos particulares em 2003, embora menos acentuado do que em anos anteriores. O aumento da taxa de poupança continua a estar associado a um motivo de precaução, dado o agravamento das condições do mercado de trabalho e os baixos níveis de confiança dos

(32) Na análise efectuada neste *Boletim* sobre a evolução do rendimento disponível e da poupança das famílias é abstraído o impacto contabilístico nestas variáveis que terá a venda e titularização de dívidas ao fisco e à segurança social. Como referido na introdução, o montante recebido pelas administrações públicas em resultado desta titularização será contabilizado como pagamento de impostos pelas famílias e empresas. A parte respeitante às famílias, se não abstraída, perturbaria a análise, dado que as famílias não procedem em 2003, de facto, ao pagamento desses impostos.

Gráfico 5.2  
INDICADOR COINCIDENTE DO CONSUMO PRIVADO E INDICADOR DE CONFIANÇA DOS CONSUMIDORES



Fontes: Comissão Europeia e Banco de Portugal.

consumidores. Refira-se ainda que, em 2002, uma parcela do rendimento disponível dos particulares foi afectada à regularização de dívidas fiscais no final do ano, o que, dada a não repetição em 2003, contribuiu também para um aumento da poupança, tal como registada em contas nacionais, face ao observado no ano anterior.

O indicador de confiança dos consumidores, que resulta da média de diversas questões de carácter qualitativo, continuou a apresentar valores muito baixos em 2003, tendo mesmo atingido o seu mínimo histórico no final do primeiro trimestre deste ano (Gráfico 5.2.). A partir dessa data, assistiu-se a alguma recuperação deste indicador, mas ainda para níveis bastante reduzidos. O abrandamento do consumo privado, especialmente forte na primeira metade do ano, é também ilustrado pelo andamento do indicador coincidente do consumo privado calculado pelo Banco de Portugal.

A desaceleração do consumo privado em 2003 é extensiva à generalidade das suas classes, mas mais intensa na aquisição de bens duradouros, em especial automóveis. O consumo de bens duradouros, tradicionalmente mais sensível ao ciclo económico, deverá diminuir mais de 10 por cento, em termos reais, após uma quebra de cerca de 6 por cento em 2002. A componente de bens duradouros do índice de volume de negócios no co-

mércio a retalho (onde não estão considerados os automóveis) diminuiu 7.7 por cento em termos nominais até Setembro (aumento de 1.8 por cento em 2002). A despesa de consumo em aquisição de automóveis apresentou uma diminuição mais acentuada do que a dos restantes bens duradouros: o número de veículos automóveis de passageiros vendidos diminuiu 21.1 por cento até Setembro de 2003, após uma redução de 11.4 por cento no conjunto do ano anterior.

De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, o consumo público deverá apresentar uma variação em volume praticamente nula em 2003, após um crescimento de 2.3 por cento em 2002. A empresarialização de um conjunto significativo de hospitais em Dezembro de 2002, determinando em contabilidade nacional a passagem destas instituições do sector das administrações públicas para o sector das sociedades não financeiras, afectou significativamente a forma de registo das principais componentes do consumo público<sup>(33)</sup>. Em particular, esta reclassificação dificulta a leitura da evolução das despesas com o pessoal e de consumo intermédio que apresentam uma queda em termos nominais em 2003, por contrapartida das transferências em espécie para as famílias que evidenciaram um forte aumento. Tal não acarretaria por si só uma distorção da evolução do consumo público. Contudo, dado que, na conta de 2003 parecem ter sido considerados ganhos de eficiência em resultado do processo de empresarialização, o aumento das transferências para as famílias terá ficado aquém da redução das despesas com o pessoal e de consumo intermédio, constituindo um dos factores explicativos para a desaceleração sensível do consumo público como um todo. Deve-se referir ainda que, excluindo os efeitos da reclassificação dos hospitais-empresa, as despesas com o pessoal, de acordo com estimativas efectuadas, deverão registar uma variação real praticamente nula, em linha com a projecção para o número médio de subscritores da Caixa Geral de Aposentações em 2003.

A formação bruta de capital fixo (FBCF) deverá apresentar uma diminuição em 2003, ainda mais acentuada do que em 2002, confirmando a elevada sensibilidade desta componente à situação cíclica da economia. Estima-se que esta variável diminua

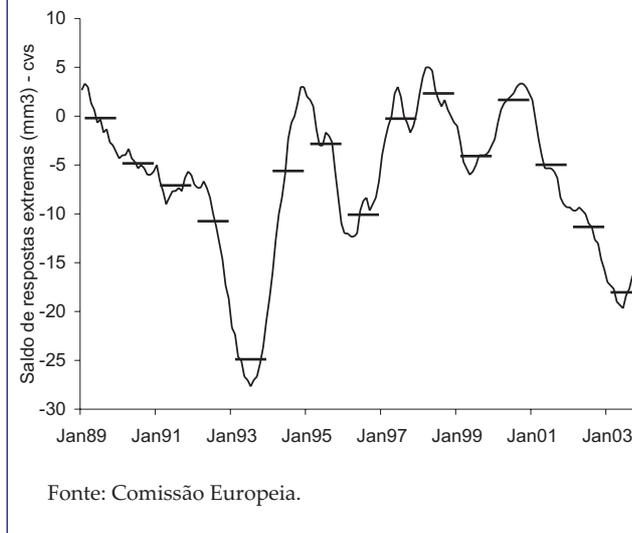
entre 9 e 11 por cento (redução de 5.7 por cento em 2002), o que corresponde a uma estimativa central muito mais negativa do que a apresentada no *Boletim Económico* de Junho. A redução da FBCF deverá ser comum a todas as suas componentes: construção, material de transporte, máquinas e equipamentos. Em termos intra-anuais, deverá observar-se uma redução menos intensa das diversas componentes do investimento no segundo semestre deste ano, por oposição ao ocorrido em 2002.

Por sectores institucionais, é de salientar a forte diminuição do investimento das empresas e das famílias, superior a 10 por cento em volume, uma vez que o investimento do sector público, não considerando vendas extraordinárias de património, se deverá ter mantido praticamente estável em volume. A evolução do investimento do sector privado realça o processo de ajustamento em curso na economia portuguesa. De facto, as restrições financeiras associadas aos elevados níveis de endividamento já atingidos, não obstante o baixo nível das taxas de juro, continuam a condicionar a evolução do investimento privado, após os fortes crescimentos observados no passado recente. O acentuado abrandamento do investimento do sector privado terá sido reforçado pela deterioração das expectativas dos empresários, evidente na evolução dos indicadores de confiança, associadas à forte desaceleração da procura interna e a alguma incerteza quanto à evolução da procura externa. Deste modo, as fracas perspectivas de evolução da procura, associadas a taxas de utilização da capacidade produtiva relativamente baixas continuam a desincentivar o aumento da capacidade produtiva, apesar das taxas de juro se manterem a níveis baixos.

De entre as diversas componentes da FBCF, o investimento em construção deverá registar a redução mais acentuada, apesar da manutenção das taxas de juro a níveis baixos. A redução deverá ser especialmente significativa no investimento privado em habitação, num contexto de abrandamento dos empréstimos para compra de habitação após os crescimentos superiores a 30 por cento que se chegaram a observar no final da década de 90. O investimento em equipamento deverá igualmente apresentar uma forte redução em 2003, associada aos baixos níveis de confiança na indústria registados desde o ano anterior (Gráfico 5.3), apesar de alguma melhoria no segundo semestre de 2003. O

(33) Veja-se a secção 4. *Política Orçamental*.

Gráfico 5.3  
INDICADOR DE CONFIANÇA  
NA INDÚSTRIA TRANSFORMADORA



investimento em material de transporte deverá também voltar a diminuir em 2003, embora de forma menos acentuada do que no ano anterior. As vendas de veículos comerciais ligeiros registaram uma redução de 16.0 por cento até Setembro de 2003, que compara com uma diminuição de 19.6 por cento no conjunto do ano anterior (Quadro 5.1). No mesmo período, as vendas de veículos comerciais pesados diminuíram 25.2 por cento, após uma redução de 28.2 por cento em 2002.

As estimativas do Banco de Portugal apontam para uma redução das importações de bens e serviços entre 1  $\frac{3}{4}$  e 2  $\frac{3}{4}$  por cento, que compara com uma variação de -0.3 por cento no ano anterior. Esta estimativa corresponde a uma revisão em baixa face às projecções apresentadas no *Boletim Económico* de Junho, em linha com a redução mais acentuada da procura interna do sector privado agora estimada. Assim, a diminuição das importações de mercadorias continua a reflectir a evolução das várias componentes da procura global, em particular daquelas que apresentam maior conteúdo importado, como sejam o consumo de bens duradouros e o investimento em bens de equipamento. As importações de serviços deverão apresentar uma redução ainda mais acentuada do que as importações de mercadorias. Em especial no que se refere às importações de serviços de turismo, a sua diminuição em 2003 deverá reflectir a evolução dos principais determinantes do consumo privado,

como sejam a forte desaceleração do rendimento disponível e os baixos níveis de confiança dos consumidores.

De acordo com estimativas do Banco de Portugal, as importações de mercadorias terão diminuído cerca de 2.8 por cento em termos reais<sup>(34)</sup> na primeira metade deste ano (variação de -0.5 por cento no conjunto de 2002). As importações deverão apresentar uma menor redução no segundo semestre de 2003, em linha com o comportamento menos desfavorável da procura interna nesse período.

As exportações de bens e serviços deverão apresentar um crescimento ligeiramente inferior ao observado no ano anterior (que foi de 3.3 por cento, em volume). As exportações de serviços deverão desacelerar em 2003, reflectindo essencialmente o forte abrandamento das exportações de outros serviços, nomeadamente serviços de transporte e seguros. As receitas reais de turismo deverão registar um crescimento aproximadamente nulo em 2003, que compara com uma queda de cerca de 3 por cento em 2002. As exportações de mercadorias deverão apresentar uma ligeira aceleração, em linha com a melhoria da procura externa, apesar da redução das exportações de uma grande unidade de produção do sector automóvel. De qualquer forma, a evolução das exportações em 2003 deverá significar ainda algum ganho de quotas de mercado, se bem que inferior ao verificado em 2002, num contexto de apreciação do euro e conseqüente acréscimo da concorrência de países terceiros nos mercados de exportação.

A acentuada redução da procura interna, em contraste com a evolução menos desfavorável da procura externa, estará a levar algumas empresas a reorientar as suas vendas para os mercados externos, a exemplo do que ocorreu no passado em circunstâncias similares, mesmo que para isso tenham de aceitar uma redução das suas margens de lucro. As estimativas do Banco de Portugal apontam para uma redução dos preços de exportação de mercadorias em 2003 de cerca de 3 por cen-

(34) No primeiro semestre de 2003, as importações de mercadorias diminuíram 3.3 por cento em termos nominais, de acordo com os dados divulgados pelo INE na publicação de Julho do comércio externo. A estimativa do Banco de Portugal para o deflador das importações neste período é de -0.5 por cento, com base em informação disponibilizada pelo INE.

Quadro 5.1

## FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO

	2001	2002	2003	Até ao mês	2002				2003		
			t.v.a.		I	II	III	IV	I	II	III
<b>Material de transporte</b>											
Vendas de veículos comerciais (t.v.h.)											
Ligeiros .....	-18.2	-19.6	-16.0	Set	18.7	-20.6	-31.1	-35.5	-27.5	-12.8	-2.0
Pesados .....	-9.3	-28.2	-25.2	Set	-28.2	-36.1	-29.1	-15.4	-35.9	-15.2	-21.1
<b>Máquinas</b>											
Inquérito Mensal de Conj.ao Comércio por grosso - Máquinas - s.r.e. (n.c.v.s.)											
Volume de vendas .....	-1	-3	-38	Set	13	2	-7	-20	-35	-29	-50
Actividade corrente .....	-14	-12	-23	Set	-4	-12	-16	-17	-20	-21	-27
Previsão da actividade .....	24	19	3	Set	37	32	10	-3	9	-3	3
Inquérito Mensal de Conjuntura à Ind. Transf. - Outros bens equip. - s.r.e.											
Carteira de encomendas interna (n.c.v.s.) .....	-26	-20	-33	Set	-14	-20	-21	-26	-31	-35	-33
Produção actual (v.c.s.) .....	4	-15	-24	Set	0	-21	-15	-25	-22	-29	-22
Produção prevista (v.c.s.) .....	10	-10	-18	Set	-1	-4	-17	-18	-22	-18	-14
Stocks de produtos acabados (n.c.v.s.) .....	2	5	-13	Set	0	11	6	3	-6	-9	-24
<b>Construção</b>											
Indicador de confiança na construção - s.r.e. (v.c.s.)											
Inquérito de Opinião da Comissão Europeia .....	-6	-34	-48	Set	-18	-28	-41	-48	-53	-45	-47
Inquérito Mensal de Conjuntura à Construção e Obras Públicas do INE .....	-12	-35	-55	Set	-24	-33	-35	-50	-54	-56	-56
Vendas de cimento (t.v.h.)	0.0	-6.7	-18.7	Set	5.1	-2.9	-8.5	-19.3	-18.9	-20.5	-16.5
<b>Total sector</b>											
Inquérito Mensal de Conj. à Construção e Obras Públicas - s.r.e. (n.c.v.s.)											
Apreciação da actividade .....	-1	-20	-34	Set	-13	-13	-20	-35	-39	-31	-30
Carteira de encomendas .....	-24	-47	-71	Set	-39	-46	-47	-56	-68	-74	-72
AECOPS - Inquérito Mensal (n.c.v.s.)											
Nível de actividade - s.r.e. ....	-3	-19	-31	Set	-13	-16	-18	-28	-35	-30	-28
Carteira de encomendas - meses .....	11.0	11.5	9.7	Set	11.7	12.4	11.2	10.6	10.0	10.0	9.1

Fontes: INE, ACAP, Cimpor, Secil, AECOPS, Comissão Europeia e Banco de Portugal.

t.v.h. - taxa de variação homóloga.

t.v.a. - taxa de variação acumulada.

s.r.e. - saldos de respostas extremas.

v.c.s. - valores corrigidos de sazonalidade.

n.c.v.s. - valores não corrigidos de sazonalidade.

to (variação de -0.6 por cento em 2002), que deverá ser extensiva à generalidade dos produtos exportados. Esta diminuição de preços deverá conduzir a uma nova contracção das margens de lucro do sector exportador, não obstante a redução estimada dos preços de importação de bens intermédios e a desaceleração dos custos salariais.

No primeiro semestre de 2003, de acordo com as estimativas do Banco de Portugal, as exportações de mercadorias terão aumentado cerca de 4.5 por cento em volume<sup>(35)</sup>, o que compara com 3.6 por cento no conjunto do ano de 2002. Sob a hipótese de ganhos de quota de mercado similares aos observados na primeira metade do ano, estima-se alguma desaceleração das exportações de mercadorias no segundo semestre de 2003, acompanhando o menor crescimento previsto da procura externa relevante. O perfil intra-anual da procura externa dirigida à economia portuguesa resulta de um menor crescimento estimado para as importações do conjunto da área do euro na segunda metade de 2003, para o que contribuem em especial alguns dos principais parceiros comerciais de Portugal.

## 6. EMPREGO E SALÁRIOS

Após uma variação marginalmente positiva em 2002 (0.2 por cento), o emprego total deverá registar uma variação negativa em 2003, de magnitude próxima da prevista para o produto, implicando uma quase estagnação da produtividade, após dois anos de crescimentos muito modestos. No primeiro semestre do ano, a produtividade do trabalho terá mesmo sofrido uma ligeira diminuição, prevendo-se no segundo semestre alguma recuperação desta variável, em resultado da atenuação das taxas negativas de variação do produto e da manutenção de taxas semelhantes ou superiores de contracção do emprego.

De acordo com os dados do Inquérito ao Emprego do INE, no primeiro semestre a variação do emprego total foi de -1.1 por cento. Esta evolução resultou de uma variação idêntica do emprego por conta de outrem e das outras formas de emprego,

o que altera a contribuição relativa das diferentes formas de emprego face ao sucedido em 2002, em que o emprego por conta própria tinha tido alguma dinâmica de crescimento. No que respeita ao emprego por conta de outrem, a componente mais dinâmica no primeiro semestre de 2003 continuou a ser a dos contratos a prazo, com uma variação positiva de 0.3 por cento, mas em desaceleração acentuada face ao segundo semestre de 2002, período em que tinha crescido 4.4 por cento. Na primeira metade do ano verificou-se uma diminuição do número de trabalhadores com contrato permanente (-0.4 por cento), semelhante à observada no segundo semestre de 2002, mas acima do observado no primeiro semestre de 2002 (-1.3 por cento). Desta forma, de acordo com Inquérito ao Emprego no INE, o maior contributo para a quebra observada no número de trabalhadores por conta de outrem foi dado pela acentuada diminuição do número de trabalhadores com contrato de prestação de serviço ou em trabalhos sazonais sem contrato escrito (menos 14 por cento).

Em termos sectoriais, no primeiro semestre de 2003 registou-se uma evolução do emprego qualitativamente semelhante à verificada em 2002, quando se analisa a informação obtida em amostra constante, isto é, não entrando em linha de conta com a rotação parcial da amostra em cada trimestre (Quadro 6.1). Destacando apenas os sectores mais importantes, o crescimento do emprego foi positivo nos Serviços, embora em desaceleração face a 2002, tendo sido negativo na Indústria Transformadora e, sobretudo, na Construção. Na Administração Pública, Ensino e Saúde registou-se uma quase estabilização do emprego, que é consistente com a informação sobre a evolução do número de subscritores da Caixa Geral de Aposentações.

A taxa de desemprego deve sofrer em 2003 um aumento significativo face ao valor médio observado em 2002 (que foi 5.1 por cento). No primeiro semestre de 2003, segundo o Inquérito ao Emprego do INE, a taxa de desemprego fixou-se em 6.3 por cento, 1.8 p.p. acima da observada no período homólogo de 2002. O número de desempregados aumentou 41.9 por cento entre os primeiros semestres de 2002 e 2003. No entanto, esta taxa de variação homóloga não subiu muito em relação à variação homóloga observada no segundo semestre de 2002 (39.7 por cento), período em que se observou

(35) Na elaboração desta estimativa utilizou-se a taxa de variação nominal das exportações do primeiro semestre implícita na publicação de Julho do comércio externo (2.0 por cento). A estimativa do Banco de Portugal para o deflator neste período é de -2.3 por cento, com base em informação fornecida pelo INE.

Quadro 6.1

## EMPREGO TOTAL POR SECTORES

Taxas variação homologa em amostra constante, em percentagem<sup>(a)</sup>

	2002				2003	
	I	II	III	IV	I	II
Agricultura e pescas .....	-1.6	-2.4	-1.8	-3.3	-2.4	-1.9
Indústrias extractivas .....	-19.3	-13.2	-9.3	3.8	16.7	8.8
Indústria transformadora.....	-2.0	-2.4	-2.6	-1.8	-3.0	-1.0
Electricidade, gás e água .....	0.1	-4.7	-6.8	-9.3	-9.9	-7.6
Construção .....	4.2	4.3	1.4	-2.1	-5.5	-5.1
Administração pública, educação e saúde .....	2.7	2.3	1.0	0.8	0.5	-0.3
Outros serviços .....	0.6	0.9	2.1	1.4	1.4	0.7
Total.....	0.4	0.2	0.2	-0.5	-1.1	-0.9
<i>Por memória:</i>						
Total (Taxa de crescimento em amostra simples).....	0.5	0.9	0.5	-1.2	-0.9	-1.3

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas:

- (a) O apuramento em amostra constante não entra em linha de conta com a rotação parcial da amostra em cada trimestre, isto é utiliza apenas a componente da amostra do Inquérito ao Emprego que é idêntica em dois trimestres consecutivos.

um forte aumento do desemprego. Esta informação sugere que, no primeiro semestre de 2003, o crescimento do desemprego não terá sido tão intenso quanto se poderia esperar face à magnitude da contracção da actividade. Tal poderia ter resultado de um forte ajustamento dos salários, que tivesse permitido um alinhamento da evolução dos custos unitários de trabalho em Portugal pela evolução bastante mais moderada observada nos principais concorrentes internacionais. De acordo com a informação disponível, não parece ter sido isso que se verificou. De facto, não obstante uma desaceleração das remunerações nominais para o total da economia, os custos unitários do trabalho deverão, ainda assim, crescer cerca de 3 por cento em 2003 (5.9 e 4.7 por cento, respectivamente em 2001 e 2002), 1 p.p. acima da média da área do euro. Excluindo as administrações públicas, este diferencial de crescimento dos custos de trabalho vem agravado em cerca de ½ p.p., devido ao efeito moderador sobre o indicador para o conjunto da economia que resulta do crescimento próximo de zero das tabelas salariais da função pública em 2003.

A análise dos fluxos trimestrais entre os diferentes estados do mercado de trabalho permite perceber quais os principais contributos para a evolução recente da taxa de desemprego (Quadro 6.2). Estes fluxos estão afectados por variações sazonais, mas a sua análise mostra que a moderação

observada na subida da taxa de desemprego parece estar associada a um aumento do fluxo líquido de passagem directa de estado de empregado para o estado de inactivo e a uma redução do fluxo líquido de passagem da inactividade para o desemprego. Percebe-se, assim, porque é que a taxa de participação no primeiro semestre de 2003 aumenta em média apenas 0.1 p.p., menos 0.2 p.p. do que no mesmo período do ano anterior. Este aumento da taxa de participação é inferior ao contributo dos factores demográficos para o crescimento da população activa, estimado na hipótese de taxas de participação constantes por escalão etário (que é de 0.3 p.p. para o conjunto do ano de 2003). Saliente-se que este fenómeno de “desencorajamento” da força de trabalho, mais frequente em casos de perda de emprego permanente, não significa necessariamente um alívio financeiro para o Estado. Significa apenas que os indivíduos em causa são classificados como tendo deixado de procurar activamente um novo emprego, embora continuem a receber o subsídio de desemprego.

## 7. INFLAÇÃO

As taxas de variação média anual do Índice de Preços no Consumidor<sup>(36)</sup> (IPC) e do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), deverão situar-se entre 3.3 e 3.5 por cento em 2003, o

Quadro 6.2

FLUXOS DE ENTRADA E SAÍDA ENTRE DIFERENTES ESTADOS NO MERCADO DE TRABALHO<sup>(a)</sup>

Em percentagem da população activa

	2001			2002			2003		
	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
Fluxos entre emprego e inactividade									
Emprego – Inactividade .....	1.43	1.42	1.57	1.33	1.50	1.34	2.62	1.75	1.59
Inactividade – Emprego .....	1.44	1.49	1.49	1.31	1.40	1.45	2.16	1.64	1.37
Fluxos de entrada no desemprego .....	1.36	1.75	1.80	1.72	1.72	2.17	2.93	2.68	2.15
Emprego => Desemprego .....	0.67	0.72	0.86	0.84	0.81	0.95	1.46	1.36	1.02
Sem Termo .....	0.18	0.27	0.29	0.28	0.27	0.25	0.48	0.55	0.46
Com Termo .....	0.31	0.26	0.41	0.37	0.29	0.43	0.63	0.56	0.37
Outros .....	0.17	0.19	0.16	0.19	0.26	0.26	0.35	0.25	0.19
Inactividade => Desemprego .....	0.69	1.03	0.94	0.88	0.91	1.22	1.47	1.33	1.13
Fluxos de saída do desemprego .....	1.70	1.61	1.73	1.66	1.87	1.76	2.31	2.27	2.51
Desemprego => Emprego .....	0.86	0.90	0.89	0.97	1.02	0.96	1.17	1.06	1.50
Sem Termo .....	0.14	0.12	0.11	0.17	0.14	0.11	0.24	0.17	0.24
Com Termo .....	0.40	0.55	0.43	0.36	0.57	0.52	0.64	0.59	0.82
Outros .....	0.31	0.22	0.35	0.44	0.31	0.33	0.29	0.29	0.44
Desemprego => Inactividade .....	0.84	0.71	0.83	0.70	0.84	0.80	1.13	1.21	1.01
Fluxos líquidos de entrada no desemprego ...	-0.35	0.15	0.07	0.06	-0.14	0.42	0.62	0.41	-0.37
Outros factores <sup>(b)</sup> .....		0.05	-0.13	-0.20	0.20	0.17	0.43	-0.17	0.17
Varição da taxa de desemprego .....		0.10	0.20	0.26	0.06	0.59	1.05	0.24	-0.20
<i>Por memória:</i>									
Taxa de desemprego .....	3.9	4.0	4.2	4.5	4.5	5.1	6.2	6.4	6.2

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas:

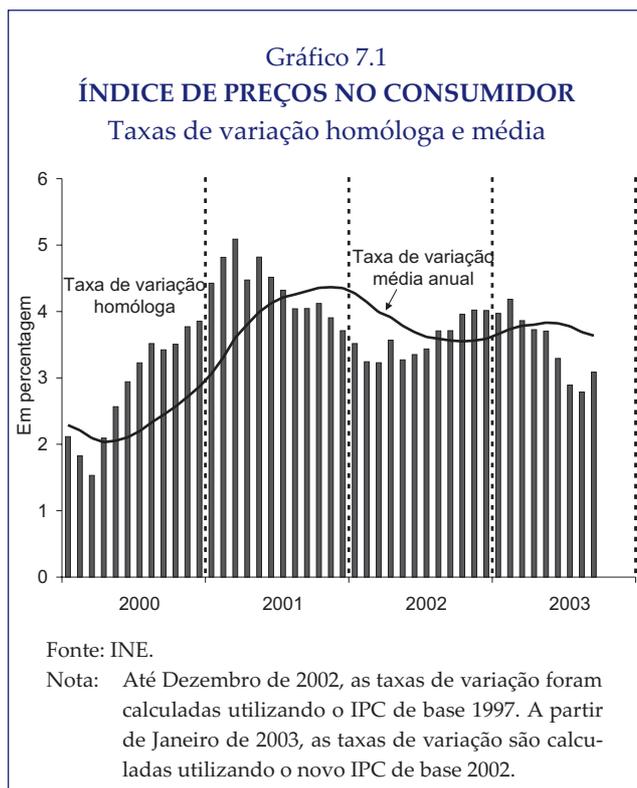
- (a) Considerando a componente comum da amostra do trimestre  $t$  e do trimestre  $t-1$ , e utilizando os ponderadores populacionais do trimestre  $t$ .
- (b) Determinados de forma residual. Incluem nomeadamente os efeitos da irregularidade de natureza amostral.

que corresponde a ligeiras descidas em relação aos valores registados em 2002 (3.6 e 3.7 por cento, respectivamente). Em termos homólogos, a descida da inflação é mais pronunciada. A taxa de variação homóloga do IPC passou de 4.0 por cento, em Dezembro de 2002, para 2.8 por cento em Agosto, aumentando depois ligeiramente para 3.1 por cento em Setembro (Gráfico 7.1).

São vários os factores, tanto internos como externos, que explicam o abrandamento homólogo dos preços em 2003. Em primeiro lugar, a contracção da actividade económica contribuiu para a diminuição das pressões da procura sobre os preços, em especial no sector dos serviços. Os salários, tanto do sector público como do sector privado, desaceleraram de forma significativa em 2003, num contexto de deterioração da situação no mercado de trabalho, contribuindo também para a redução da inflação portuguesa.

A evolução dos preços dos bens importados continuou também a favorecer a redução da inflação em 2003. De acordo com estimativas do Banco de Portugal, baseadas em informação disponibilizada pelo INE, os preços das importações de mercadorias variaram -0.5 por cento no primeiro semestre de 2003, após uma redução de 3.0 por cento no conjunto do ano de 2002. No primeiro semestre de 2003, os preços das importações de bens de

(36) Em Janeiro de 2003, o INE iniciou a publicação de uma nova série do IPC, calculada com base numa estrutura de despesas de consumo mais recente (Inquérito aos Orçamentos Familiares de 2000). A nova série do IPC tem como base o ano de 2002 e substitui o IPC de base 1997 (veja-se o Anexo 1 dos Indicadores de Conjuntura de Janeiro de 2003 do Banco de Portugal para uma apresentação das principais alterações metodológicas). Até Dezembro de 2002, as taxas de variação do IPC apresentadas ao longo deste texto foram calculadas utilizando o IPC de base 1997. A partir de Janeiro de 2003, as taxas de variação homólogas do IPC foram calculadas, de forma consistente, com o novo índice de base 2002.



consumo apresentaram uma diminuição de 1.6 por cento (redução de 1.2 por cento no conjunto do ano anterior).

Adicionalmente, o perfil descendente da inflação ao longo de 2003 foi ampliado com a dissipação de alguns dos factores de natureza temporária que afectaram a evolução dos preços em 2002, como sejam a conversão dos preços em escudos para euros, no início de 2002, e o aumento da taxa normal do IVA de 17 para 19 por cento, implementada em meados de 2002<sup>(37)</sup>.

O efeito da evolução favorável dos principais determinantes da inflação encontra-se reflectido no comportamento das medidas de tendência de inflação habitualmente utilizadas pelo Banco de Portugal. Ao longo de 2003, estes indicadores apresentaram uma trajectória descendente, o que contrasta com o registado em 2002 quando estas medidas de tendência apontavam para uma resistência significativa à redução da inflação (Quadro 7.1).

A diminuição da inflação ao longo dos primeiros três trimestres de 2003 foi comum a todos os

(37) Estima-se que o aumento da taxa de IVA em Junho de 2002 tenha contribuído, de uma forma gradual, em cerca de 0.7 pontos percentuais para o aumento da taxa de inflação homóloga. Esse contributo tenderá a desaparecer ao longo segunda metade de 2003.

principais agregados que compõem o IPC, com excepção dos bens alimentares não transformados (Quadro 7.1 e Gráfico 7.2). Os preços destes bens tendem a apresentar grandes oscilações provocadas por factores temporários, o que introduz efeitos de base significativos. Assim, em 2003, registou-se uma aceleração dos preços dos bens alimentares não transformados<sup>(38)</sup> face aos níveis anormalmente baixos observados em 2002. Dado o peso ainda significativo destes bens no cabaz do IPC (cerca de 12 por cento), a sua evolução impediu uma redução ainda mais acentuada da inflação portuguesa em 2003.

No âmbito do exercício da Primavera do Euro-sistema<sup>(39)</sup>, projectou-se para 2003 uma variação média anual do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor<sup>(40)</sup> (IHPC) no intervalo entre 2.5 a 3.5 por cento. O actual intervalo de projecção, de 3.3 a 3.5 por cento está compreendido naquele intervalo, mas próximo do seu limite superior. Esta revisão em alta reflectiu, sobretudo, o significativo crescimento, acima do previsto, dos preços de alguns bens alimentares não transformados e produtos energéticos no terceiro trimestre do ano. Para além destes efeitos, a desaceleração do preço dos serviços tem sido um pouco mais lenta do que era esperado.

A redução da inflação portuguesa ocorreu num contexto em que os preços no consumidor também apresentaram alguma desaceleração na área do euro, embora menos acentuada do que em Portugal. Desta forma, assistiu-se a uma redução do diferencial<sup>(41)</sup> entre as taxas de variação homóloga do

(38) Em particular, os preços das componentes “carne” e “frutas” apresentaram uma aceleração marcada ao longo dos primeiros três trimestres, enquanto os preços dos “produtos hortícolas, batatas e outros tubérculos” aceleraram de forma significativa apenas no terceiro trimestre de 2003.

(39) Para uma apresentação das projecções para a economia portuguesa, veja-se o texto “Perspectivas para a economia portuguesa: 2003-2004”, no *Boletim Económico* do Banco de Portugal de Junho de 2003.

(40) Tal como referido no *Boletim Económico* de Junho 2003, as projecções então publicadas enquadravam-se num exercício conjunto de previsão do Euro-sistema. No contexto destes exercícios periódicos, o índice de preços relevante é o IHPC, uma vez que é com base neste índice de preços que o Conselho do BCE anunciou a definição quantitativa de estabilidade de preços. Este índice é obtido a partir da mesma informação mensal que suporta o apuramento do IPC, divergindo deste último, sobretudo, pelos pesos relativos utilizados para agregar os índices de preços elementares. Em termos práticos, contudo, a variação média anual dos dois índices é muito similar.

Quadro 7.1

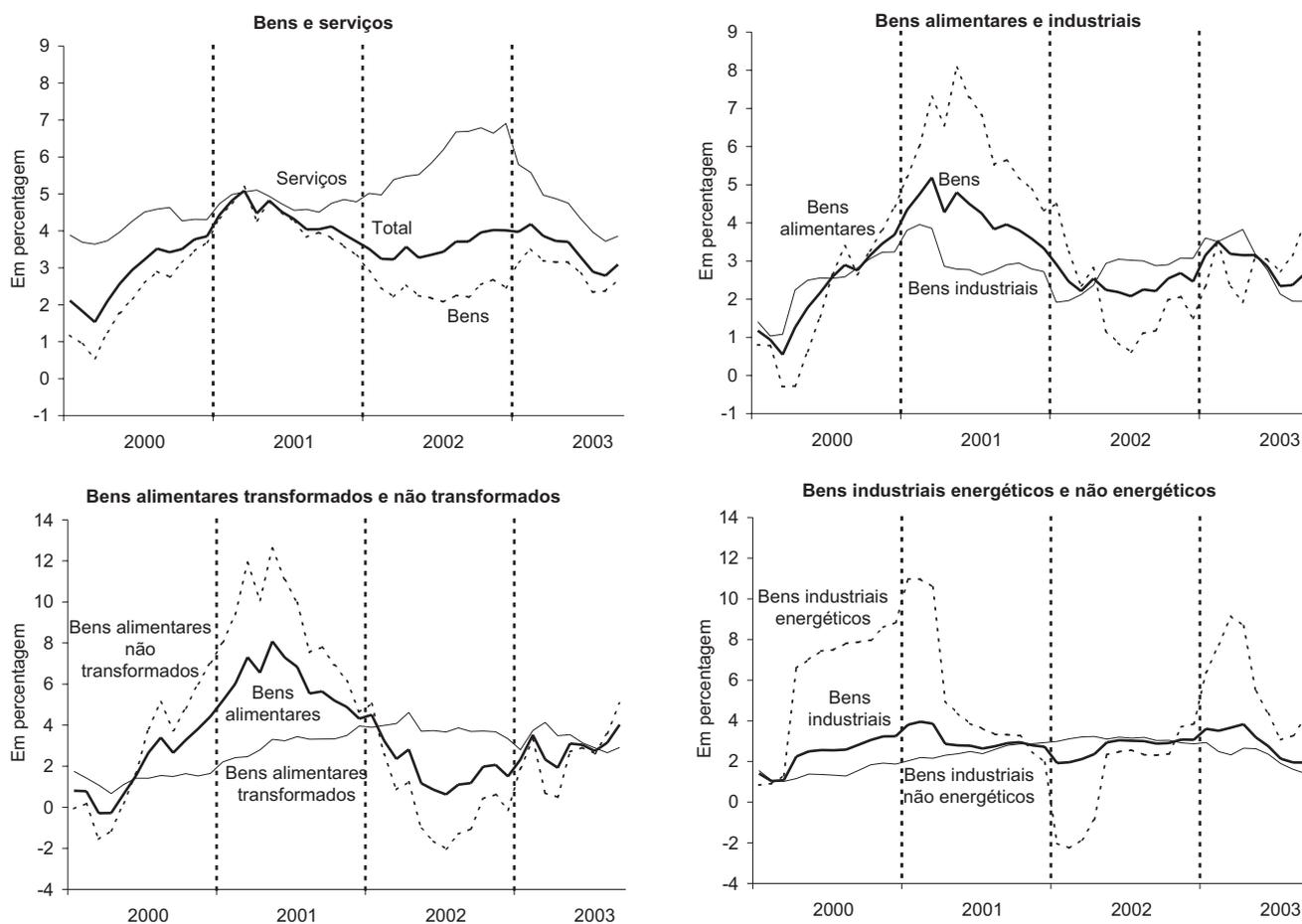
**IPC - PRINCIPAIS CLASSES E AGREGADOS**  
Taxas de variação média e homóloga, em percentagem

	Pesos base 2002	Taxas de variação média anual				Taxas de variação homóloga mensal			
		2000	2001	2002	2003 até	2002	2003		
					Setembro	Dez.	Mar.	Jun.	Set.
<b>Total</b> .....	100	2.9	4.4	3.6	3.6	4.0	3.9	3.3	3.1
Total excluindo alimentares não transformados e energéticos.....	79.6	2.5	3.6	4.4	3.7	4.6	3.8	3.3	2.7
<b>Agregados</b>									
Bens.....	65.8	2.2	4.2	2.4	2.9	2.5	3.2	2.9	2.7
Alimentares.....	23.1	1.9	6.1	1.9	2.7	1.5	2.3	3.0	4.0
Não transformados.....	12.0	2.5	8.8	0.3	2.2	-0.1	0.7	2.9	5.1
Transformados.....	11.1	1.4	3.1	3.8	3.3	3.3	4.1	3.1	2.9
Industriais.....	42.7	2.4	3.1	2.7	3.0	3.1	3.7	2.8	1.9
Não energéticos.....	34.2	1.4	2.5	3.1	2.5	2.9	2.3	2.4	1.4
Energéticos.....	8.4	6.1	5.2	1.2	5.1	3.9	9.1	4.4	4.2
Serviços.....	34.2	4.2	4.8	6.0	5.1	6.9	5.0	4.3	3.9
<b>Classes</b>									
I - Produtos alimentares e bebidas não alcoólicas.....	20.1	2.1	6.5	1.5	2.4	1.0	1.6	2.8	4.0
II - Bebidas alcoólicas e tabaco.....	3.0	0.8	3.2	4.8	5.0	5.5	7.4	4.7	3.8
III - Vestuário e calçado.....	7.0	0.8	1.5	2.5	1.5	2.1	0.5	1.7	0.8
IV - Habitação, água, electricidade, gás e outros combustíveis..	10.0	3.7	3.9	2.9	3.9	3.6	4.1	4.6	3.7
V - Acessórios, equip.doméstico, manut. corr. da habitação....	8.1	2.0	3.2	3.1	2.9	3.0	3.0	2.9	2.2
VI - Saúde.....	5.6	3.1	3.6	4.8	2.6	4.6	2.2	1.8	1.4
VII - Transportes.....	19.1	4.8	4.8	5.0	5.4	6.3	7.2	4.2	3.1
VIII - Comunicações.....	3.4	-4.8	-2.2	0.8	-0.4	1.6	-1.4	-1.2	-1.8
IX - Lazer, recreação e cultura.....	5.0	0.8	2.2	2.2	1.8	2.1	1.4	0.9	1.9
X - Educação.....	1.5	5.0	5.2	5.8	3.9	4.8	3.6	3.7	4.1
XI - Restaurantes e hotéis.....	10.8	3.6	4.2	5.7	6.3	7.3	6.7	5.6	5.3
XII - Bens e serviços diversos.....	6.3	4.3	5.5	5.8	4.7	6.1	4.4	4.2	3.4
<i>Por memória:</i>									
<b>Medidas de tendência</b>									
Média aparada a 10 por cento.....		2.8	3.9	3.9	3.6	4.0	3.8	3.2	2.8
Componente principal.....		2.7	3.4	3.8	3.7	4.0	3.8	3.5	3.4

Fontes: INE e Banco de Portugal.

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

Gráfico 7.2  
**IPC – PRINCIPAIS AGREGADOS**  
 Taxas de variação homóloga



Fontes: INE e Banco de Portugal.

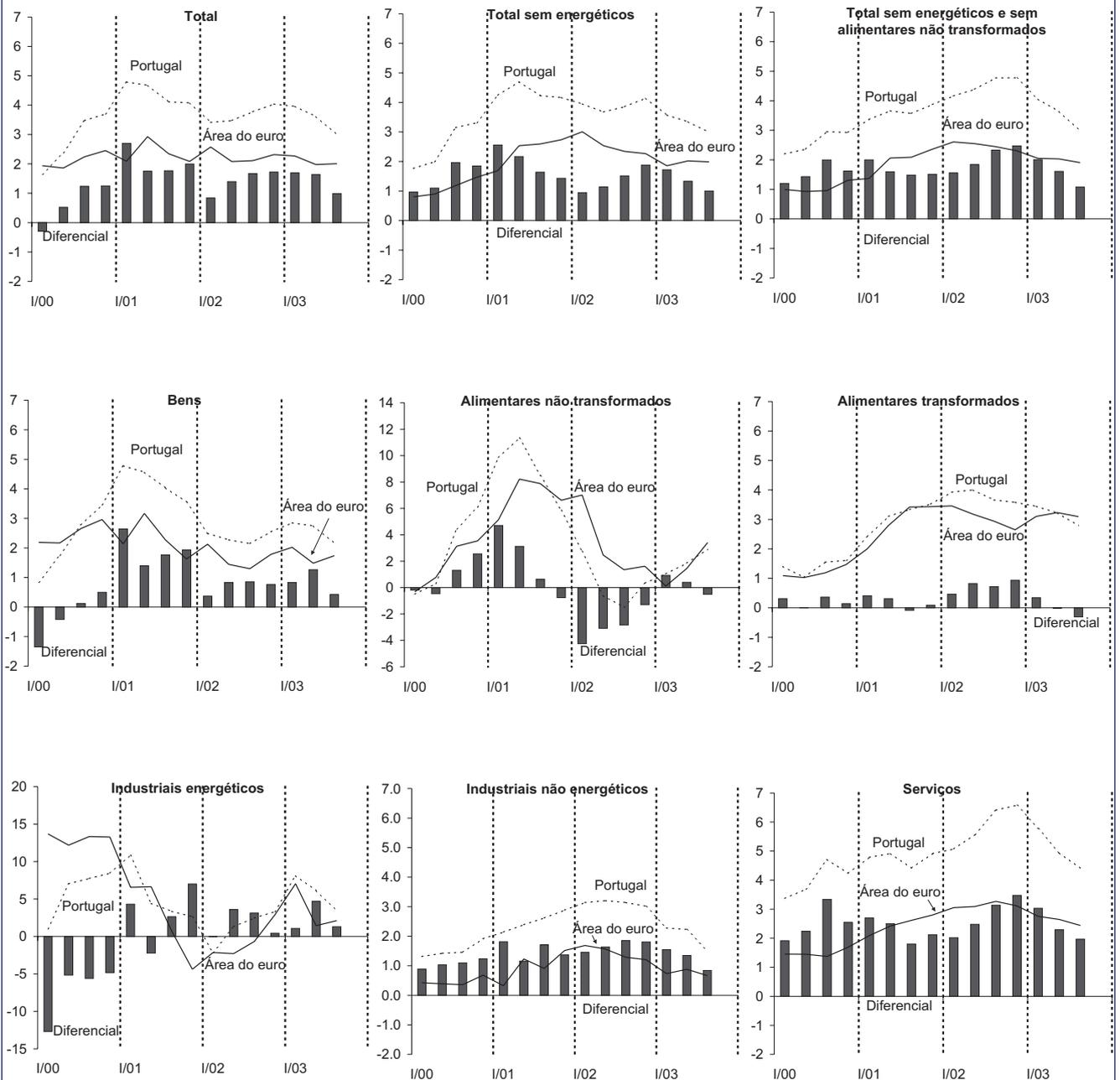
Nota: Até Dezembro de 2002, as taxas de variação foram calculadas utilizando o IPC de base 1997. A partir de Janeiro de 2003, as taxas de variação são calculadas utilizando o novo IPC de base 2002.

IHPC em Portugal e na área do euro ao longo dos primeiros nove meses de 2003. O diferencial de inflação entre Portugal e a área do euro situou-se em 1.7 p.p. no primeiro trimestre de 2003, reduzindo-se depois para 1.6 p.p. e 1.0 p.p. nos segundo e terceiro trimestres, respectivamente (Gráfico 7.3). Excluindo os preços dos bens alimentares não processados e dos produtos energéticos, o diferencial entre as taxas de crescimento do IHPC em Portugal e na área do euro reduziu-se de forma ainda

mais evidente: de 2.5 p.p. no quarto trimestre de 2002 para 2.0 p.p. no primeiro trimestre de 2003, 1.6 p.p. no segundo e 1.1 p.p. no terceiro trimestre deste ano. O diferencial de crescimento homólogo dos preços dos serviços registou igualmente uma redução significativa ao longo de 2003, apesar de ser ainda equivalente a 2.0 p.p. no terceiro trimestre (3.5 p.p. no último trimestre de 2002). Não obstante a diminuição recente, parte da qual é explicada pela dissipação do efeito da subida da taxa normal do IVA, este diferencial de preços nos serviços continua a apresentar um valor claramente excessivo, tendo em conta a conjuntura recessiva e a estagnação da produtividade na economia portuguesa.

(41) 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 faz referência a esta última série.

Gráfico 7.3  
**ÍNDICE HARMONIZADO DE PREÇOS NO CONSUMIDOR – TOTAL E AGREGADOS**  
 Taxas de variação homóloga e diferenciais



Fonte: Eurostat.

## 8. BALANÇA DE PAGAMENTOS

Em 2003, de acordo com as projecções do Banco de Portugal, o défice agregado das balanças corrente e de capital deverá situar-se entre 2¼ e 3¼ por cento do PIB (Quadro 1.1), que compara com

5.6 por cento em 2002. O intervalo agora apresentado corresponde a uma ligeira melhoria face ao intervalo divulgado no *Boletim Económico* de Junho. A diminuição do défice em 2003 assenta fundamentalmente na significativa redução do défice da balança comercial, embora as restantes

componentes da balança corrente, bem como a balança de capital, apresentem também um comportamento favorável. A melhoria da balança comercial reflecte o efeito conjunto de uma queda real das importações de mercadorias, superior à observada no ano anterior, e de uma ligeira aceleração do volume das exportações. Em sentido contrário, não se deverá verificar em 2003 o ganho de termos de troca observado em 2002. De facto, a evolução dos preços de exportação e de importação de bens e serviços deverá resultar num efeito de termos de troca praticamente nulo em 2003. A informação disponível aponta para uma diminuição mais acentuada dos preços de exportação de mercadorias do que dos preços de importação em 2003, sendo esta perda de termos de troca no comércio de mercadorias compensada por um ganho de termos de troca no comércio de serviços. Tal como referido na secção 5 acima, este desenvolvimento poderá estar relacionado com o esforço acrescido das empresas residentes na colocação dos seus produtos no mercado externo, num contexto de forte redução da procura interna e de fortalecimento do euro.

O saldo conjunto das balanças corrente e de capital traduz, em termos agregados, a capacidade líquida (necessidade se for negativo, como tem sido o caso) de financiamento dos agentes económicos residentes face ao exterior. Assim, em 2003, verificou-se uma significativa redução das necessidades líquidas de financiamento da economia portuguesa, para o que contribuiu exclusivamente o sector privado. Com efeito, as necessidades de financiamento das administrações públicas não diminuem em 2003. Pelo contrário, elas aumentam de forma expressiva se não forem tidas em conta as duas operações especiais referidas na introdução e na secção 4 (transferência de reservas dos CTT e venda e titularização de créditos fiscais e da segurança social), cujo registo em contas nacionais afecta contabilisticamente a capacidade de financiamento dos outros sectores institucionais mas não tem correspondência real em 2003. Se for abstraído o efeito destas duas operações, a capacidade líquida de financiamento do sector privado deve atingir valores superiores a 2 por cento do PIB, o que já não acontecia desde meados da década de 90. A melhoria deste saldo reflecte quer um reforço da capacidade líquida de financiamento das famílias, quer uma correcção marcada das necessida-

des líquidas de financiamento das empresas privadas, num quadro de aumento de poupança das famílias e empresas e, sobretudo, de marcada redução do investimento.

No primeiro semestre de 2003, o défice resultante da soma dos saldos das balanças correntes e de capital reduziu-se para 4.7 por cento do PIB<sup>(42)</sup> (7.6 por cento do PIB na primeira metade do ano de 2002) (Quadro 8.1). Esta evolução reflecte comportamentos favoráveis da balança corrente e da balança de capital. A melhoria do défice da balança corrente, de 8.9 para 6.6 por cento do PIB, resultou de uma nova redução do défice da balança de mercadorias, de um aumento do excedente da balança de serviços e de uma diminuição do défice da balança de rendimentos. Em sentido contrário, verificou-se uma ligeira redução do excedente de transferências correntes (Gráfico 8.1).

O défice da balança de mercadorias baixou de 9.8 por cento do PIB, nos primeiros seis meses de 2002, para 8.1 por cento do PIB, no primeiro semestre de 2003, para o que contribuiu, essencialmente, um efeito volume favorável, já que, em termos reais, as exportações cresceram cerca de 4.5 por cento, enquanto as importações diminuíram 2.8 por cento (Gráfico 8.2)<sup>(43)</sup>. Pelo contrário, a evolução do diferencial de preços de exportação e de importação de mercadorias teve um impacto negativo sobre o saldo de mercadorias com o exterior<sup>(44)</sup>.

Na primeira metade de 2003, o excedente da balança de serviços ascendeu a 1.9 por cento do PIB, mais 0.5 p.p. do que no mesmo período de 2002. Este excedente continuou a ser basicamente determinado pela balança de viagens e turismo. O excedente desta rubrica aumentou de 2.2 para 2.3 por cento do PIB no primeiro semestre de 2003. As receitas nominais de turismo registaram um aumento de 3.4 por cento face ao período homólogo,

(42) Para o cálculo dos rácios das diversas componentes da Balança de Pagamentos em percentagem do PIB nos primeiros semestres de 2002 e 2003, utilizaram-se estimativas semestrais do PIB nominal, calculadas pelo Banco de Portugal.

(43) Ver secção 5. *Despesa e Produto*.

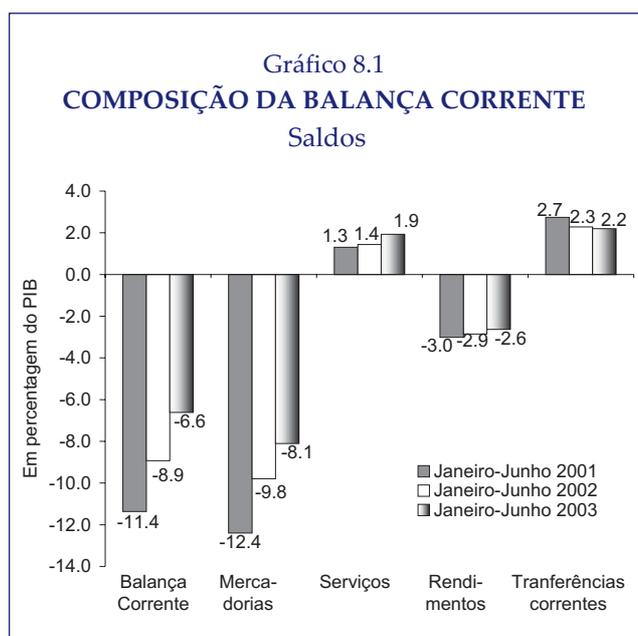
(44) De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, com base em informação fornecida pelo INE, no primeiro semestre de 2003 as taxas de variação homóloga dos deflatores das exportações e importações de mercadorias foram -2.3 e -0.5 por cento, respectivamente (que comparam com -2.1 e -4.7 por cento, no primeiro semestre de 2002).

Quadro 8.1

**BALANÇA DE PAGAMENTOS**

Em milhões de euros

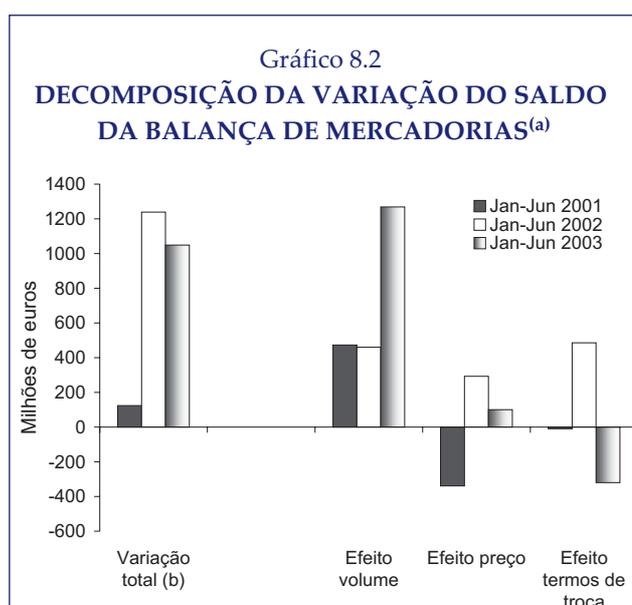
	Jan.-Dez. 2002	Janeiro a Junho 2002			Janeiro a Junho 2003			Saldo em % PIB		
	Saldo	Débito	Crédito	Saldo	Débito	Crédito	Saldo	Jan.-Dez.02	Jan.-Jun. 02	Jan.-Jun. 03
<b>Balança Corrente</b> .....	<b>-9 261.5</b>	<b>30 784.1</b>	<b>25 116.1</b>	<b>-5 668.0</b>	<b>29 344.1</b>	<b>25 091.3</b>	<b>-4 252.8</b>	<b>-7.1</b>	<b>-8.9</b>	<b>-6.6</b>
Mercadorias .....	-12 579.2	20 923.7	14 707.7	-6 216.1	20 235.0	15 023.1	-5 211.9	-9.7	-9.8	-8.1
Serviços .....	3 162.5	3 556.1	4 469.3	913.2	3 383.0	4 623.0	1 240.0	2.4	1.4	1.9
Transportes .....	-394.1	1 118.3	907.7	-210.6	1 086.8	931.9	-154.9	-0.3	-0.3	-0.2
Viagens e turismo .....	3 783.4	1 151.5	2 530.7	1 379.2	1 123.1	2 616.5	1 493.4	2.9	2.2	2.3
Seguros .....	-71.3	77.7	42.3	-35.4	78.2	34.4	-43.8	-0.1	-0.1	-0.1
Direitos de utilização .....	-278.4	164.3	14.8	-149.5	120.5	17.5	-103.0	-0.2	-0.2	-0.2
Outros serviços .....	145.9	950.1	896.7	-53.4	893.3	955.6	62.3	0.1	-0.1	0.1
Operações governamentais .....	-23.0	94.2	77.1	-17.1	81.0	67.0	-14.0	0.0	0.0	0.0
Rendimentos .....	-3 327.8	4 849.6	3 037.6	-1 812.0	4 364.9	2 672.6	-1 692.3	-2.6	-2.9	-2.6
Rendimentos de trabalho .....	-36.1	84.9	69.4	-15.5	82.9	67.4	-15.5	0.0	0.0	0.0
Rendimentos de investimento .....	-3 291.8	4 764.7	2 968.2	-1 796.5	4 282.0	2 605.2	-1 676.8	-2.5	-2.8	-2.6
Transferências correntes .....	3 483.0	1 454.7	2 901.6	1 446.9	1 361.2	2 772.6	1 411.4	2.7	2.3	2.2
Transferências públicas .....	343.5	841.0	852.4	11.4	844.8	826.4	-18.4	0.3	0.0	0.0
Transferências privadas .....	3 139.6	613.7	2 049.1	1 435.4	516.4	1 946.1	1 429.7	2.4	2.3	2.2
<b>Balança de Capital</b> .....	<b>1 978.7</b>	<b>103.4</b>	<b>937.5</b>	<b>834.1</b>	<b>88.4</b>	<b>1 321.9</b>	<b>1 233.5</b>	<b>1.5</b>	<b>1.3</b>	<b>1.9</b>
Transferências de capital .....	1 974.1	90.0	925.5	835.5	77.3	1 302.2	1 224.9	1.5	1.3	1.9
Transferências públicas .....	2 008.8	30.4	870.0	839.5	15.8	1 265.4	1 249.7	1.5	1.3	1.9
Transferências privadas .....	-34.7	59.6	55.5	-4.1	61.5	36.8	-24.7	0.0	0.0	0.0
Aquisição/cedência de activos não prod. não financeiros .....	4.6	13.4	12.0	-1.4	11.1	19.7	8.6	0.0	0.0	0.0
<b>Balança Financeira</b> .....	<b>8 690.3</b>	<b>319 186.2</b>	<b>325 058.5</b>	<b>5 872.3</b>	<b>1 055 068.3</b>	<b>1 059 165.0</b>	<b>4 096.7</b>	<b>6.7</b>	<b>9.2</b>	<b>6.4</b>
Investimento directo .....	796.6	10 766.7	13 096.5	2 329.8	12 945.4	13 728.6	783.2	0.6	3.7	1.2
Investimento de Portugal no exterior .....	-3 725.9	1 909.0	1 787.2	-121.8	1 588.6	2 215.3	626.7	-2.9	-0.2	1.0
Investimento do exterior em Portugal .....	4 522.4	8 857.7	11 309.3	2 451.6	11 356.8	11 513.3	156.5	3.5	3.9	0.2
Investimento de carteira .....	3 112.9	92 828.3	92 687.1	-141.3	137 652.9	129 765.1	-7 887.8	2.4	-0.2	-12.3
Activos .....	-7 476.8	43 124.6	39 275.7	-3 848.9	72 592.8	64 189.7	-8 403.1	-5.8	-6.1	-13.1
Passivos .....	10 589.7	49 703.7	53 411.3	3 707.6	65 060.1	65 575.4	515.3	8.2	5.8	0.8
Derivados financeiros .....	-11.8	1 692.5	1 618.8	-73.7	1 889.8	1 946.0	56.2	0.0	-0.1	0.1
Outro investimento .....	5 907.4	187 893.7	192 557.8	4 664.1	873 946.7	881 104.2	7 157.6	4.6	7.3	11.1
Activos .....	-3 582.0	99 983.2	91 130.2	-8 853.0	300 812.7	294 355.0	-6 457.8	-2.8	-13.9	-10.0
Passivos .....	9 489.5	87 910.5	101 427.6	13 517.1	573 133.9	586 749.3	13 615.3	7.3	21.3	21.2
Activos de reserva .....	-1 114.9	26 005.0	25 098.4	-906.7	28 633.5	32 621.0	3 987.5	-0.9	-1.4	6.2
<b>Erros e omissões</b> .....	<b>-1 407.4</b>			<b>-1 038.4</b>			<b>-1 077.4</b>	<b>-1.1</b>	<b>-1.6</b>	<b>-1.7</b>
<i>Por memória:</i>										
<b>Balança Corrente + Balança de Capital</b> .....	<b>-7 282.9</b>	<b>30 887.5</b>	<b>26 053.6</b>	<b>-4 833.9</b>	<b>29 432.5</b>	<b>26 413.2</b>	<b>-3 019.3</b>	<b>-5.6</b>	<b>-7.6</b>	<b>-4.7</b>



apresentando uma aceleração quando comparado com o ano anterior (cerca de 0.5 por cento no primeiro semestre de 2002<sup>(45)</sup>). Este comportamento está em linha com a evolução das dormidas de estrangeiros em estabelecimentos de hotelaria nacional. Quanto às despesas em viagens e turismo efectuadas no exterior por residentes verificou-se uma redução de 2.5 por cento (aumento de 1.4 por cento no primeiro semestre de 2002), que é consistente com a evolução da actividade e do rendimento disponível e com o baixo nível de confiança das famílias no primeiro semestre de 2003, tendo em conta que o turismo no exterior é certamente uma das componentes do consumo com maior elasticidade rendimento.

Face ao período homólogo, no primeiro semestre de 2003 o défice da balança de rendimentos diminuiu de 2.9 para 2.6 por cento do PIB, em resultado da evolução do défice de rendimentos de investimento. Por tipo de investimento, verificaram-se reduções dos défices de rendimentos de investimento directo, de 1.2 para 0.9 por cento do PIB, e de investimento de carteira, de 0.4 para 0.3 por cento do PIB, enquanto se manteve o défice de rendimentos de outro investimento, em 1.3 por cento do PIB. A posição devedora líquida da economia portuguesa neste último tipo de investi-

(45) Recorde-se que, neste período, as receitas nominais de turismo terão sido mais afectadas pelos receios de ataques terroristas na sequência dos acontecimentos do dia 11 de Setembro de 2001.



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  $t$

$P$  – 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 positiva significa uma redução do défice da balança de mercadorias.

mento tem vindo a aumentar, mas a descida das taxas de juro tem permitido a estabilização dos encargos com juros.

O excedente de transferências correntes reduziu-se ligeiramente, de 2.3 para 2.2 por cento do PIB, no primeiro semestre de 2003 em relação ao período homólogo de 2002. Na componente de transferências públicas voltou a verificar-se um saldo virtualmente nulo, enquanto nas transferências privadas, constituídas essencialmente por re-

Quadro 8.2

**BALANÇA FINANCEIRA <sup>(a)</sup>**

Em percentagem do PIB

	Jan-Dez 2002	Janeiro-Junho 2002			Janeiro-Junho 2003		
	Varição líquida	Varição de passivos	Varição de activos	Varição líquida	Varição de passivos	Varição de activos	Varição líquida
<b>Balança Financeira</b> .....	6.7	28.3	-19.1	9.2	19.3	-12.9	6.4
Investimento Directo .....	0.6	3.9	-0.2	3.7	0.2	1.0	1.2
Investimento de Carteira .....	2.4	5.8	-6.1	-0.2	0.8	-13.1	-12.3
Derivados Financeiros .....	0.0	-2.7	2.5	-0.1	-2.9	3.0	0.1
Outro Investimento .....	4.6	21.3	-13.9	7.3	21.2	-10.0	11.1
Activos de Reserva .....	-0.9	-	-1.4	-1.4	-	6.2	6.2
<b>Por sector institucional residente:</b>							
<b>Autoridades Monetárias</b> .....	0.1	3.7	-0.9	2.8	2.0	0.4	2.4
Investimento de Carteira .....	0.4	-	0.2	0.2	-	-6.6	-6.6
Derivados Financeiros .....	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Outro Investimento .....	0.6	3.7	0.2	4.0	2.0	0.8	2.8
Activos de Reserva .....	-0.9	-	-1.4	-1.4	-	6.2	6.2
<b>Administrações Públicas</b> .....	3.1	1.5	0.0	1.5	2.5	0.3	2.8
Investimento Directo .....	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Investimento de Carteira .....	2.7	1.9	-0.4	1.5	3.4	-0.2	3.2
Derivados Financeiros .....	0.2	-0.5	0.4	-0.1	-0.8	0.6	-0.3
Outro Investimento .....	0.2	0.0	0.0	0.1	-0.1	0.0	-0.1
<b>Instituições Financeiras Monetárias</b> .....	6.0	17.5	-9.9	7.6	18.7	-9.8	8.9
Investimento Directo .....	0.3	0.1	0.2	0.4	0.0	-0.2	-0.2
Investimento de Carteira .....	-1.0	1.7	-0.4	1.4	-0.4	-2.2	-2.6
Derivados Financeiros .....	-0.1	-2.0	1.9	-0.1	-1.5	1.9	0.3
Outro Investimento .....	6.8	17.7	-11.6	6.0	20.5	-9.3	11.3
<b>Instituições Financeiras não Monetárias</b> .....	-1.0	1.6	-4.4	-2.7	-1.2	-2.2	-3.5
Investimento Directo .....	0.5	0.8	0.4	1.2	-1.6	1.0	-0.7
Investimento de Carteira .....	-1.3	0.9	-4.8	-3.9	0.9	-3.6	-2.7
Derivados Financeiros .....	0.0	-0.1	0.1	0.0	-0.5	0.4	0.0
Outro Investimento .....	-0.2	0.0	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	-0.1
<b>Sociedades não Financeiras e Particulares</b> .....	-1.5	4.0	-3.9	0.1	-2.7	-1.6	-4.3
Investimento Directo .....	-0.2	3.0	-0.9	2.1	1.8	0.2	2.1
Investimento de Carteira .....	1.6	1.3	-0.8	0.5	-3.1	-0.4	-3.6
Derivados Financeiros .....	0.0	-0.1	0.2	0.1	-0.1	0.1	0.0
Outro Investimento .....	-2.8	-0.2	-2.4	-2.6	-1.3	-1.5	-2.8

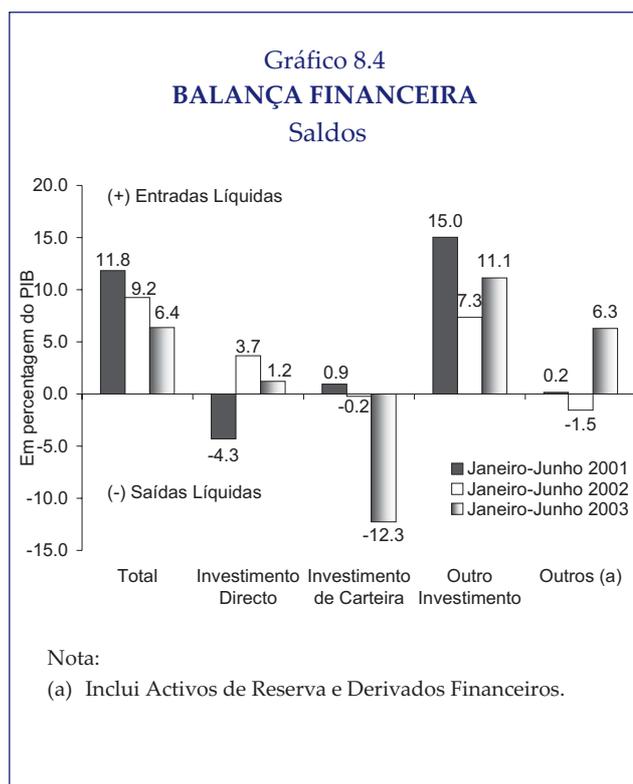
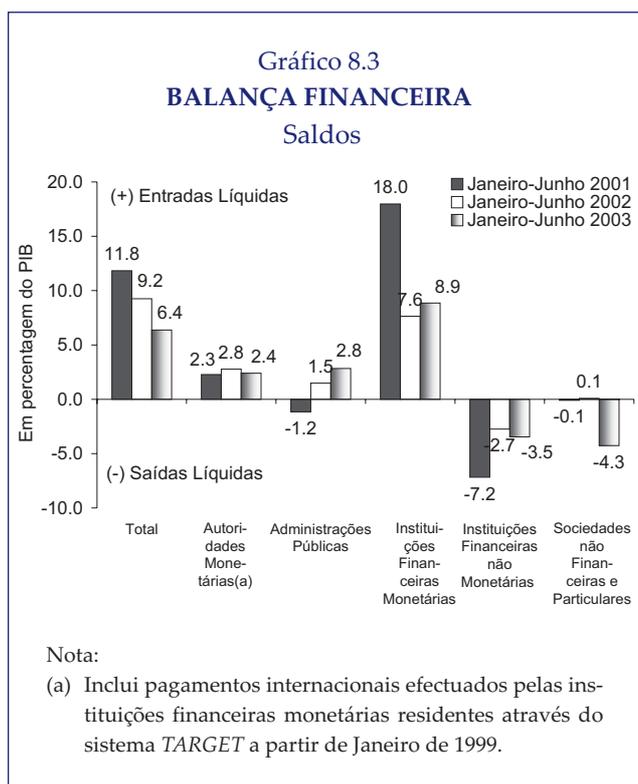
(a) Um sinal (+) significa um aumento de passivos externos ou uma diminuição de activos externos, isto é uma entrada de fundos.

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

messas de emigrantes e imigrantes, se verificou uma pequena redução do excedente. As remessas de emigrantes, que são registadas a crédito na balança, caíram 7.9 por cento, para o que contribuíram, em particular, as remessas provenientes de França. Do lado dos débitos, observou-se uma acentuada quebra das remessas de imigrantes (-26.5 por cento), resultante de um efeito de base

(no primeiro semestre de 2002 tinham crescido 116.3 por cento).

O excedente da balança de capital aumentou de 1.3 para 1.9 por cento do PIB do primeiro semestre de 2002 para o correspondente semestre de 2003, devido ao aumento das transferências públicas recebidas por Portugal da União Europeia. Refira-se, em particular, que os recebimentos no âmbito do



FEDER cresceram significativamente na primeira metade do ano (94.1 por cento face ao semestre homólogo).

A balança financeira registou uma entrada líquida de fundos equivalente a 6.4 por cento do PIB, que compara com 9.2 por cento do PIB nos primeiros seis meses de 2002 (Quadro 8.2). Analisando os fluxos financeiros por sector institucional residente (Gráfico 8.3), verifica-se que as instituições financeiras monetárias continuaram a ser o sector que mais contribuiu para a entrada líquida de fundos na economia portuguesa no primeiro semestre de 2003 (8.9 por cento do PIB, mais 1.2 p.p. do que no mesmo período de 2002). As operações financeiras sobre activos e passivos das administrações públicas estiveram, igualmente, na origem de entradas de fundos na economia portuguesa (2.8 por cento do PIB, mais 1.3 p.p. do que na primeira metade de 2002). Para a entrada líquida de fundos na economia portuguesa contribuíram ainda, embora em menor grau do que no período homólogo, as operações efectuadas pelas autoridades monetárias (2.4 por cento do PIB). Pelo contrário, as operações financeiras com o exterior dos restantes sectores institucionais residentes resultaram em saídas líquidas de fundos.

Analisando por tipo de investimento (Gráfico 8.4), as operações incluídas em outro investimento

continuaram a ser a principal fonte de entradas líquidas de fundos (7.3 e 11.1 por cento do PIB nos primeiros seis meses de 2002 e 2003, respectivamente). Estas entradas de fundos resultaram, essencialmente, de operações com o exterior efectuadas por instituições financeiras monetárias. Tal como no ano anterior, a captação de recursos por parte destas instituições esteve associada, sobretudo, a operações de empréstimos e depósitos de longo prazo (10.0 por cento do PIB, face a 7.5 por cento do PIB no primeiro semestre de 2002), relacionadas com a canalização para bancos residentes de fundos obtidos através da emissão de títulos de dívida de médio e longo prazo, em mercados internacionais, por filiais no exterior desses bancos. Na primeira metade de 2003, o saldo das operações de empréstimos e depósitos efectuados no âmbito do sistema TARGET atingiu 3.1 por cento do PIB (3.2 por cento nos primeiros seis meses de 2002), contribuindo igualmente para uma entrada líquida de fundos neste período. Pelo contrário, as operações incluídas na rubrica outro investimento efectuadas por sociedades não financeiras e particulares, na sua maior parte depósitos no exterior, resultaram numa saída líquida de fundos (2.6 e 2.8 por cento do PIB nos primeiros semestres de 2002 e 2003, respectivamente).

As operações de investimento de carteira corresponderam a uma saída líquida de fundos equivalente a 12.3 por cento do PIB, significativamente superior à registada no primeiro semestre de 2002 (0.2 por cento do PIB). Tal reflecte quer o aumento nas aplicações líquidas de residentes em títulos estrangeiros, quer a redução do investimento de não residentes em títulos nacionais. No que respeita ao investimento de carteira do exterior em Portugal, verificou-se uma entrada líquida de fundos equivalente a 0.8 por cento do PIB, significativamente inferior à verificada nos primeiros seis meses de 2002 (5.8 por cento do PIB). Para esta situação contribuiu, essencialmente, o menor investimento em obrigações e outros títulos de dívida de longo prazo (2.4 por cento do PIB no primeiro semestre de 2003, que compara com 7.6 por cento no primeiro semestre de 2002). Por sua vez, as aplicações de carteira de Portugal no exterior originaram uma saída líquida de fundos equivalente a 13.1 por cento do PIB, claramente superior à verificada nos primeiros seis meses do ano anterior (6.1 por cento), embora existam razões de natureza meramente metodológica para esta evolução. Na verdade, o aumento do investimento de carteira no exterior resultou em larga medida, da recomposição da carteira de activos externos do Banco de Portugal. Esta recomposição, embora não tenha envolvido aplicações adicionais fora de Portugal, conduziu a uma reclassificação contabilística, que implicou uma passagem de activos do Banco da rubrica “activos de reserva” para “activos de carteira”.

No primeiro semestre de 2003, os investidores residentes voltaram a direccionar a maioria das suas aplicações no exterior para obrigações e outros títulos de dívida de longo prazo (7.7 por cento do PIB, que compara com 4.5 por cento nos primeiros seis meses do ano anterior), não obstante ter-se registado também um significativo aumento do investimento líquido em instrumentos do mercado monetário (4.5 por cento do PIB, face a 0.4 por cento do PIB no período homólogo).

Finalmente, as operações de investimento directo resultaram, nos primeiros seis meses de 2003, numa entrada líquida de fundos na economia portuguesa equivalente a 1.2 por cento do PIB, claramente inferior à registada no mesmo período do ano anterior (3.7 por cento do PIB). É de destacar a redução do investimento directo do estrangeiro em Portugal (0.2 por cento do PIB, que compara

com 3.9 por cento do PIB nos primeiros seis meses de 2002), parcialmente compensada pelo desinvestimento directo de Portugal no exterior, que originou uma entrada líquida de fundos equivalente a 1.0 por cento do PIB (saída de 0.2 por cento do PIB no primeiro semestre de 2002).

## 9. CONCLUSÃO

A evolução da economia portuguesa em 2003 pode ser caracterizada, em termos gerais, pela variação negativa do produto, associada a uma forte quebra da procura interna privada, o que constitui uma manifestação da intensificação do processo de ajustamento dos agentes económicos face ao significativo aumento da sua posição de endividamento. Pela primeira vez desde 1997, o sector privado mostra uma capacidade líquida de financiamento em 2003, se forem corrigidos os efeitos decorrentes das operações especiais que reduzem substancialmente o valor do défice das administrações públicas e criam, de forma correspondente e sem tradução real neste ano, necessidades de financiamento nas famílias e empresas privadas.

A intensificação do ajustamento endógeno da situação financeira do sector privado é um desenvolvimento favorável, apesar de estar associado a um contributo negativo para o crescimento do produto. Teria sido preferível que ele estivesse a ocorrer com uma envolvente externa mais favorável, mas era insustentável manter por mais tempo um crescimento da procura interna financiado por um aumento do endividamento das famílias e empresas ao mesmo ritmo do passado.

A duração e o ritmo do processo de ajustamento em curso será determinado por três factores. Um primeiro é a evolução da envolvente externa da economia portuguesa. Nas actuais circunstâncias, uma recuperação do crescimento em Portugal só poderá ser dinamizada de forma sustentável por uma forte recuperação dos principais mercados de exportação portugueses, sobretudo dos europeus. Como contrapartida menos favorável dessa recuperação externa, deve ser tido em conta que ela virá associada, em maior ou menor grau, com uma subida das taxas de juro, que actuará como elemento moderador do “arrastamento” da procura interna, por via de restrições de liquidez acrescidas que implicará nas famílias e empresas mais endividadas.

O segundo factor é a consolidação das finanças públicas portuguesas, que terá que acontecer inevitavelmente nos próximos anos, constituindo o combate à evasão fiscal e a redução da despesa corrente primária das administrações públicas os principais aspectos deste esforço de consolidação. Em 2002 e 2003 deram-se primeiros passos nesta direcção, mas foram em grande parte contrariados por efeitos cíclicos e estruturais de crescimento da despesa social. Com efeito, por um lado, a evolução cíclica do desemprego tem levado a um aumento da despesa com subsídios pagos a desempregados, enquanto, por outro lado, a despesa com pensões (tanto do regime geral como do regime dos funcionários públicos), por razões em larga medida estruturais, continua a crescer a taxas claramente acima das do PIB nominal.

Dada a magnitude actual do défice orçamental, quando excluídos os efeitos das medidas especiais que têm uma natureza temporária, o esforço de consolidação orçamental terá que ser intensificado. Apesar dos seus efeitos negativos sobre o crescimento no curto/médio prazos não é alternativa adiar o esforço de consolidação orçamental, porque prolongar a situação actual aumentaria a probabilidade de vir a ocorrer no futuro uma correcção mais abrupta e bastante mais penosa, com consequências gravosas para a economia portuguesa.

O terceiro factor que condicionará de forma determinante o ajustamento da economia portuguesa e o ritmo de recuperação da actividade é a evolução dos salários. Em 2003, deverá manter-se, a exemplo dos dois anos anteriores, um crescimento praticamente nulo da produtividade do trabalho.

No primeiro semestre, este crescimento da produtividade terá sido mesmo negativo. Ora, apesar de desacelerarem significativamente, os salários do sector privado mantiveram um crescimento médio elevado para as condições actuais da economia portuguesa. Os custos unitários do trabalho continuaram a aumentar bastante mais na economia portuguesa do que na generalidade dos parceiros comerciais, provocando uma perda de competitividade nos sectores mais expostos à concorrência. Um maior realismo no crescimento dos salários constituirá um factor de moderação do rendimento disponível das famílias, sendo um dos elementos essenciais que levará a uma resposta desfasada e moderada da procura interna privada à recuperação da procura externa. Isto apesar dos salários no sector privado não terem que acompanhar necessariamente o grau de contenção salarial do sector público.

Uma evolução bastante menos favorável seria a de um sistemático desfasamento entre salários e produtividade, que induziria uma quebra do emprego e correspondente aumento do desemprego estrutural, com significativo agravamento dos custos sociais e humanos que lhe estão associados. É claramente preferível que os salários continuem a denotar, também no abrandamento, a mesma flexibilidade às condições cíclicas que mostraram no passado, e que permitiu ultrapassar, sem aumentos estruturais de desemprego, as anteriores fases recessivas da economia portuguesa.

*Artigo redigido com informação disponível até final de Outubro de 2003*

**Caixa: REAVALIAÇÃO DA ESTRATÉGIA DE POLÍTICA MONETÁRIA DO BCE**

No dia 8 de Maio, o Conselho do BCE concluiu uma reavaliação da estratégia de política monetária do BCE. Em resultado desta reavaliação, e embora confirmando os elementos principais da estratégia anunciada em 1998, o Conselho do BCE anunciou uma clarificação da definição de estabilidade de preços e introduziu um conjunto de alterações na política de comunicação.

O Conselho do BCE confirmou a definição de estabilidade de preços anunciada em 1998<sup>(1)</sup> e esclareceu que este objectivo visa manter a taxa de inflação num nível inferior, mas próximo de 2 por cento no médio prazo. A avaliação da especificação quantitativa do objectivo a prosseguir pelo BCE no médio prazo teve por base uma análise dos custos da inflação e dos argumentos a favor da tolerância de taxas de inflação positivas baixas. A inflação, mesmo se moderada, tem custos de bem-estar, que estão associados, por exemplo, a distorções de preços relativos, a aumento de prémios de risco, a efeitos distorcionários da tributação, a custos de alterações frequentes de preços e a alterações na distribuição do rendimento e da riqueza. Contudo, existem outros factores que advertem contra a fixação de um objectivo de inflação literalmente nula, tais como a maior probabilidade nessa situação das taxas de juro nominais atingirem valores próximos de zero, dificultando a margem de manobra do banco central perante riscos de deflação, a existência de um enviesamento de medida positivo no índice de preços e a persistência de diferenciais de inflação de equilíbrio entre os membros de uma união monetária, que obrigariam alguns desses membros a observar inflações negativas para possibilitar que a média fosse nula para a união.

A definição de estabilidade de preços anunciada em Outubro de 1998 incluía um limite superior de 2 por cento, mas não especificava um limite inferior, o que pretendia reflectir a incerteza em torno da dimensão de um potencial enviesamento de medida na inflação do IHPC. A clarificação efectuada a 8 de Maio de que o Conselho do BCE visa manter as taxas de inflação num valor inferior mas próximo do limite superior da definição, revela o empenhamento do BCE em proporcionar uma margem de segurança suficiente para a prevenção contra os riscos de deflação e contempla igualmente a possível existência de um enviesamento de medida do IHPC e as implicações da possível existência de diferenciais de inflação de equilíbrio no seio da área do euro.

No que respeita às alterações introduzidas no formato de comunicação com o público, o Conselho do BCE pretendeu clarificar alguns aspectos da comunicação sobre a avaliação global dos riscos para a estabilidade de preços. Em primeiro lugar, a perspectiva dos dois pilares passou a ser referida como a “análise monetária” e a “análise económica”. Em segundo lugar, a declaração introdutória proferida pelo Presidente do BCE na conferência de imprensa mensal foi reestruturada por forma a melhor evidenciar que a análise monetária se destina, sobretudo a servir de meio de confirmação, numa perspectiva de médio a longo prazos, das indicações dos riscos de curto a médio prazo para a estabilidade de preços fornecidas pela análise económica. Assim, desde 8 de Maio, a declaração introdutória do Presidente, que começava com a análise do primeiro pilar seguida da análise do segundo pilar, passou a começar com análise económica global, seguindo-se a análise monetária. Adicionalmente no final da declaração passou a ser apresentada uma verificação cruzada da informação fornecida por estas duas perspectivas complementares, seguida da conclusão global sobre os riscos para a estabilidade de preços. Por fim, o Conselho do BCE abandonou a prática de reavaliação numa base anual do valor de referência para o crescimento monetário, por forma a sublinhar o carácter de longo prazo do valor de referência no contexto da avaliação da evolução monetária.

(1) “A estabilidade de preços é definida como um aumento em termos homólogos do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) para a área do euro inferior a 2 por cento. A estabilidade de preços deve ser mantida a médio prazo.”



## O SISTEMA BANCÁRIO NO PRIMEIRO SEMESTRE DE 2003

## 1. INTRODUÇÃO

No primeiro semestre de 2003, a actividade do sistema bancário português<sup>(1)</sup> denotou alguma recuperação, sobretudo em relação aos desenvolvimentos da segunda metade do ano anterior<sup>(2)</sup>. Esta recuperação acompanhou a melhoria da situação nos mercados financeiros internacionais, mantendo-se, contudo, a tendência de desaceleração do crédito, em linha com a situação cíclica da economia.

Assim, reflectindo, em parte, a valorização do mercado de acções, assistiu-se à recuperação do valor da carteira de títulos e participações financeiras para níveis semelhantes aos registados, um ano antes. Por seu lado, face à estagnação que continuou a caracterizar a captação de depósitos de clientes e à melhoria das condições de acesso aos mercados financeiros internacionais, o sistema bancário português retomou a emissão de títulos de dívida nestes mercados.

Em face da permanência de uma conjuntura desfavorável, interna e internacionalmente, continuou a observar-se, ao longo da primeira metade de 2003, uma pausa no esforço de internacionalização dos bancos portugueses, ocorrendo, mesmo, o anúncio de cedência de participações não estratégicas de alguns grupos bancários. Contudo, os bancos terão prosseguido com os processos de reorganização interna e de modernização tecnológica tendentes à obtenção de ganhos adicionais de eficiência. A par dos programas de reestruturação em curso, a introdução de sistemas de gestão de risco mais sofisticados estará, também, a contribuir para a melhoria das condições concorrenciais do sistema bancário português.

Ao longo de 2003, manteve-se a tendência de desaceleração do crédito concedido pelo sector bancário ao sector privado não financeiro. Esta

evolução foi observada quer pelos empréstimos concedidos a empresas não financeiras, quer a particulares. A desaceleração do saldo de empréstimos a particulares esteve associada à evolução dos empréstimos para aquisição de habitação, agregado que, no entanto, ainda mantém taxas de variação significativas. Os empréstimos a particulares

(1) A análise do sistema bancário efectuada neste artigo é baseada predominantemente em dados da actividade consolidada, com recurso a agregados em base individual ou a agregados das Estatísticas Monetárias e Financeiras (EMF) quando não é possível obter a desagregação sectorial ou por instrumento necessária à análise (Sobre o assunto ver a "Caixa II.8.1. Informação utilizada na análise do sistema bancário português", no Relatório Anual de 2002). Salvo referência em contrário, o agregado considerado para o sistema bancário português refere-se ao conjunto dos bancos (incluindo a Caixa Económica Montepio Geral), das restantes caixas económicas e das caixas de crédito agrícola mútuo, sendo excluídos os bancos com sede ou actividade exclusiva no *off-shore* da Madeira e/ou actividade predominante com não residentes. São consideradas como bancos, e incluídas no agregado referido, 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 (IFM) — assim como as sucursais de instituições de crédito com origem em países terceiros.

Ao longo do artigo, existem, referências às contas consolidadas, quer do total do sistema bancário (conforme definido no parágrafo anterior) quer do subconjunto das instituições domésticas. Este último agregado corresponde ao total do sistema excluindo as instituições cujo controlo de gestão seja assegurado por instituições não residentes, quer se tratem de instituições de direito português, filiais de grupos bancários não residentes (sujeitas à supervisão do Banco de Portugal), ou de sucursais de instituições de crédito com sede na União Europeia (não sujeitas à supervisão do Banco de Portugal). Esta distinção fundamenta-se pelo facto de o financiamento obtido no exterior por estas instituições (não domésticas) ser tipicamente assegurado por entidades com as quais têm relações de grupo (o que torna menos relevantes quer o tipo quer a maturidade do financiamento), ao contrário do que sucede com as instituições domésticas.

para outras finalidades têm mantido taxas de variação próximas de zero. Adicionalmente, e à semelhança do sucedido nos anos precedentes, as instituições bancárias têm reduzido a sua carteira de crédito por via da realização de operações de titularização de empréstimos.

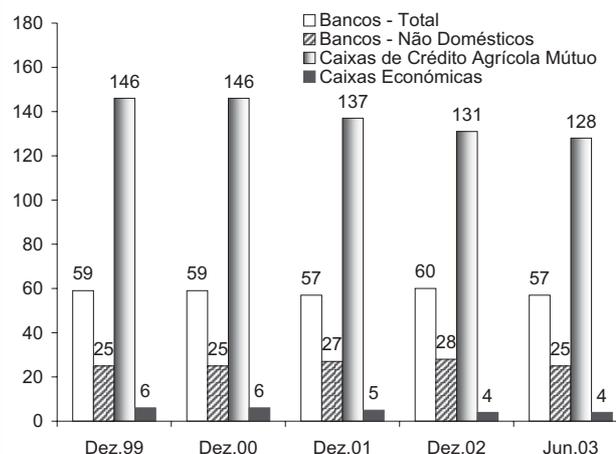
Em linha com a situação cíclica da economia portuguesa, a qualidade da carteira de crédito do sistema bancário português continuou a deteriorar-se, facto reflectido no aumento dos rácios de incumprimento. O crédito vencido registou um forte crescimento nos primeiros seis meses de 2003, o qual terá sido atenuado na evolução dos rácios de incumprimento, dado o montante crescente e significativo que os créditos abatidos ao activo vêm registando.

Reflectindo, principalmente, o contributo negativo da margem financeira, os indicadores de rentabilidade do sistema bancário português reduziram-se, no primeiro semestre de 2003, quando comparados com o semestre homólogo. No entanto, face à *performance* na segunda metade de 2002, quer a rentabilidade do activo quer a rentabilidade dos capitais próprios apresentaram-se claramente mais favoráveis, em resultado, sobretudo, da evolução positiva das comissões líquidas e dos resultados em empresas participadas, verificando-se uma redução nas provisões líquidas constituídas no semestre (estas, no entanto com contributo neutro para a variação dos resultados, no período).

Apesar do aumento verificado pelos fundos próprios totais (que reflectiu o aumento de capital de um dos grupos bancários), este foi compensado pelo acréscimo de requisitos de cobertura dos riscos de crédito e de mercado. Este acréscimo resultou exclusivamente do alargamento do perímetro de consolidação do sistema, dado que se manteve a tendência de desaceleração do crédito, na generalidade dos segmentos. Assim, no final de Junho, o rácio de adequação dos fundos próprios do siste-

(2) A evolução do sistema bancário português em base consolidada, em 2003, está influenciada pelo alargamento, no primeiro trimestre do ano, do perímetro de consolidação de um dos grupos bancários domésticos, que passou a incluir mais uma filial no estrangeiro. Este facto reflectiu-se na generalidade das rubricas do balanço e da demonstração de resultados, quando consideradas em base consolidada. Sempre que a evolução dos indicadores analisados no texto esteja significativamente afectada por esta alteração, tal facto será referido, ou no texto (quando determine o sentido da evolução do indicador em causa) ou em nota de pé-de-página.

Gráfico 1  
NÚMERO DE INSTITUIÇÕES  
NO SISTEMA BANCÁRIO



Nota: O grupo dos "bancos" inclui a Caixa Económica Montepio Geral. Não estão incluídos os bancos com sede ou actividade predominante no *off-shore* da Madeira, e/ou actividade predominante com não residentes.

ma bancário português mantinha-se inalterado ao nível de final de 2002, em 9,8 por cento (Quadro 1).

## 2. ESTRUTURA DE MERCADO

No final de Junho de 2003 existiam em actividade, em Portugal, 57 bancos, dos quais 25 eram não domésticos<sup>(3)</sup>. Nessa data, o sistema bancário incluía, ainda, 4 caixas económicas e 128 caixas de crédito agrícola mútuo (Gráfico 1). Ao longo do primeiro semestre do ano cessaram actividade como bancos três instituições não domésticas.

Relativamente ao final de 2002, a estrutura do sistema bancário não registou alteração significativa. Os bancos continuaram a dominar a actividade do sistema bancário português, mantendo pesos superiores a 95 por cento, em termos do activo líquido, crédito a clientes e recursos de clientes (Quadro 2).

As quotas de mercado do conjunto dos cinco maiores grupos continuam a exceder 75 por cento, mantendo-se, todavia, uma tendência de ligeira di-

(3) O subconjunto dos bancos não domésticos engloba as filiais (na acepção de instituições com sede em Portugal, cujo capital é maioritariamente detido por grupos bancários com sede em outros países) e as sucursais de bancos estrangeiros, incluindo as sucursais de bancos com sede em países da União Europeia.

Quadro 1

**QUADRO SÍNTESE**

Base consolidada

	1999		2000		2001		2002		2003
	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.	Jun.
Em percentagem do activo total médio									
Margem financeira	2.45	2.30	2.21	2.26	2.24	2.10	2.12	2.04	
Outros resultados correntes	1.33	1.45	1.30	1.21	1.17	1.25	1.14	1.31	
Produto bancário	3.77	3.75	3.51	3.47	3.41	3.35	3.26	3.35	
Custos administrativos <sup>(a)</sup>	2.07	1.90	1.79	1.70	1.73	1.66	1.69	1.68	
Resultados extraordinários	0.40	0.12	0.27	0.01	0.01	0.09	0.06	0.03	
Amortizações do exercício	0.31	0.26	0.25	0.23	0.24	0.22	0.24	0.23	
Provisões líquidas	0.66	0.56	0.63	0.38	0.45	0.54	0.61	0.54	
Impostos sobre lucros do exercício	0.20	0.24	0.19	0.22	0.16	0.17	0.13	0.14	
Resultados antes de interesses minoritários	0.92	0.91	0.91	0.95	0.85	0.85	0.65	0.79	
Resultado do exercício	0.70	0.59	0.70	0.78	0.69	0.73	0.53	0.66	
Rendibilidade dos capitais próprios (ROE) <sup>(b)</sup>	14.7	14.7	15.1	16.5	14.9	15.3	11.7	14.1	
Rendibilidade dos capitais próprios (ROE) <sup>(c)</sup>	16.1	13.8	16.6	19.1	17.2	18.8	13.7	16.7	
Custos operacionais (em percentagem do produto bancário) <sup>(d)</sup>	63.1	50.7	58.2	49.1	57.6	49.6	59.1	56.9	
Cobertura dos passivos interbancários por activos de elevada liquidez (em percentagem)	101.4	91.8	88.7	89.0	91.5	94.2	87.4	88.1	
Crédito e juros vencidos (em percentagem do crédito bruto)	n.d.	n.d.	2.18	2.11	2.12	2.21	2.26	2.53	
Provisionamento específico do crédito (em percentagem do crédito bruto)	1.78	1.67	1.48	1.41	1.42	1.44	1.42	1.61	
Crédito e juros vencidos, líquidos de provisões específicas (em percentagem do crédito líquido de provisões específicas)	n.d.	n.d.	0.72	0.71	0.71	0.78	0.85	0.93	
Taxas de variação									
Resultados antes de interesses minoritários	17.4	n.d.	14.9	18.6	3.4	-3.4	-18.4	-4.4	
Resultado líquido do exercício	15.4	n.d.	16.8	48.2	9.4	0.3	-18.7	-5.6	
Crédito (bruto) a clientes	25.9	0.0	21.7	17.5	13.2	9.6	7.0	6.3	
Recursos de clientes	9.3	0.0	9.9	4.6	7.0	7.4	1.4	0.7	
Rácio de adequação de fundos próprios (em percentagem) <sup>(e)</sup>	10.8	9.5	9.2	9.7	9.5	9.8	9.8	9.8	
Empregados	61 969	61 489	58 485	58 454	56 134	55 100	54 894	54 574	
Balcões	5 477	5 606	5 649	5 582	5 586	5 486	5 547	5 496	
Activo total médio (€ milhões)	204 773	229 298	237 223	259 915	264 622	278 558	280 717	288 365	
Capitais próprios médios (€ milhões)	12 819	14 124	14 311	14 970	15 001	15 548	15 644	16 105	

Notas:

(a) Compreendem os Custos com o pessoal e os Fornecimentos e serviços de terceiros.

(b) Resultado antes de dedução de interesses minoritários em percentagem do capital próprio.

(c) Resultado após dedução de interesses minoritários em percentagem do capital próprio deduzido de interesses minoritários.

(d) Compreendem os Custos com o pessoal, os Fornecimentos e serviços de terceiros e as amortizações

(e) Fundos próprios/(Requisitos totais\*12.5)

Quadro 2

**ESTRUTURA DO SISTEMA BANCÁRIO<sup>(a)</sup>**

30 de Junho de 2003

Número; € milhões

	Bancos <sup>(b)</sup>	%	dos quais: não domésticos	%	Caixas económi- cas	%	Caixas de crédito agrícola mútuo	%
Número de instituições .....	57	30.2	25	13.2	4	2.1	128	67.7
Activo líquido .....	294 649	97.1	50 473	16.6	218	0.1	8 683	2.9
Crédito a clientes .....	199 724	97.0	34 028	16.5	136	0.1	5 938	2.9
Recursos de clientes .....	152 089	95.2	21 783	13.6	195	0.1	7 455	4.7
Balcões .....	4 781	87.0	805	14.6	13	0.2	702	12.8
Emprego .....	51 541	94.4	8 695	15.9	80	0.1	2 953	5.4

Notas:

(a) Base consolidada para as variáveis de balanço (activo, crédito e recursos) e dados individuais para o número de empregados e balcões. Não estão incluídos os bancos com sede ou actividade predominante no *off-shore* da Madeira, e/ou actividade predominante com não residentes.

(b) Inclui a Caixa Económica Montepio Geral.

minuição desta quota global, observada após 2000 (Quadro 3). Ao contrário do ocorrido em 2002, as quotas dos bancos não domésticos reduziram-se ligeiramente no primeiro semestre de 2003 (Quadro 4), permanecendo, todavia, em torno de 17 por cento, em termos de activo e de crédito a clientes, e de 14 por cento, em termos de captação de recursos de clientes e de número de balcões.

No primeiro semestre do ano, verificou-se uma diminuição do número de balcões (cerca de 50,

desde o início do ano), registando-se uma redução de aproximadamente 1.0 por cento no emprego do sistema, face ao semestre homólogo (Quadro 1)<sup>(4)</sup>. Esta evolução terá continuado a reflectir os processos de reorganização interna dos bancos, nomeadamente em termos de racionalização do factor trabalho e de modernização tecnológica na prestação de serviços.

Quadro 3

**QUOTA DE MERCADO DOS CINCO MAIORES GRUPOS BANCÁRIOS**

Base consolidada

Em percentagem

	2000	2001	2002	2003
	Dez.	Dez.	Dez.	Jun.
Crédito a clientes .....	81.6	80.1	79.0	78.8
Recursos de clientes .....	80.9	79.0	77.8	76.2
Activo .....	81.8	79.6	78.8	78.8
Balcões .....	71.4	69.5	67.5	66.4

Nota: Não estão incluídos os bancos com sede ou actividade predominante no *off-shore* da Madeira, e/ou actividade predominante com não residentes.

Quadro 4

**QUOTA DE MERCADO DOS BANCOS NÃO DOMÉSTICOS**

Base consolidada

Em percentagem

	2000	2001	2002	2003
	Dez.	Dez.	Dez.	Jun.
Crédito a clientes (bruto) .....	15.9	16.8	17.3	17.0
Recursos de clientes .....	14.9	15.7	14.8	14.3
Activo .....	16.0	17.8	17.4	17.1
Balcões .....	14.0	15.6	14.8	14.6

Nota: Não estão incluídos os bancos com sede ou actividade predominante no *off-shore* da Madeira, e/ou actividade predominante com não residentes.

### 3. ACTIVIDADE BANCÁRIA

No primeiro semestre de 2003, a actividade bancária, em base consolidada e medida em termos do activo total, cresceu 4.7 por cento, em termos homólogos, acelerando significativamente, face ao verificado no conjunto de 2002 (1.6 por cento) (Quadros 5 e 6)<sup>(5)</sup>. Note-se que, em 2002, os desenvolvimentos do sistema bancário português caracterizaram-se, ao longo de todo o ano, por um claro abrandamento da actividade, denotado globalmente por todos os elementos do activo, e uma quase estagnação dos recursos captados junto de clientes. Apesar da desaceleração do crédito, e do montante significativo de operações de titularização de crédito realizadas por alguns grupos bancários – permitindo alguma melhoria na liquidez do sistema – foi necessário o recurso a outras fontes de financiamento da actividade bancária. Esta situação traduziu-se, na primeira metade do ano, na continuação da emissão de dívida de mercado. Na segunda metade do ano, a turbulência observada nos mercados financeiros internacionais levou a que se reduzisse significativamente o recurso a estes mercados por parte dos bancos portugueses. Tal originou, temporariamente, um acréscimo na importância do financiamento em mercados interbancários, assim como a venda de parte da carteira de títulos de rendimento fixo e de participações consideradas menos estratégicas (também enquadrada no processo de reestruturação de alguns grupos bancários).

Nos primeiros seis meses de 2003, o crédito a clientes continuou a denotar um ritmo de crescimento moderado, que se reflectiu na redução do peso deste agregado no activo total do sistema bancário. Ao contrário, o abrandamento da actividade de concessão de empréstimos foi atenuado pelos contributos positivos das aplicações, quer em outras instituições de crédito (sobretudo no estrangeiro) quer em títulos e imobilizações financeiras (líquidos de provisões) (Quadro 6).

Em termos das rubricas do passivo, saliente-se o acréscimo na obtenção de recursos junto de instituições de crédito no estrangeiro e, à semelhança do semestre homólogo de 2002, da emissão de títu-

los de dívida. Por seu lado, a captação de recursos de clientes manteve-se numa trajetória de desaceleração, situando-se o respectivo saldo, em Junho de 2003, praticamente ao nível do final de 2002. Em particular, a taxa de variação homóloga dos depósitos de clientes continuou a reduzir-se.

#### 3.1. Crédito

No primeiro semestre de 2003, a taxa de crescimento do saldo de crédito concedido pelo sistema bancário<sup>(6)</sup> manteve uma trajetória descendente. Assim, a taxa de variação homóloga do crédito sobre clientes situou-se em 6.1 por cento, no final de Junho de 2003, 0.9 pontos percentuais abaixo do crescimento registado em Dezembro de 2002 (9.6 por cento, em Junho de 2002)<sup>(7)</sup>.

Na primeira metade de 2003, prosseguiu a realização de operações de titularização de empréstimos originalmente concedidos por instituições de crédito residentes ao sector privado não financeiro, facto que tem moderado a evolução dos agregados de crédito concedido pelo sistema bancário português (dado que aquelas operações são abatidas aos balanços das instituições que originalmente os concederam). No final do primeiro semestre de 2003, o montante dos empréstimos a empresas não financeiras e a particulares titularizados repre-

(5) O alargamento do perímetro de consolidação do sistema contribuiu em cerca de 1.5 p.p. para a variação total registada, em termos homólogos.

(6) Salvo referência em contrário, o agregado de crédito referido neste artigo refere-se ao saldo de crédito sobre clientes, líquido de provisões específicas, apresentado no balanço do sistema bancário, em base consolidada. Quando exista referência ao crédito concedido pelo sector bancário, segundo as estatísticas monetárias e financeiras, a análise será baseada nos montantes registados nos balanços das IFM – os quais não incluem empréstimos originalmente concedidos por aquelas instituições e cedidos em operações de titularização, que são retirados do balanço. Sempre que a análise o justifique, far-se-á referência, em nota de pé de página, aos agregados de empréstimos bancários ajustados de operações de titularização e corrigidos de reclassificações e de abatimentos ao activo. Neste caso, as taxas de variação referidas são calculadas com base em índices de saldos corrigidos (Janeiro de 2000=100).

(7) Este abrandamento é mais marcado (para cerca de 4.8 por cento), se o agregado for ajustado do impacto do alargamento do perímetro de consolidação do sistema, referido anteriormente.

(8) Valor calculado a partir do montante de crédito cedido em operações de titularização por IFM e IFNM, sobre o crédito total registado no activo destes sectores acrescido do montante de crédito adquirido por não residentes em operações de titularização.

(4) Os agregados relativos ao número de trabalhadores e ao número de balcões não abrangem as filiais no estrangeiro de bancos portugueses.

Quadro 5

## BALANÇO DO SISTEMA BANCÁRIO

Base consolidada

€ milhões

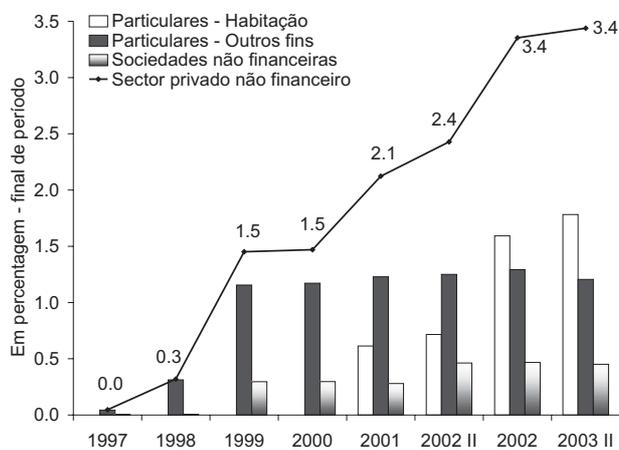
	1999	2000	2001	2002	2002	2003
	Dez.	Dez.	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.
Caixa e activos face a bancos centrais . . . . .	10 829	9 642	10 063	8 121	8 762	8 408
dos quais: caixa e activos face ao Banco de Portugal . . . . .	10 026	8 592	8 987	7 371	7 857	7 684
Aplicações em outras instituições de crédito . . . . .	27 254	28 596	33 887	33 425	30 293	33 584
No país . . . . .	n.d.	10 952	12 768	10 185	9 570	7 777
No estrangeiro . . . . .	n.d.	17 644	21 119	23 240	20 723	25 807
Crédito sobre clientes (líquido de provisões) . . . . .	131 213	160 235	181 468	188 288	194 219	199 730
Crédito vencido . . . . .	n.d.	3 553	3 903	4 222	4 462	5 127
Provisões . . . . .	2 377	2 406	2 609	2 754	2 802	3 278
Títulos e imobilizações financeiras (líquidos de provisões) . . . . .	31 843	36 984	35 950	33 593	32 148	33 530
Dos quais: Títulos de emissores públicos (valor bruto) . . . . .	n.d.	10 793	10 742	9 417	9 697	9 865
Imobilizado não financeiro . . . . .	4 631	4 600	4 735	4 562	4 578	4 617
Outros activos . . . . .	13 249	10 661	12 362	13 431	12 996	14 788
<b>Total do activo . . . . .</b>	<b>219 019</b>	<b>250 719</b>	<b>278 464</b>	<b>281 419</b>	<b>282 996</b>	<b>294 658</b>
Recursos de bancos centrais . . . . .	3 158	3 462	2 766	2 149	1 284	2 755
dos quais: do Banco de Portugal . . . . .	2 658	3 300	2 258	1 934	1 031	2 546
Recursos de outras instituições de crédito . . . . .	44 920	51 834	57 017	51 930	54 503	56 131
No país . . . . .	n.d.	10 024	11 099	9 420	7 767	6 685
No estrangeiro . . . . .	n.d.	41 810	45 918	42 511	46 736	49 447
Recursos de clientes . . . . .	127 606	140 205	150 033	151 086	152 136	152 096
dos quais:						
Depósitos de clientes residentes . . . . .	n.d.	109 976	113 870	110 520	116 484	112 506
Depósitos de clientes não residentes . . . . .	n.d.	30 181	36 101	40 464	35 538	39 464
Responsabilidades representadas por títulos . . . . .	13 225	23 106	32 973	39 042	38 686	44 928
das quais: obrigações . . . . .	10 181	18 214	27 309	31 199	30 921	33 848
Passivos subordinados . . . . .	4 521	5 392	8 076	8 305	8 721	8 705
Provisões . . . . .	2 263	3 119	3 354	3 382	3 510	3 523
Outros passivos . . . . .	9 487	9 015	8 810	9 986	8 326	10 167
Capitais próprios . . . . .	13 840	14 587	15 436	15 539	15 830	16 353
Resultado líquido do exercício . . . . .	1 431	1 672	1 829	1 011	1 488	955
<b>Total do passivo e capitais próprios . . . . .</b>	<b>219 019</b>	<b>250 719</b>	<b>278 464</b>	<b>281 419</b>	<b>282 996</b>	<b>294 658</b>
Por memória:						
Depósitos à ordem . . . . .	44 363	47 188	53 033	51 195	54 649	52 110
Depósitos a prazo e de poupança . . . . .	83 195	92 969	96 938	99 789	97 374	99 860
Aplicações em outras inst. de crédito líquidas de recursos . . . . .	-17 666	-23 237	-23 130	-18 505	-24 210	-22 547
No país . . . . .	n.d.	928	1 669	765	1 804	1 093
No estrangeiro . . . . .	n.d.	-24 165	-24 799	-19 271	-26 014	-23 640
Recursos de clientes (incluindo títulos emitidos) . . . . .	n.d.	149 047	160 565	162 243	164 076	163 359
dos quais						
Recursos de clientes (depósitos e equiparados) . . . . .	n.d.	140 205	150 033	151 086	152 136	152 096
Títulos emitidos na posse de clientes residentes (estimativa) . . . . .	n.d.	8 842	10 532	11 157	11 940	11 263
<i>No sub-conjunto das instituições domésticas</i>						
Aplicações em outras instituições de crédito líquidas de recursos . . . . .	-14 023	-19 770	-18 510	-16 393	-15 378	-14 191
No país . . . . .	n.d.	710	257	-64	981	592
No estrangeiro . . . . .	n.d.	-20 480	-18 768	-16 329	-16 359	-14 783
Recursos de clientes (incluindo títulos emitidos) . . . . .	n.d.	127 008	135 130	134 464	139 517	139 606
dos quais:						
Recursos de clientes (depósitos e equiparados) . . . . .	n.d.	119 381	126 449	125 242	129 669	130 313
Títulos emitidos na posse de clientes residentes (estimativa) . . . . .	n.d.	7 627	8 681	9 223	9 849	9 293

Quadro 6  
BALANÇO  
Base consolidada

	Estrutura em percentagem do activo						Taxa de variação homóloga				
	1999	2000	2001	2002	2002	2003	2000	2001	2002	2002	2003
	Dez.	Dez.	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.	Dez.	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.
Caixa e activos face a bancos centrais .....	4.9	3.8	3.6	2.9	3.1	2.9	-11.0	4.4	2.9	-12.9	3.5
dos quais: caixa e activos face ao Banco de Portugal .....	4.6	3.4	3.2	2.6	2.8	2.6	-14.3	4.6	6.9	-12.6	4.3
Aplicações em outras instituições de crédito .....	12.4	11.4	12.2	11.9	10.7	11.4	4.9	18.5	3.4	-10.6	0.5
No país .....	n.d.	4.4	4.6	3.6	3.4	2.6	n.d.	16.6	-1.0	-25.0	-23.6
No estrangeiro .....	n.d.	7.0	7.6	8.3	7.3	8.8	n.d.	19.7	5.5	-1.9	11.0
Crédito sobre clientes (líquido de provisões) .....	59.9	63.9	65.2	66.9	68.6	67.8	22.1	13.3	9.6	7.0	6.1
Crédito vencido .....	n.d.	1.4	1.4	1.5	1.6	1.7	n.d.	9.8	14.8	14.3	21.5
Provisões .....	1.1	1.0	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2	8.4	12.0	7.4	19.0
Títulos e imobilizações financeiras (líquidos de provisões) .....	14.5	14.8	12.9	11.9	11.4	11.4	16.1	-2.8	-10.2	-10.6	-0.2
Dos quais: Títulos de emissores públicos (valor bruto) .....	n.d.	4.3	3.9	3.3	3.4	3.3	n.d.	-0.5	-21.4	-9.7	4.8
Imobilizado não financeiro .....	2.1	1.8	1.7	1.6	1.6	1.6	-0.7	2.9	-1.2	-3.3	1.2
Outros activos .....	6.0	4.3	4.4	4.8	4.6	5.0	-19.5	15.9	14.9	5.1	10.1
Total do activo .....	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	14.5	11.1	5.9	1.6	4.7
Recursos de bancos centrais .....	1.4	1.4	1.0	0.8	0.5	0.9	9.6	-20.1	-29.8	-53.6	28.2
dos quais: do Banco de Portugal .....	1.2	1.3	0.8	0.7	0.4	0.9	24.2	-31.6	-31.4	-54.3	31.7
Recursos de outras instituições de crédito .....	20.5	20.7	20.5	18.5	19.3	19.0	15.4	10.0	-6.6	-4.4	8.1
No país .....	n.d.	4.0	4.0	3.3	2.7	2.3	n.d.	10.7	10.7	-30.0	-29.0
No estrangeiro .....	n.d.	16.7	16.5	15.1	16.5	16.8	n.d.	9.8	-9.7	1.8	16.3
Recursos de clientes .....	58.3	55.9	53.9	53.7	53.8	51.6	9.9	7.0	7.4	1.4	0.7
dos quais:											
Depósitos de clientes residentes .....	n.d.	43.9	40.9	39.3	41.2	38.2	n.d.	3.5	5.1	2.3	1.8
Depósitos de clientes não residentes .....	n.d.	12.0	13.0	14.4	12.6	13.4	n.d.	19.6	14.1	-1.6	-2.5
Responsabilidades representadas por títulos .....	6.0	9.2	11.8	13.9	13.7	15.2	74.7	42.7	27.6	17.3	15.1
das quais: obrigações .....	4.6	7.3	9.8	11.1	10.9	11.5	78.9	49.9	27.7	13.2	8.5
Passivos subordinados .....	2.1	2.2	2.9	3.0	3.1	3.0	19.3	49.8	15.3	8.0	4.8
Provisões .....	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	37.8	7.5	-1.2	4.7	4.2
Outros passivos .....	4.3	3.6	3.2	3.5	2.9	3.5	-5.0	-2.3	-3.2	-5.5	1.8
Capitais próprios .....	6.3	5.8	5.5	5.5	5.6	5.5	5.4	5.8	4.0	2.5	5.2
Resultado líquido do exercício .....	0.7	0.7	0.7	0.4	0.5	0.3	16.8	9.4	0.3	-18.7	-5.6
Total do passivo e capitais próprios .....	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	14.5	11.1	5.9	1.6	4.7
<i>Por memória:</i>											
Depósitos à ordem .....	20.3	18.8	19.0	18.2	19.3	17.7	6.4	12.4	12.9	3.0	1.8
Depósitos a prazo e de poupança .....	38.0	37.1	34.8	35.5	34.4	33.9	11.7	4.3	4.8	0.4	0.1

Gráfico 2  
TITULARIZAÇÃO

Peso das operações realizadas no total dos empréstimos originalmente concedidos por instituições de crédito ao sector privado não financeiro



Fonte: Estatísticas Monetárias e Financeiras.

sentava cerca de 3.4 por cento do total de crédito originalmente concedido por instituições de crédito àquele sector<sup>(8)</sup>, valor que compara com 2.4 por cento em Junho de 2002 (3.4 por cento em Dezembro) (Gráfico 2).

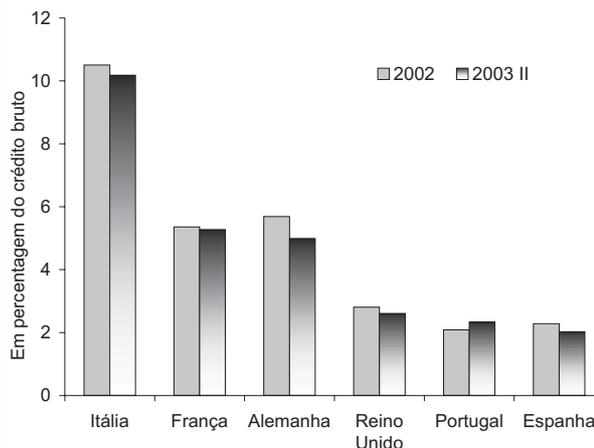
A redução do ritmo de crescimento do crédito a clientes, na primeira metade do ano, traduziu-se numa redução ligeira do respectivo peso no total do activo do sistema bancário, passando de 68.6 por cento, no final de 2002, para 67.8 por cento em Junho do corrente ano (Quadro 6).

Com base nas Estatísticas Monetárias e Financeiras, constata-se que a evolução do crédito concedido pelo sistema bancário português reflectiu, no primeiro semestre de 2003, o abrandamento dos empréstimos quer a empresas não financeiras quer a particulares, em linha com o comportamento deprimido da actividade económica. Em Junho de 2003, a taxa de crescimento homóloga dos empréstimos ao sector privado não financeiro<sup>(9)</sup> era de 7.3 por cento (6.2 por cento, em Agosto), 2.1 pontos percentuais (p.p.) abaixo do observado em Dezembro de 2002 (Quadro 7).

Em linha com a situação cíclica da economia, o crédito vencido registou um forte crescimento, na

(9) Particulares, incluindo emigrantes, e sociedades não financeiras.

Gráfico 3  
CRÉDITO COM INCUMPRIMENTO



Fonte: *Bankscope* e Banco de Portugal. A amostra inclui cinco bancos de Portugal, quatro bancos da Itália, três bancos do Reino Unido e dois bancos de França, de Espanha e da Alemanha.

Nota: Agregados por país constituem médias ponderadas pelo activo total dos bancos incluídos na amostra.

primeira metade de 2003, o mesmo sucedendo com as provisões específicas. O montante significativo e crescente de créditos abatidos ao activo tem atenuado o efeito sobre os rácios de incumprimento desta deterioração da carteira de crédito, em particular no caso das empresas não financeiras e, em menor grau, no dos particulares. Apesar do peso crescente que o crédito vencido vem registando no crédito total concedido, a situação dos bancos portugueses é observada na generalidade dos países europeus, com os quais compara favoravelmente: os rácios de incumprimento em Portugal mantêm-se num dos níveis mais baixos da área do euro, apenas superior ao observado em Espanha (Gráfico 3)<sup>(10)</sup>.

(10) As comparações internacionais efectuadas neste artigo têm por base uma amostra de bancos europeus para os quais existe informação pública disponível. Os critérios de selecção consistiram na dimensão – abrangendo os maiores bancos de cada país – e na disponibilidade de dados para os períodos cobertos pela comparação. Nalguns casos, não foi possível, para um indicador específico, garantir que a amostra verificasse os critérios estabelecidos, para todos os países considerados. Neste caso, o país em causa não foi incluído na comparação.

Quadro 7

## EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS AO SECTOR PRIVADO NÃO FINANCEIRO

Taxa de variação homóloga – percentagem

	Particulares			Sociedades não financeiras	Total particulares e sociedades não financeiras
	Total	Por finalidade			
		Habituação	Outras finalidades <sup>(a)</sup>		
1998					
Dez.....	31.4	34.7	23.5	22.9	27.3
1999					
Dez.....	27.6	30.1	20.9	26.6	27.1
2000					
Mar.....	27.3	28.4	23.9	27.2	27.2
Jun.....	20.4	22.2	15.0	26.6	23.2
Set.....	20.3	22.2	15.1	26.3	23.1
Dez.....	21.2	20.3	24.1	24.1	22.6
2001					
Mar.....	17.9	17.5	19.0	23.0	20.3
Jun.....	16.5	16.4	16.9	22.7	19.4
Set.....	14.7	15.9	11.4	20.3	17.4
Dez.....	10.4	13.1	2.8	16.4	13.2
2002					
Jan.....	10.5	13.4	2.0	15.8	13.0
Fev.....	11.2	13.7	4.0	14.5	12.8
Mar.....	11.5	13.7	5.0	11.5	11.5
Abr.....	10.9	13.3	3.6	11.6	11.2
Mai.....	11.2	13.7	3.7	10.6	10.9
Jun.....	10.3	13.1	1.8	9.4	9.9
Jul.....	10.0	13.2	0.4	9.2	9.6
Ago.....	10.2	13.1	1.3	7.7	9.0
Set.....	11.0	13.9	1.8	6.6	8.8
Out.....	10.7	13.7	1.1	6.5	8.7
Nov.....	10.3	13.9	-1.2	6.7	8.6
Dez.....	9.6	13.0	-1.0	9.1	9.4
2003					
Jan.....	10.2	13.1	1.0	7.4	8.9
Fev.....	9.0	11.9	-0.3	8.1	8.6
Mar.....	8.0	11.3	-2.5	7.6	7.8
Abr.....	7.8	10.8	-1.9	7.3	7.6
Mai.....	7.5	10.1	-1.0	7.5	7.5
Jun.....	8.4	10.6	0.9	6.3	7.3
Jul.....	7.1	9.5	-1.1	5.2	6.2
Ago.....	6.8	9.2	-1.5	5.6	6.2
<i>Por memória:</i>					
Percentagem no total dos empréstimos ao sector privado não financeiro em Dezembro 2002.....	51.6	40.2	11.4	48.4	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.

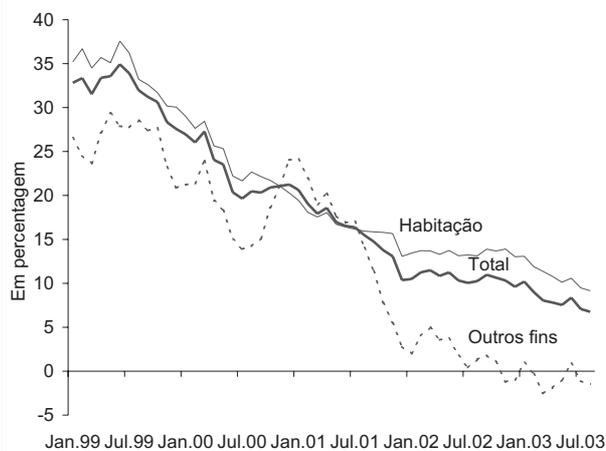
## 3.1.1. Particulares

Segundo as Estatísticas Monetárias e Financeiras, a taxa de variação do crédito a particulares situou-se em 8.4 por cento, em Junho de 2003, reduzindo-se para 6.8 por cento, no final de Agosto (9.6 por cento, em Dezembro de 2002). Os empréstimos para habitação continuaram a apresentar uma taxa de crescimento elevada, embora mantendo, desde o início do ano, uma tendência de desaceleração: em Junho, a respectiva taxa de crescimento homó-

logo foi de 10.6 por cento (13.0 por cento em Dezembro de 2002), reduzindo-se para 9.2 por cento, em Agosto<sup>(11)</sup> (Gráfico 4).

(11) A taxa de variação homóloga dos empréstimos bancários concedidos a particulares, ajustados de operações de titularização e corrigidos de reclassificações e abatimentos ao activo, foi de 10.3 por cento, em Junho de 2003 (12.1 por cento, em Dezembro de 2002), reduzindo-se para 9.9 por cento, no final de Agosto. O crédito para aquisição de habitação, na mesma base, cresceu 12.9 por cento, em Junho, desacelerando para 12.2 por cento, em Agosto (15.4 por cento, no final de 2002).

Gráfico 4  
CRÉDITO BANCÁRIO A PARTICULARES  
Taxa de variação homóloga



Fonte: Estatísticas Monetárias e Financeiras;

Nota: Taxas de variação calculadas sobre os saldos vivos no balanço das OIFM, e como tal, não ajustadas de titularização, nem corrigidas de reclassificações e de abatimentos ao activo. Última observação: Agosto 2003.

A manutenção de uma taxa elevada de crescimento do crédito bancário para aquisição de habitação tem sido propiciada pela melhoria das condições de acessibilidade das famílias ao mercado de habitação, com recurso a este tipo de financiamento, evidenciada desde o início de 2001 (Gráficos 5 e 6). Esta melhoria — que reflecte o nível baixo de taxas de juro aplicadas em operações de crédito à habitação — foi significativa no primeiro semestre de 2003, pese embora a diminuição verificada pelas remunerações reais por trabalhador (estimada em 0.5 por cento, em termos homólogos). A trajetória de redução do nível de taxas de juro dos empréstimos para aquisição de habitação ter-se-á mantido, ao longo do primeiro semestre de 2003, reflectindo a descida das taxas do mercado monetário.

Refira-se que, segundo a informação qualitativa recolhida através do *Inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito na área do euro (Bank Lending Survey – BLS)*, terá continuado a observar-se intensa concorrência neste segmento do mercado de crédito. Este facto terá contribuído para que, apesar da percepção, por parte das instituições bancárias, de maiores riscos associados, quer à situação económica geral, quer ao elevado nível de endivi-

Gráfico 5  
INDICADOR DE ACESSIBILIDADE  
E SEUS COMPONENTES  
Taxa de variação em cadeia

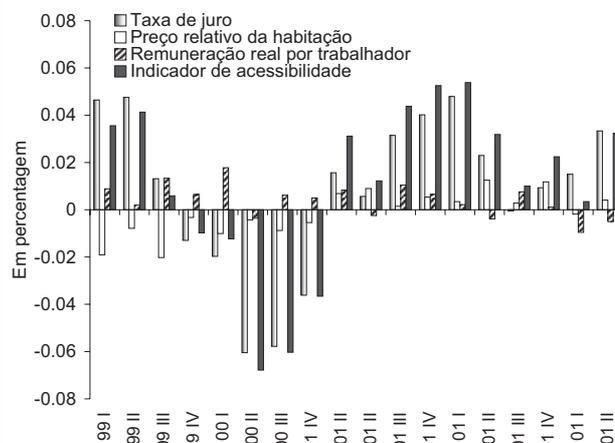
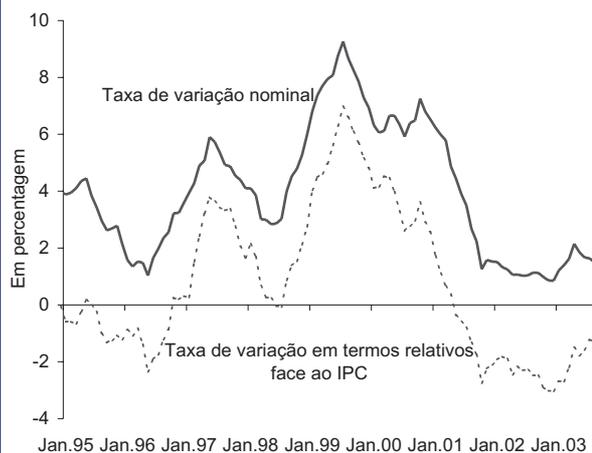


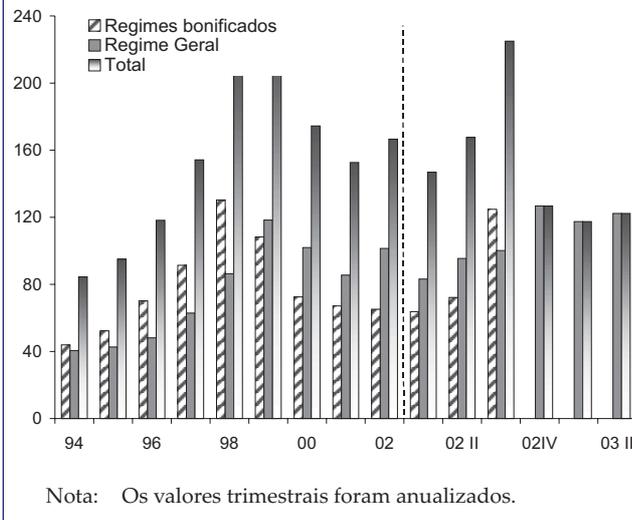
Gráfico 6  
PREÇOS DE HABITAÇÃO  
Taxas de variação homóloga



Fonte: *Newsletter Confidencial Imobiliário*; Última observação: Agosto 2003.

damento atingido pelas famílias portuguesas (num contexto de maior desemprego), o diferencial entre a taxa de juro aplicada aos empréstimos à habitação e as taxas do mercado monetário não registasse um aumento significativo (como terá sucedido noutros segmentos do crédito). Refira-se, no entanto, que a informação mais recente indica que, no terceiro trimestre do ano, a pressão concorrencial, neste segmento, terá estabilizado; ao mesmo tempo, o diferencial de taxas de juro aplicadas ao crédito à habitação ter-se-á elevado, embora muito ligeiramente.

Gráfico 7  
NÚMERO DE CONTRATOS DE CRÉDITO  
À HABITAÇÃO  
Continente



Nota: Os valores trimestrais foram anualizados.

Será de salientar que, o fluxo líquido de crédito à habitação observou, nos primeiros seis meses de 2003, uma forte queda, de 22.2 por cento, face ao fluxo verificado um ano antes<sup>(12)</sup> (-19.8 por cento, no período de Janeiro a Agosto). Esta evolução contrasta com os crescimentos significativos registados por este fluxo, em termos líquidos, em 2002 (de 18.0 e 12.7 por cento, respectivamente, nos primeiro e segundo semestres), quando foi interrompida a tendência de crescimento mais moderado que havia tido lugar no ano anterior. Esta tendência de maior moderação no fluxo de crédito concedido é, também, denotada, pelo menor número de contratos de crédito à habitação, realizados desde o início do ano (Gráfico 7).

Ao longo da primeira metade do ano, o crédito a particulares para outras finalidades continuou a apresentar uma evolução moderada. Em Junho de 2003, registou um crescimento homólogo de 0.9 por cento (-1.5 por cento, em Agosto), após ter apresentado uma variação negativa, de 1.0 por

cento, no final de 2002 (Gráfico 4)<sup>(13)</sup>. A evolução deste segmento de crédito está em linha com os desenvolvimentos do consumo privado, reflectindo a deterioração da confiança dos consumidores. A par do sentimento desfavorável quanto à evolução da conjuntura económica e de expectativas pessimistas face à situação do mercado de trabalho, o nível elevado de endividamento atingido pelas famílias portuguesas (e os encargos decorrentes do serviço da dívida) estará a limitar a procura neste segmento do mercado de crédito. Também, critérios mais restritivos e condições mais apertadas praticadas pelas instituições bancárias para este tipo de crédito (habitualmente sem garantias reais) terão contribuído, de forma significativa, para a evolução verificada.

### 3.1.2. Sociedades não financeiras

A taxa de variação dos empréstimos a sociedades não financeiras situou-se em 6.3 por cento em Junho de 2003 (5.6 por cento, em Agosto), prosseguindo uma trajectória de desaceleração desde o início do ano (crescimento de 9.1 por cento em Dezembro de 2002) (Quadro 7)<sup>(14)</sup>. Este comportamento reflectirá, por um lado, o abrandamento da procura de crédito por parte das empresas numa conjuntura económica desfavorável e os níveis de confiança reduzidos dos empresários; por outro lado, resultará, também, de condições mais restritivas de oferta de crédito neste segmento, associadas à percepção de riscos mais elevados (designadamente, tendo em conta, o nível de endividamento das empresas).

### 3.1.3. Exposição aos mercados emergentes

No final de Junho de 2003, a exposição em mercados emergentes do sistema bancário português representava cerca de 1.0 por cento do activo total, traduzindo um ligeiro decréscimo (de cerca de 0.2 p.p.) relativamente a Junho de 2002 (Quadro 8). Esta evolução deveu-se à diminuição da exposição face à América Latina e, em menor grau, à área geográfica Ásia e Pacífico, verificando-se um au-

(12) Fluxos líquidos de empréstimos concedidos, no período, por IFM, ajustados de operações de titularização e corrigidos de reclassificações e abatimentos ao activo.

(13) A taxa de variação do crédito a particulares para outras finalidades, ajustado de operações de titularização e corrigido de reclassificações e abatimentos ao activo, foi de 2.3 por cento, em Junho de 2003 (2.4 por cento, em Dezembro de 2002), elevando-se para 2.6 por cento, em Agosto.

(14) Considerando o crédito bancário, ajustado de titularizações e corrigido de reclassificações e abatimentos ao activo, as taxas de crescimento foram 4.9 por cento, em Junho, e 4.5 por cento em Agosto (7.5 por cento em Dezembro de 2002).

Quadro 8

**EXPOSIÇÃO AGREGADA DO SISTEMA BANCÁRIO PORTUGUÊS FACE A MERCADOS EMERGENTES**  
Base consolidada

	Em percentagem do activo total			
	2001	2002	2002	2003 <sup>E</sup>
	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.
Total . . . . .	1.5	1.2	1.1	1.0
Da qual: Brasil . . .	1.0	0.9	0.8	0.7

Nota: O grupo dos mercados emergentes compreende as áreas geográficas do Leste Europeu, América Latina, e Ásia e Pacífico. Em Junho de 2002 e em Junho de 2003, verificaram-se ligeiras alterações no perímetro das zonas geográficas consideradas.

E: Estimativa.

mento ligeiro da exposição face aos países do Leste Europeu. No caso particular do Brasil, a exposição do sistema bancário português, em base consolidada, reduziu-se para 0.7 por cento do activo total (0.9 por cento, no final do primeiro semestre de 2002).

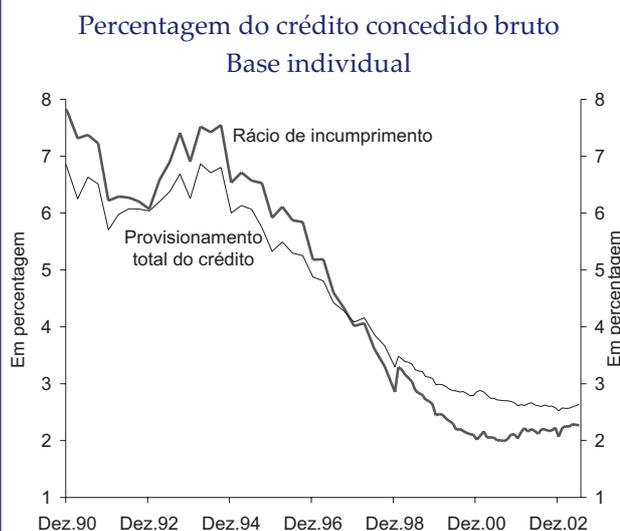
**3.1.4. Incumprimento e provisionamento do crédito**

No primeiro semestre de 2003, os indicadores apontam para um aumento das situações de incumprimento associadas ao crédito bancário. Esta evolução continuou a reflectir a presente fase deprimida do ciclo económico. Em termos consolidados, o montante de crédito e juros vencidos registou, em Junho de 2003, um crescimento homólogo de 21.5 por cento, que compara com 14.3 por cento em Dezembro de 2002 (Quadro 6)<sup>(15)</sup>. A deterioração de qualidade da carteira de crédito bancário está reflectida no aumento do rácio entre o crédito e juros vencidos e o crédito total (bruto), que atingiu 2.53 por cento, no final de Junho (2.26 por cento, no final de 2002, e 2.21 por cento, no mês homólogo do ano anterior) (Quadro 1)<sup>(16)</sup>.

(15) Ajustando a informação do efeito do alargamento do perímetro de consolidação do sistema, a taxa de variação homóloga do crédito e juros vencidos, em Junho de 2003, seria cerca de 12.5 por cento.

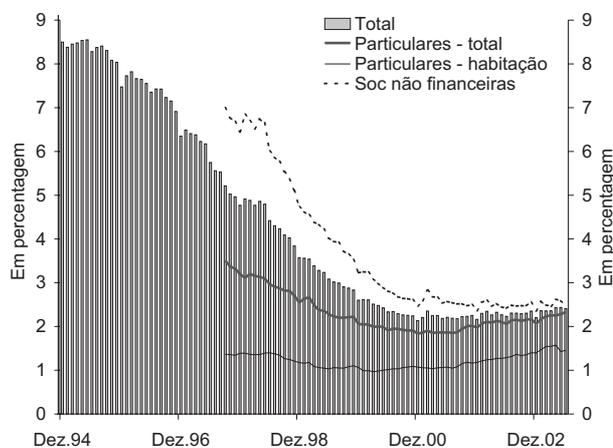
(16) O impacto da alteração do perímetro de consolidação do sistema no aumento deste indicador terá sido cerca de 15 p.b.

**Gráfico 8**  
**RÁCIO DE INCUMPRIMENTO NO CRÉDITO A CLIENTES E PROVISIONAMENTO TOTAL DO CRÉDITO**



Nota: Quebras de série em Janeiro de 1999; Última observação: Junho 2003.

**Gráfico 9**  
**RÁCIOS DE INCUMPRIMENTO NO CRÉDITO A CLIENTES RESIDENTES**



Fonte: Estatísticas Monetárias e Financeiras; Última observação: Agosto 2003.

Considerando os dados em base individual, a taxa de incumprimento global do crédito a clientes — medida pelo rácio entre o montante de créditos e juros vencidos e o nível de crédito concedido (bruto) — ascendia, em Junho de 2003, a 2.27 por cento, traduzindo um agravamento relativamente quer ao final de Dezembro de 2002 (2.07 por cento), quer ao mês homólogo (2.12 por cento) (Gráfico 8).

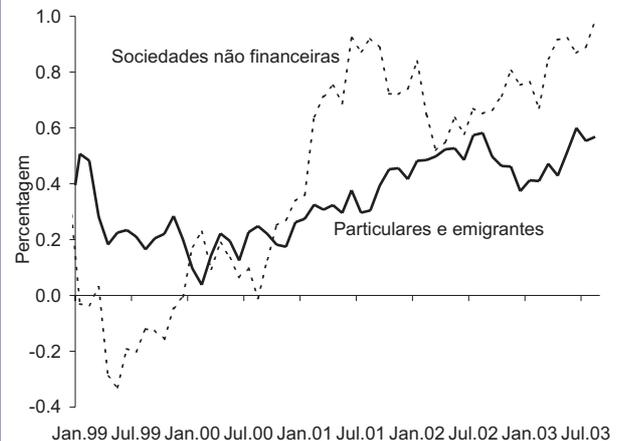
Com base nas Estatísticas Monetárias e Financeiras, verifica-se que, na primeira metade do ano, aumentaram as situações de incumprimento, quer de sociedades não financeiras quer de particulares (Gráfico 9). Note-se que a realização de abatimentos ao activo em montantes significativos e crescentes tem mitigado o reflexo sobre a evolução do rácio de incumprimento do crédito da deterioração da qualidade da carteira de crédito do sistema bancário português. Os abates ao activo são efectuados sempre que existam créditos considerados como definitivamente incobráveis (e, como tal, totalmente provisionados), os quais estariam previamente registados no balanço das instituições como vencidos. Sendo assim, o fluxo líquido de crédito entrado em incumprimento num determinado período corresponderá ao acréscimo (ou redução, quando seja esse o caso) do *stock* de crédito vencido mais o montante de crédito previamente registado como vencido que, no período, tenha sido abatido ao activo por se considerar definitivamente incobrável.

No caso das sociedades não financeiras, a taxa de variação do crédito em incumprimento, em Junho de 2003, foi de 9.7 por cento (8.9 por cento, em Agosto), o que representa uma aceleração face ao final de 2002 (9.0 por cento). O rácio de incumprimento das sociedades não financeiras situou-se em 2.50 por cento (2.54 por cento em Agosto), valor que compara com 2.36 por cento, no final de 2002 (2.42 por cento em Junho de 2002).

Adicionalmente, neste sector o fluxo anual de abatimentos ao activo foi, no primeiro semestre de 2003, cerca de 35.0 por cento superior ao registado um ano antes. A degradação da qualidade do crédito deste sector pode também ser apercebida pela aumento do rácio entre (uma estimativa do) fluxo anual de novos créditos vencidos (corrigidos de abatimentos ao activo) e o saldo (ajustado de titularização) dos empréstimos ao sector, de 0.75 por cento, no final de 2002, para 0.87 por cento, em Junho (0.98 por cento em Agosto) (Gráfico 10).

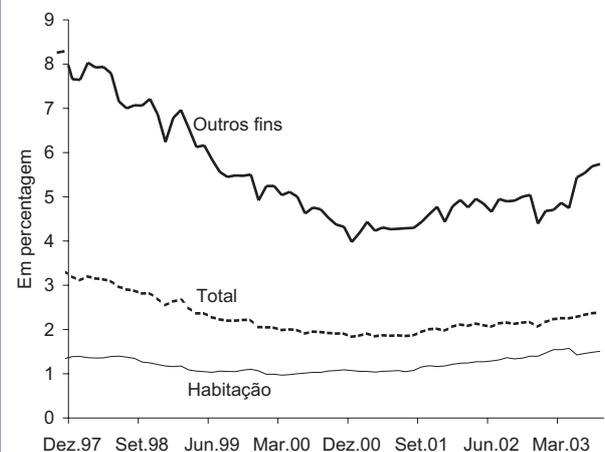
A taxa de variação do crédito em incumprimento pelos particulares, por seu lado, atingiu 22.4 por cento, no final do primeiro semestre de 2003 (18.1 por cento em Agosto). O rácio de incumprimento neste segmento de crédito elevou-se de 2.06 por cento, em Dezembro de 2002, para 2.33 por cento, no final de Junho (2.39 por cento, no final de Agosto) (Gráfico 11). Este indicador tem apresentado

Gráfico 10  
ESTIMATIVA DO FLUXO ANUAL DE NOVOS CRÉDITOS VENCIDOS (CORRIGIDOS DE WRITE-OFFS) EM PERCENTAGEM DOS EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS (CORRIGIDOS DE TITULARIZAÇÃO)



Fonte: Estatística Monetárias e Financeiras; Última observação: Agosto 2003.

Gráfico 11  
RÁCIOS DE INCUMPRIMENTO NO CRÉDITO BANCÁRIO A PARTICULARES



Fonte: Estatística Monetárias e Financeiras; Última observação: Agosto 2003.

uma tendência crescente desde o final de Dezembro de 2000, quando registou um valor mínimo (1.84 por cento). À semelhança das sociedades não financeiras, também os abatimentos ao activo contribuíram para atenuar a deterioração dos rácios de incumprimento do crédito a particulares. Neste caso, o fluxo anual de crédito abatido ao activo au-

mentou 80 por cento, relativamente ao valor de Junho de 2002, elevando o rácio entre o fluxo de novos créditos vencidos (corrigidos de abatimentos ao activo) e o saldo (ajustado de titularização) dos empréstimos ao sector, de 0.37 por cento, no final de 2002, para 0.60 por cento, em Junho (0.57 por cento em Agosto).

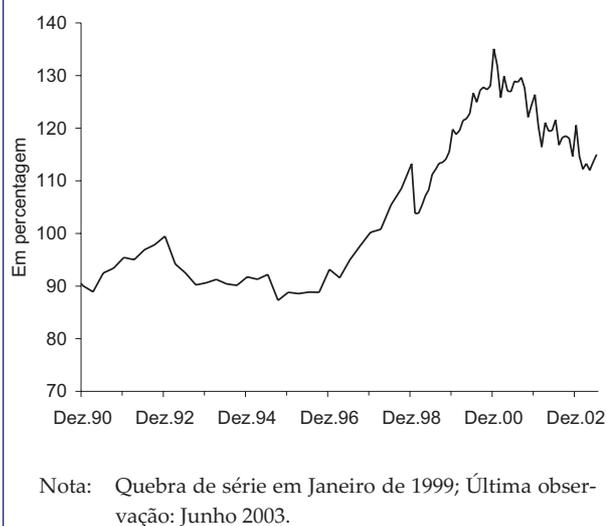
Para o comportamento do rácio de incumprimento do crédito a particulares no primeiro semestre do ano contribuiu, primordialmente, o aumento do incumprimento associado ao crédito para outras finalidades que não aquisição de habitação, cujo rácio aumentou de 4.39 por cento, no final de Dezembro de 2002, para 5.53 por cento, em Junho (5.74 por cento, no final de Agosto). Este aumento foi particularmente acentuado no segundo trimestre do ano, tendo a respectiva taxa de variação homóloga atingido 19.8 por cento, em Junho (15.6 por cento, em Agosto).

Relativamente ao rácio de incumprimento do crédito destinado à aquisição de habitação, também se verificou, um acréscimo (embora mais ligeiro) ao longo dos primeiros seis meses do ano, de 1.40 por cento, em Dezembro, para 1.46 por cento, em Junho (1.51 por cento em Agosto), reflectindo um abrandamento do crescimento do crédito vencido neste segmento (25.2 por cento, em Junho, após 34.1 por cento, no final de 2002).

Em final de Fevereiro de 2003, entrou em vigor um conjunto de alterações aos regimes de provisionamento do crédito, introduzidas pelo Aviso nº 8/2003. Em traços gerais, o novo regime implica um reforço do provisionamento específico (do crédito vencido e dos créditos de cobrança duvidosa), e uma redução da componente de provisões para riscos gerais de crédito garantido por hipoteca sobre imóvel destinado à habitação do mutuário. São ainda impostas obrigações acrescidas na reavaliação das garantias reais dos créditos, factor importante na determinação da carga de provisionamento. O impacto de curto prazo das alterações introduzidas aponta no sentido do reforço das provisões bancárias (em particular das provisões para

(17) Saliente-se, em particular, as alterações introduzidas com respeito à reclassificação como crédito vencido (apenas para efeitos de provisionamento) da parte vincenda de créditos com prestações em mora, quando estas excedam um determinado montante do capital em dívida ou estejam em incumprimento por um determinado prazo, que é diferenciado conforme o prazo inicial (contratual) dos empréstimos.

Gráfico 12  
PROVISIONAMENTO TOTAL  
DO CRÉDITO VENCIDO  
Base individual



crédito de cobrança duvidosa, dadas as alterações nos critérios de classificação dos créditos nesta categoria<sup>(17)</sup>, tanto mais que as provisões (para risco gerais de crédito) libertadas pela redução do coeficiente de provisionamento (acima referido) são obrigatoriamente afectas à constituição ou reforço de provisões para risco específico de crédito. Os efeitos desta alteração de regime não terão sido particularmente visíveis na primeira metade de 2003, atendendo ao regime transitório estabelecido para a sua implementação. Espera-se, contudo, que ao longo da segunda metade do ano, a evolução das provisões reflecta os efeitos do novo regime.

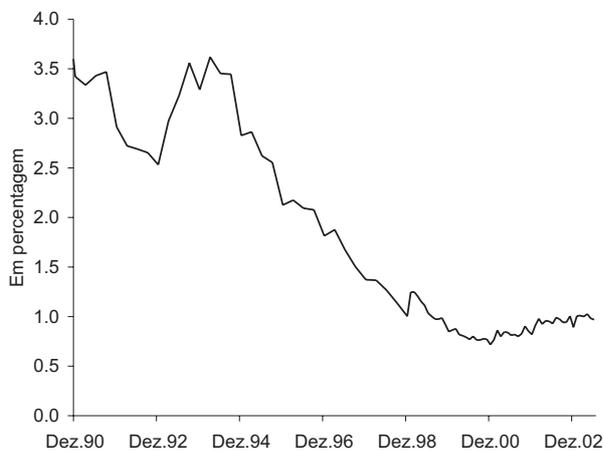
Em base consolidada, o rácio de provisionamento específico do crédito — o qual considera as provisões específicas para crédito em percentagem do crédito bruto total — aumentou para 1.61 por cento no final do primeiro semestre (1.42 por cento, em Dezembro de 2002)<sup>(18)</sup>. Por sua vez, o rácio de cobertura do crédito vencido por provisões para crédito, avaliado com informação em base individual, reduziu-se, no período em análise, para 115.0 por cento em Junho de 2003 (que compara com 120.6 por cento em Dezembro e com 121.6 por

(18) A alteração do perímetro de consolidação do sistema foi responsável, só por si, por um aumento de cerca de 10 p.b. neste indicador.

Gráfico 13

**CRÉDITO VENCIDO LÍQUIDO DE PROVISÕES  
PARA CRÉDITO VENCIDO EM PERCENTAGEM  
DO CRÉDITO TOTAL LÍQUIDO DE PROVISÕES  
PARA CRÉDITO VENCIDO**

Base individual



Nota: Quebra de série em Janeiro de 1999; Última observação: Junho 2003.

cento, em Junho de 2002) (Gráfico 12). O rácio entre os créditos e juros vencidos, líquidos de provisões específicas para crédito, e o crédito concedido (também líquido destas provisões) aumentou de 0.85 por cento no final de 2002 (0.78 por cento em Junho do mesmo ano) para 0.93 por cento, em Junho de 2003 (Gráfico 13).

### 3.1.5. Carteira de títulos

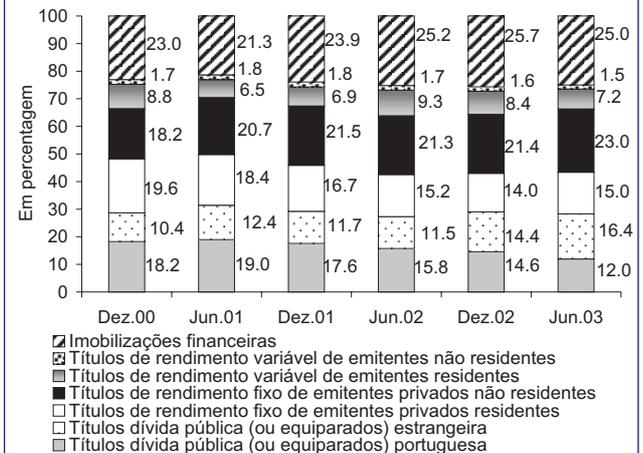
Em Junho de 2003, o valor da carteira de títulos e imobilizações financeiras do total do sistema bancário, em base consolidada e líquido de provisões, manteve-se praticamente no nível do final do primeiro semestre do ano anterior. Todavia, considerando o subconjunto das instituições domésticas, aquele valor reduziu-se ligeiramente (1.5 por cento)<sup>(19)</sup>. Em ambos os casos, o fluxo do semestre teve um comportamento semelhante, observando-se um aumento do valor da carteira, de 4.3 por cento, para o total do sistema (4.7 por cento, para o

(19) Esta evolução reflectirá, em parte, a alteração ao perímetro de consolidação do sistema bancário português, visto que a participação financeira na instituição que passou a integrar o perímetro de consolidação em 2003 figurava no balanço consolidado exclusivamente enquanto imobilização financeira.

Gráfico 14

**TÍTULOS E IMOBILIZAÇÕES FINANCEIRAS  
DO SISTEMA BANCÁRIO PORTUGUÊS**

Estrutura – base consolidada



subconjunto dos bancos domésticos), depois da queda verificada na segunda metade de 2002 (Quadro 6).

Esta evolução reflectirá, em parte, ganhos de valorização associados à recuperação dos mercados de acções. Com efeito o montante de resultados de operações financeiras decorrentes de reavaliações em aplicações foi significativo, no primeiro semestre de 2003 (Gráfico 30).

As imobilizações financeiras, que representavam 25.7 por cento da carteira de títulos, no final de Junho de 2003, mantiveram-se praticamente sem alteração desde o início do ano, com uma variação de 0.5 por cento face ao final de 2002 (em termos de fluxos anuais, diminuiram 3.5 por cento, que compara com -5.1 por cento em Dezembro). (Gráfico 14) Em termos brutos (isto é, sem descontar as provisões específicas) registou-se um aumento ligeiro, de 1.6 por cento, no semestre; esta diferença de taxas de crescimento reflectiu o crescimento ainda elevado das provisões (26.1 por cento, no semestre) o qual, embora substancialmente menor do que o observado na segunda metade de 2002, reflecte o novo regime de provisionamento de menos-valias latentes em participações financeiras.

Por seu lado, a carteira de títulos de rendimento fixo registou um aumento de 8.4 por cento, no semestre (4.4 por cento, em termos de fluxos anuais, que compara com -14.9 por cento em 2002),

reflectindo, em particular, um aumento da carteira de títulos emitidos por não residentes.

### 3.2. Recursos

Em Junho de 2003, a taxa de variação homóloga dos recursos de clientes do sistema bancário português, em base consolidada — constituídos, em cerca de 75 por cento, por depósitos de residentes — foi de 0.7 por cento, o que traduz um significativo abrandamento face ao primeiro semestre de 2002 (7.4 por cento), já evidenciado no final daquele ano (1.4 por cento). Excluindo o efeito da alteração do perímetro de consolidação do sistema, a variação dos recursos de clientes face ao mês homólogo do ano anterior, seria negativa (-0.9 por cento).

O fraco crescimento dos depósitos de clientes residentes (2.0 por cento, que compara com 2.6 por cento em 2002) foi o principal factor subjacente a esta evolução, já que os depósitos de clientes não residentes (os quais incluirão grande parte dos depósitos totais de emigrantes junto do sistema bancário português) cresceram 15.0 por cento face ao final do semestre homólogo de 2002 (crescimento de 9.1 por cento, em Dezembro de 2002)<sup>(20)</sup>.

O abrandamento dos depósitos de clientes — sobretudo de particulares — estará a reflectir, por um lado, o reduzido nível das taxas de juro passivas e, por outro, a oferta, crescentemente diversificada, de instrumentos de aplicação de poupanças (como sejam os denominados “produtos estruturados”), que poderão envolver instituições excluídas do perímetro de consolidação do sistema bancário português. Tendo em conta o forte aumento do nível de endividamento de particulares, ocorrido nos últimos anos, uma parte crescente do rendimento disponível das famílias estará a ser afecto à amortização de dívida, limitando a margem deste sector para a acumulação de activos financeiros, como sejam depósitos bancários.

Apesar da desaceleração observada no crédito concedido a clientes no primeiro semestre do ano, este continuou a crescer a um ritmo significativamente mais elevado do que o dos recursos de clientes. Em consequência, a intensidade de utiliza-

(20) A evolução desta parcela dos recursos de clientes, em base consolidada, está significativamente marcada pelo alargamento do perímetro de consolidação do sistema bancário português.

Gráfico 15A  
RÁCIO ENTRE CRÉDITO (LÍQUIDO DE PROVISÕES) E RECURSOS DE CLIENTES (EXCLUINDO TÍTULOS)  
Base consolidada

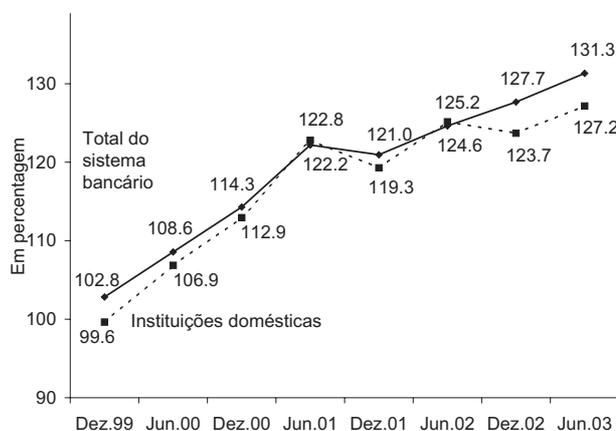
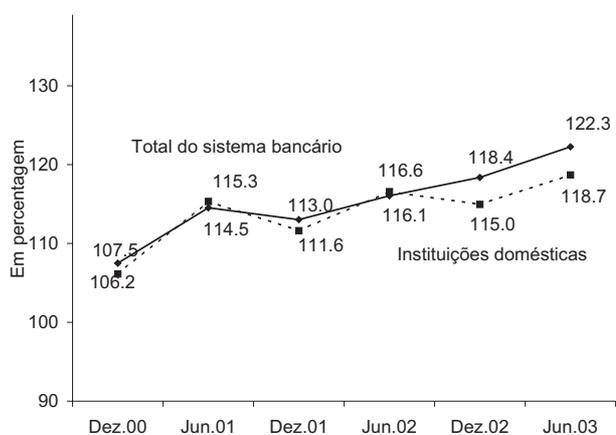


Gráfico 15B  
RÁCIO ENTRE CRÉDITO (LÍQUIDO DE PROVISÕES) E RECURSOS TOTAIS DE CLIENTES  
Base consolidada



Nota: Os recursos totais de clientes compreendem os depósitos e equiparados de clientes residentes e não residentes e os passivos representados por títulos na posse do sector residente não monetário (estes últimos não incluídos no gráfico 15A).

ção destes recursos tornou a elevar-se, no primeiro semestre do ano, quer no total do sistema bancário, quer no subconjunto das instituições domésticas. O rácio entre crédito (líquido de provisões) e recursos de clientes, para o total do sistema bancário, aumentou de 127.7 por cento em Dezembro de 2002 para 131.3 por cento, no final de Junho de

Gráfico 16  
FONTES DE FINANCIAMENTO  
DO SISTEMA BANCÁRIO  
Base consolidada

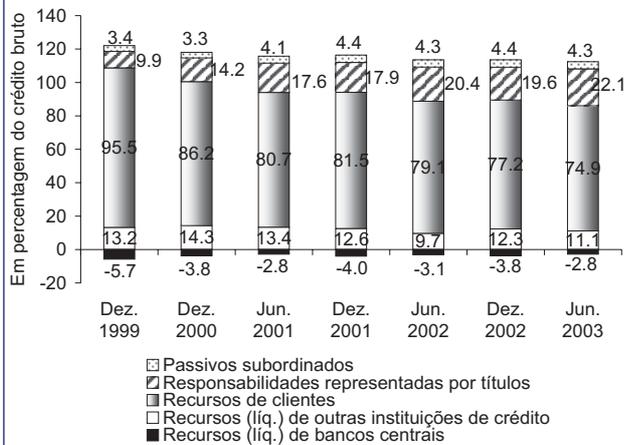
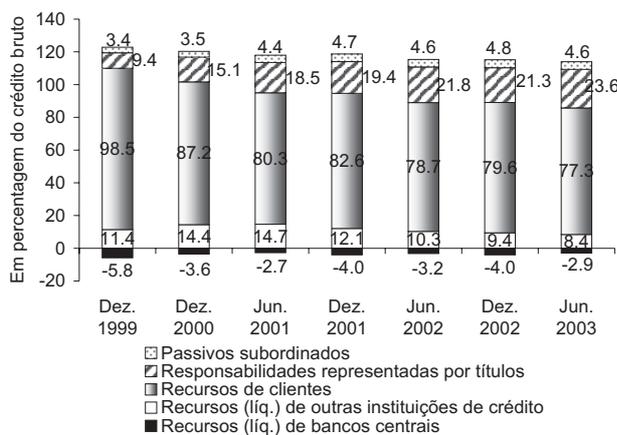


Gráfico 17  
FONTES DE FINANCIAMENTO DO SISTEMA  
BANCÁRIO – INSTITUIÇÕES DOMÉSTICAS  
Base consolidada



2003 (de 123.7 para 127.2 por cento, no subconjunto das instituições domésticas) (Gráfico 15A). A evolução é análoga quando se acresce, aos recursos de clientes sob a forma de depósitos e equiparados, o montante de títulos de dívida emitidos pelos bancos nas carteiras do sector não monetário residente: o rácio eleva-se de 118.4 por cento, em Dezembro de 2002 para 122.3 por cento, no final do primeiro semestre de 2003 (de 115.0 para 118.7 por cento, no caso das instituições domésticas) (Gráfico 15B).

A diferença entre os ritmos de crescimento do crédito e dos recursos de clientes tem sido equili-

Gráfico 18  
FONTES DE FINANCIAMENTO  
DO SISTEMA BANCÁRIO  
Base consolidada

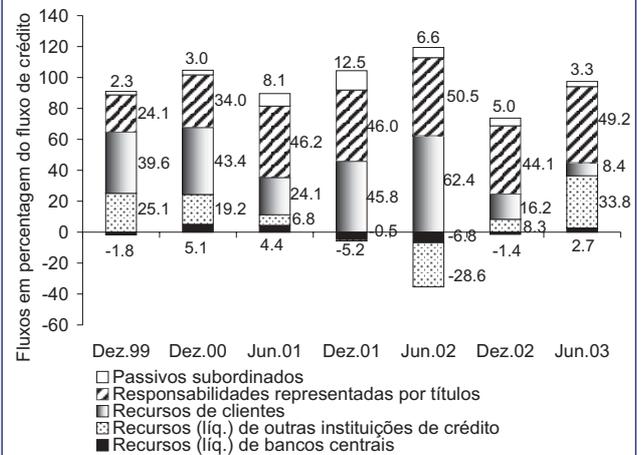
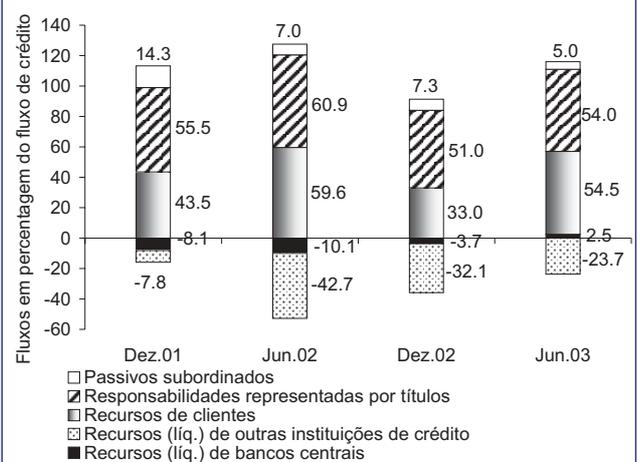
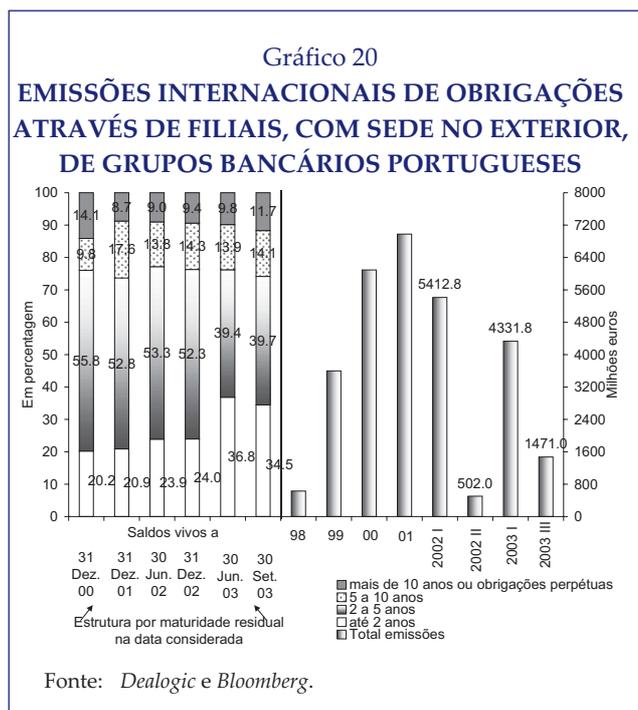


Gráfico 19  
FONTES DE FINANCIAMENTO DO SISTEMA  
BANCÁRIO – INSTITUIÇÕES DOMÉSTICAS  
Base consolidada



Nota: Em 2000, fruto de alterações significativas no universo de instituições domésticas no decurso do ano (devidas a operações de aquisição), os valores respeitantes aos fluxos de balanço neste conjunto de instituições não têm significado analítico e, como tal, apenas se apresentam os valores a partir de 2001.

brada pelo recurso a fontes alternativas de financiamento, com particular destaque para a emissão de títulos de dívida (Gráficos 16 a 19). Este comportamento foi evidente no primeiro semestre de 2003, em que o contributo dos recursos de clientes para o financiamento do fluxo de crédito concedido no período foi negativo (-0.7 por cento) (no se-

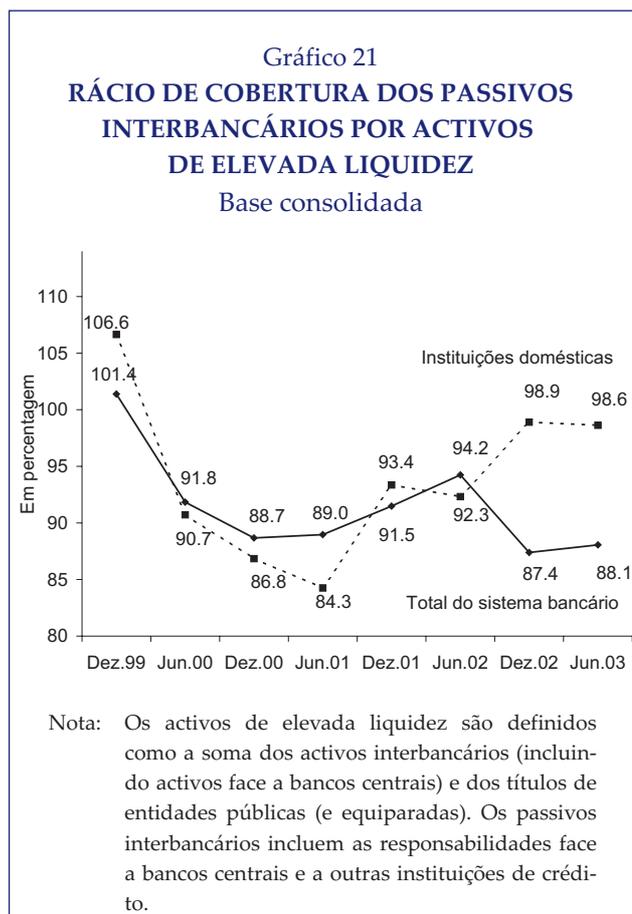


mestre homólogo de 2002, os recursos de clientes haviam representado 15.4 por cento do fluxo líquido de crédito). Assim, o fluxo de crédito concedido no semestre pelo total do sistema bancário, em base consolidada, foi integralmente financiado por emissão de títulos de dívida, tendo-se continuado a verificar, também, uma redução do financiamento interbancário, em termos líquidos.

Em termos de fluxos anuais, o montante de recursos captados através da emissão de títulos, representou 49.2 por cento do fluxo de crédito concedido no ano terminado em Junho de 2003, valor superior ao verificado no período homólogo de 2002 e superior ao do conjunto do ano (44.1 por cento).

No primeiro semestre de 2003, os grupos bancários portugueses retomaram, de forma significativa, as emissões de obrigações no exterior, através das suas filiais (Gráfico 20)<sup>(21)</sup>. O recurso a este tipo de emissões não tem implicado um aumento do risco cambial e de taxa de juro, na medida em que maioritariamente se têm efectuado emissões denominadas em euros e a taxa variável. Este tipo de financiamento tem ainda permitido um progressivo aumento do prazo médio dos passivos, contribuindo

(21) No segundo semestre de 2002, o financiamento obtido por esta via reduziu-se de forma muito significativa, em resultado do agravamento das condições de financiamento nos mercados internacionais de dívida privada.



do para uma melhoria da situação de liquidez das instituições. Efectivamente, para o conjunto das instituições domésticas (isto é, excluindo as instituições cujo controle de gestão é assegurado por não residentes), o rácio entre os activos de elevada liquidez (que incluem as aplicações interbancárias e os títulos de emitentes públicos) e os passivos interbancários evoluiu favoravelmente elevando-se para 98.6 por cento, em Junho de 2003 (92.3 por cento, um ano antes e 98.9 por cento, no final de 2002). Este valor significa uma clara melhoria relativamente à situação em Junho de 2001, quando o rácio de cobertura dos passivos interbancários por activos líquidos dos bancos domésticos, em base consolidada, registou um valor de 84.3 por cento. A evolução deste rácio, em Junho de 2003, reflectiu aumentos de 13.9 por cento e 5.6 por cento, face ao mês homólogo, respectivamente, nos activos interbancários e na carteira de títulos de entidades públicas e equiparadas, só em parte compensados pelo crescimento (de 4.8 por cento) dos passivos interbancários. Para a totalidade do sistema bancário, contudo, este rácio de liquidez diminuiu, de 94.2 por cento, em Junho de 2002 (87.4 por cento,

Quadro 9  
**DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS**  
 Base consolidada

€ milhões

				Taxa de variação homóloga		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
	Jun.	Jun.	Jun.	Jun.	Jun.	Jun.
1. Juros e proveitos equiparados . . . . .	8666	7382	7437	20.5	-14.8	0.7
2. Juros e custos equiparados . . . . .	5727	4459	4491	25.7	-22.1	0.7
3. Margem financeira (1-2) . . . . .	2939	2923	2945	11.6	-0.5	0.7
4. Rendimento de títulos . . . . .	152	153	127	22.4	0.3	-16.9
5. Comissões líquidas . . . . .	802	857	955	-8.6	6.8	11.5
6. Resultado de operações financeiras . . . . .	158	285	259	-58.7	80.4	-9.3
7. Resultados em empresas assoc. e filiais exc. da consolidação (líq.) <sup>(a)</sup> . . . . .	107	103	182	-5.0	-3.5	77.0
8. Outros proveitos de exploração (líq.) . . . . .	350	341	368	111.8	-2.5	7.9
9. Outros resultados correntes (4+5+6+7+8) . . . . .	1569	1738	1890	-5.6	10.8	8.8
10. Produto bancário (3+9) . . . . .	4508	4662	4836	4.9	3.4	3.7
11. Custos com o pessoal . . . . .	1358	1383	1461	-1.5	1.8	5.7
12. Fornecimentos e serviços de terceiros . . . . .	856	928	963	7.2	8.5	3.8
13. Custos administrativos (11+12) . . . . .	2214	2311	2424	1.7	4.4	4.9
14. Resultado bruto global (10-13) . . . . .	2295	2351	2411	8.3	2.4	2.6
15. Resultados extraordinários . . . . .	8	124	36	-94.2	1453.4	-70.6
16. Amortizações do exercício . . . . .	297	300	326	-1.7	0.9	8.6
17. Provisões líquidas . . . . .	492	747	776	-22.9	51.6	3.9
18. Resultados antes de impostos e de minoritários (14+15-16-17) . . . . .	1513	1428	1346	15.1	-5.6	-5.7
19. Impostos sobre lucros do exercício . . . . .	281	237	209	1.8	-15.5	-12.0
20. Resultados antes de minoritários <sup>(b)</sup> (18-19) . . . . .	1232	1190	1138	18.6	-3.4	-4.4
21. Interesses minoritários (líquidos) . . . . .	224	179	183	-37.5	-19.9	2.1
22. Resultado do exercício (20-21) . . . . .	1008	1011	955	48.2	0.3	-5.6
<i>Por memória:</i>						
Taxa de variação homóloga do activo médio				13.4	7.2	3.5

Notas:

(a) Na rubrica “resultados em empresas associadas e em filiais excluídas da consolidação” é registada a parte dos resultados gerados pelas empresas participadas que não consolidam nos grupos bancários considerados, parte essa atribuível ao grupo em função da percentagem de participação detida nessas empresas. Empresas associadas são aquelas em que existe uma influência significativa na gestão, presumindo-se que tal existe quando a participação corresponda a, pelo menos, 20 por cento dos direitos de voto. Por seu lado, as empresas filiais excluídas da consolidação são aquelas em que, pese embora exista uma influência relevante na gestão, são desenvolvidas actividades incompatíveis com o objectivo das contas consolidadas, nomeadamente as empresas comerciais, industriais, agrícolas e de seguros.

(b) O resultado antes de interesses minoritários permite ter uma medida mais rigorosa dos resultados gerados por todo o activo consolidado, devendo por isso ser utilizado para efeitos de comparação com a rentabilidade em base individual.

Quadro 10  
**DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS**  
 Base consolidada

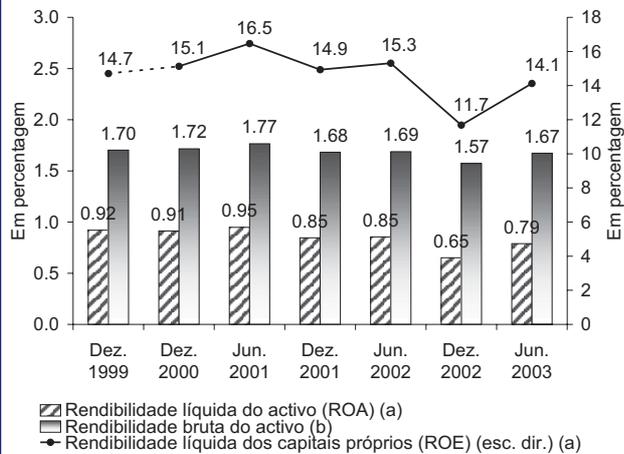
Em percentagem do activo médio

	2000	2001	2002	2002	2003
	Dez.	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.
1. Juros e proveitos equiparados . . . . .	6.17	6.49	5.30	5.35	5.16
2. Juros e custos equiparados . . . . .	3.96	4.25	3.20	3.23	3.12
3. Margem financeira (1-2). . . . .	2.21	2.24	2.10	2.12	2.04
4. Rendimento de títulos . . . . .	0.07	0.08	0.11	0.07	0.09
5. Comissões líquidas . . . . .	0.70	0.63	0.61	0.63	0.66
6. Resultado de operações financeiras . . . . .	0.26	0.16	0.20	0.16	0.18
7. Resultados em empresas assoc. e filiais exc. da consolidação (líq.) <sup>(a)</sup> . . . . .	0.10	0.06	0.07	0.04	0.13
8. Outros proveitos de exploração (líq.) . . . . .	0.17	0.24	0.24	0.25	0.26
9. Outros resultados correntes (4+5+6+7+8). . . . .	1.30	1.17	1.25	1.14	1.31
10. Produto bancário (3+9). . . . .	3.51	3.41	3.35	3.26	3.35
11. Custos com o pessoal . . . . .	1.11	1.03	0.99	1.00	1.01
12. Fornecimentos e serviços de terceiros . . . . .	0.69	0.70	0.67	0.69	0.67
13. Custos administrativos (11+12). . . . .	1.79	1.73	1.66	1.69	1.68
14. Resultado bruto global (10-13) . . . . .	1.72	1.68	1.69	1.57	1.67
15. Resultados extraordinários . . . . .	0.27	0.01	0.09	0.06	0.03
16. Amortizações do exercício. . . . .	0.25	0.24	0.22	0.24	0.23
17. Provisões líquidas. . . . .	0.63	0.45	0.54	0.61	0.54
18. Resultados antes de impostos e de minoritários (14+15-16-17) . . . . .	1.11	1.01	1.02	0.78	0.93
19. Impostos sobre lucros do exercício . . . . .	0.19	0.16	0.17	0.13	0.14
20. Resultados antes de minoritários <sup>(b)</sup> (18-19). . . . .	0.91	0.85	0.85	0.65	0.79
21. Interesses minoritários (líquidos). . . . .	0.21	0.16	0.13	0.12	0.13
22. Resultado do exercício (20-21) . . . . .	0.70	0.69	0.73	0.53	0.66
Activo médio (€ milhões) . . . . .	237 223	264 622	278 558	280 717	288 365

Notas:

- (a) Na rubrica “resultados em empresas associadas e em filiais excluídas da consolidação” é registada a parte dos resultados gerados pelas empresas participadas que não consolidam nos grupos bancários considerados, parte essa atribuível ao grupo em função da percentagem de participação detida nessas empresas. Empresas associadas são aquelas em que existe uma influência significativa na gestão, presumindo-se que tal existe quando a participação corresponda a, pelo menos, 20 por cento dos direitos de voto. Por seu lado, as empresas filiais excluídas da consolidação são aquelas em que, pese embora exista uma influência relevante na gestão, são desenvolvidas actividades incompatíveis com o objectivo das contas consolidadas, nomeadamente as empresas comerciais, industriais, agrícolas e de seguros.
- (b) O resultado antes de interesses minoritários permite ter uma medida mais rigorosa dos resultados gerados por todo o activo consolidado, devendo por isso ser utilizado para efeitos de comparação com a rentabilidade em base individual.

Gráfico 22  
RÁCIOS DE RENDIBILIDADE  
Base consolidada



Notas:

- (a) Para efeitos de cálculo da rentabilidade do activo e dos capitais próprios foram considerados os resultados antes de interesses minoritários;
- (b) A rentabilidade bruta global é definida como o resultado bruto global em percentagem do activo médio.

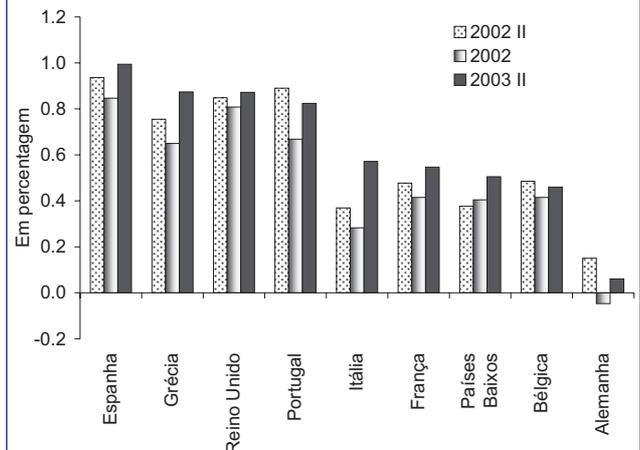
em Dezembro), para 88.1 por cento no final do primeiro semestre de 2003. Esta evolução reflectiu, sobretudo, o acréscimo de 8.9 por cento (em termos homólogos) nos passivos interbancários, só parcialmente compensado pelos aumentos quer dos activos interbancários quer da carteira de títulos de entidades públicas (respectivamente, 1.1 e 4.8 por cento).

Refira-se que, para este subconjunto de instituições, continuou a observar-se, relativamente ao total do sistema bancário, uma maior importância dos recursos de clientes no financiamento do *stock* de crédito, em contrapartida, sobretudo, de um menor recurso, em termos líquidos, ao mercado interbancário. Note-se, no entanto, que a evolução mais recente evidencia uma redução da maturidade residual do saldo vivo das emissões internacionais de obrigações, o que implicará o maior recurso a refinanciamento por parte das instituições, a fim de preservar os actuais níveis de liquidez bancária.

#### 4. RENDIBILIDADE

No primeiro semestre de 2003, a rentabilidade do sistema bancário português, em base consolidada, reduziu-se relativamente ao semestre homólogo

Gráfico 23  
RENDIBILIDADE LÍQUIDA DO ACTIVO (ROA)



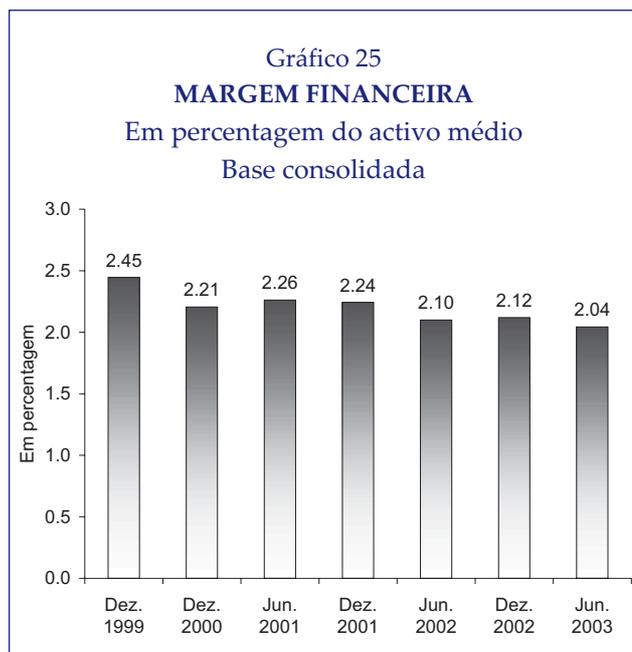
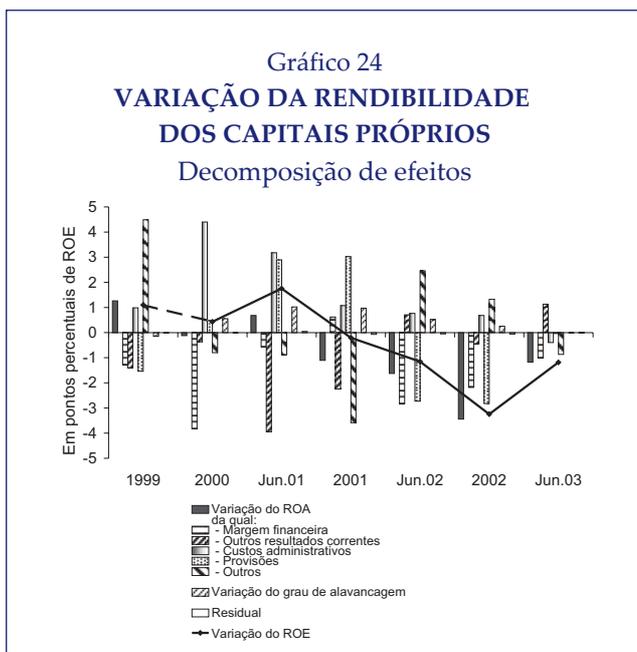
Fonte: *Bankscope* e Banco de Portugal. A amostra inclui oito bancos de Itália, seis bancos do Reino Unido e de Espanha, cinco bancos de Portugal, três bancos da Alemanha e da Grécia e dois bancos dos Países Baixos, da França e da Bélgica.

Nota: Agregados por país constituem médias ponderadas pelo activo total médio dos bancos incluídos na amostra.

do ano anterior. O resultado líquido do exercício diminuiu 5.6 por cento, nos primeiros seis meses do ano, tendo-se verificado uma redução ligeiramente menor (de 4.4 por cento) nos resultados antes de interesses minoritários<sup>(22)</sup> (Quadros 9 e 10). Assim, a rentabilidade líquida dos capitais próprios (ROE), antes de interesses minoritários, reduziu-se de 15.3 por cento, no primeiro semestre de 2002, para 14.1 por cento, na primeira metade de 2003 (Gráfico 22). Este valor representou, contudo, uma melhoria face ao ROE verificado no conjunto do ano anterior (11.7 por cento), o qual foi significativamente influenciado pela evolução desfavorável observada no segundo semestre.

Com efeito, o ano de 2002 foi marcado pela redução significativa dos indicadores de rentabilidade do sistema bancário português, em linha, aliás, com o que sucedeu na generalidade dos países europeus. Para tal contribuíram a evolução da margem financeira e o importante reforço do provisio-

(22) Os resultados antes de interesses minoritários correspondem aos resultados gerados pelas instituições que fazem parte dos grupos consolidados, independentemente de estas serem ou não integralmente detidas pela empresa-mãe do respectivo grupo. Deste modo, esta rubrica permite ter uma medida dos resultados gerados por todo o activo consolidado.



namento específico, verificado num contexto de deterioração de qualidade da carteira de crédito. No segundo semestre de 2002, estes desenvolvimentos foram agravados por perdas expressivas associadas às carteiras de títulos e aos rendimentos de immobilizações financeiras. Em consequência, a rendibilidade líquida do activo (ROA) caiu 20 p.b. em 2002 (para 0.65 por cento), reflectindo, primordialmente a fraca *performance* dos resultados na metade final do ano. Esta queda reflectiu-se no ROE, pese embora o aumento que continuou a verificar-se, em 2002, na intensidade de utilização dos capitais próprios (apesar de em menor grau do que nos anos anteriores).

No primeiro semestre de 2003, a intensidade de utilização dos capitais próprios reduziu-se ligeiramente, prosseguindo a tendência já denotada no segundo semestre de 2002. A par de um menor grau de alavanca financeira, também o ROA se reduziu, em 6 p.b., face ao semestre homólogo de 2002, para 0.79 por cento (comparativamente ao final do segundo semestre, porém, o ROA registou uma subida apreciável, de 14 p.b.). Apesar desta redução, o valor para o sistema bancário português continuou a comparar favoravelmente com

os restantes sistemas bancários da área do euro<sup>(23)</sup> (Gráfico 23).

A redução observada no ROA face ao primeiro semestre do ano anterior reflectiu contributos negativos da margem financeira (-6 p.b.), dos custos administrativos<sup>(24)</sup> (-2 p.b.) e das rubricas residuais<sup>(25)</sup> (-4 p.b.). No sentido da melhoria, contribuíram os outros resultados correntes (em 6 p.b.), com particular destaque para as comissões líquidas e para os resultados em empresas associadas e filiais excluídas da consolidação (Gráfico 24).

Reflectindo um crescimento (de 0.7 por cento) muito inferior ao do activo médio (3.5 por cento), o peso da margem financeira reduziu-se, de 2.10 por cento do activo, no primeiro semestre de 2002, para 2.04 por cento nos primeiros seis meses de 2003<sup>(26)</sup> (Gráfico 25). A par do abrandamento do crédito a clientes (que constitui o activo que pro-

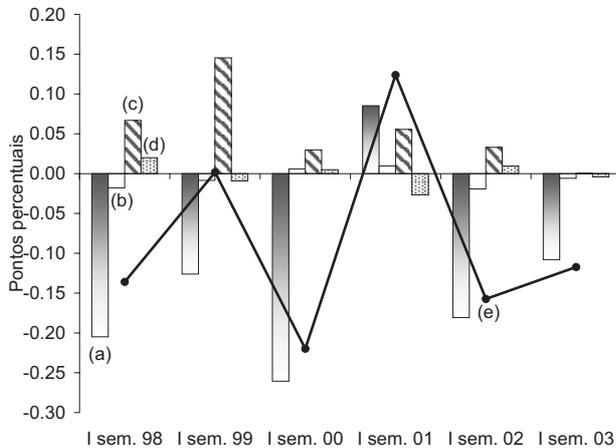
(23) Ver, a este propósito, o artigo "O sistema bancário português: evolução e comparação internacional", Boletim Económico do Banco de Portugal, Março de 2003.

(24) Custos com pessoal e Fornecimentos e Serviços de Terceiros.

(25) Resultados extraordinários, Amortizações do exercício e Impostos sobre lucros.

(26) Em Janeiro de 2003 houve uma alteração significativa no reporte da informação relativa a taxas de juro praticadas pelas instituições financeiras monetárias em operações de depósitos e de empréstimos de/a sociedades não financeiras e particulares, em resultado da entrada em vigor do Regulamento (CE) nº 63/2002 do Banco Central Europeu, de 20 de Dezembro de 2001. Em consequência, a anterior série de taxas de juros de novas operações com estes sectores foi descontinuada, no início do ano. O Banco de Portugal tem procedido à análise da informação recebida através do novo reporte com vista a divulgar, em futuro próximo, as novas séries, com os ajustamentos necessários para garantir a respectiva coerência, em termos económicos. Em virtude deste interregno de informação, a análise e os gráficos habitualmente apresentados sobre diferenciais de taxas de juro não se incluem neste artigo.

Gráfico 26  
**DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO  
 DA MARGEM FINANCEIRA**  
 Em percentagem do activo total médio  
 Base individual

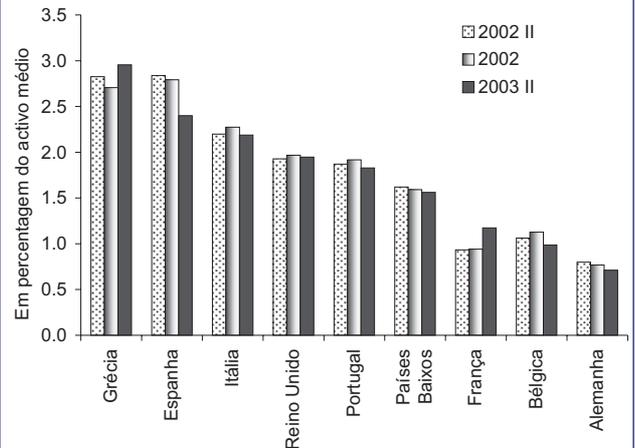


- (a) Efeito da variação do diferencial entre as taxas médias das operações activas e passivas.  
 (b) Efeito da alteração do nível da taxa de juro.  
 (c) Efeito da alteração da estrutura do balanço.  
 (d) Efeito com origem em operações extra-patrimoniais.  
 (e) Variação total da margem financeira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

porciona maior rentabilidade bruta ao sistema bancário), a forte desaceleração que vem sendo registada pelos recursos de clientes, reforçada no semestre, e o peso crescente dos fundos obtidos através da emissão de dívida, a custo significativamente mais elevado do que os outros passivos, têm constituído factores importantes para a redução do contributo da margem financeira para a rentabilidade do activo (Gráfico 26 e Quadro 11). De realçar, contudo, que o aumento da proporção do financiamento via emissão de títulos de dívida, no total do financiamento de mercado dos bancos, constitui um desenvolvimento positivo, na medida em que tem subjacente uma maior diversificação de fontes de recursos e, sobretudo, tem reflexo num aumento das maturidades (e logo da estabilidade) dos passivos. Com esta alteração de estrutura, a situação de liquidez do sistema é favorecida em relação a uma situação alternativa de maior recurso a financiamento interbancário, menos oneroso mas claramente mais volátil e sensível a desenvolvimentos adversos nos mercados.

Note-se que se verificou uma redução da margem financeira na maioria dos sistemas bancários

Gráfico 27  
**MARGEM FINANCEIRA**



Fonte: *Bankscope* e Banco de Portugal. A amostra inclui oito bancos de Itália, seis bancos do Reino Unido e de Espanha, cinco bancos de Portugal, três bancos da Alemanha e da Grécia e dois bancos dos Países Baixos, da França e da Bélgica.

Nota: Agregados por país constituem médias ponderadas pelo activo total médio dos bancos incluídos na amostra.

dos restantes países da área do euro, comparativamente quer ao semestre homólogo quer ao conjunto de 2002. Exceptuam-se os casos da França e da Grécia. Assim, a posição relativa do sistema bancário português, em termos de margem financeira, ter-se-á mantido favorável, na primeira metade de 2003 (Gráfico 27).

Os custos administrativos contribuíram, também, negativamente para a variação do ROA, registando um aumento de 4.9 por cento, no semestre. No entanto, esta evolução deveu-se, sobretudo, ao alargamento do perímetro de consolidação do sistema<sup>(27)</sup>. Nestes, é de realçar, o crescimento, de 5.7 por cento, verificado nos custos com o pessoal<sup>(28)</sup>, apesar da redução verificada no emprego (de 1.0 por cento). Em consequência, o peso desta rubrica, em termos de activo médio, elevou-se de 1.66 por cento, no primeiro semestre de 2002 (1.69 por cento, no conjunto do ano) para 1.68 por cento,

(27) Excluindo este efeito, a taxa de crescimento dos custos administrativos teria sido ligeiramente inferior a 1 por cento.

(28) Apesar do total ser influenciado pelo alargamento do perímetro de consolidação do sistema, o aumento dos custos com pessoal por trabalhador (calculado após o ajustamento da alteração do perímetro) terá sido cerca de 3.5 por cento, em termos homólogos.

Quadro 11

TAXAS DE REMUNERAÇÃO MÉDIA IMPLÍCITA<sup>(a)</sup> DAS PRINCIPAIS RUBRICAS DO BALANÇO

Em percentagem

	1999	2000	2001	2002	2003
	1º Sem.				
Activos interbancários <sup>(b)</sup> .....	3.45	3.60	4.46	3.00	2.46
Activos não interbancários .....	5.74	5.42	6.25	5.08	4.63
Crédito (bruto) .....	6.23	5.71	6.64	5.36	4.82
Títulos (bruto) .....	4.68	4.96	5.43	4.31	4.07
Outros activos .....	1.15	0.84	1.02	1.35	1.52
Activos remunerados .....	4.96	4.85	5.78	4.56	4.11
Passivos interbancários .....	3.70	3.91	4.77	3.19	2.63
Passivos não interbancários .....	2.49	2.59	3.36	2.58	2.33
Depósitos .....	2.34	2.28	3.03	2.27	1.97
Depósitos à ordem .....	0.90	1.00	1.27	0.92	0.74
Depósitos a prazo .....	3.11	3.02	4.01	3.05	2.68
Outros .....	1.87	1.40	1.57	1.26	2.37
Títulos .....	3.30	4.18	4.51	3.41	3.12
Títulos participação e empréstimos subordinados .....	4.56	5.23	5.75	4.70	4.34
Outros recursos .....	1.74	1.79	1.99	2.04	2.37
Passivos remunerados .....	2.95	3.08	3.86	2.79	2.44
Diferenciais (pontos percentuais):					
Activos remunerados-passivos remunerados .....	2.01	1.77	1.92	1.77	1.67
Activos não interbancários-passivos não interbancários .....	3.25	2.84	2.89	2.50	2.30
Crédito-depósitos .....	3.89	3.44	3.61	3.09	2.85
Activos interbancários - passivos interbancários .....	-0.24	-0.31	-0.31	-0.19	-0.17

Notas:

- (a) Taxas de remuneração média implícita calculadas como o rácio entre o fluxo de juros anual e o *stock* médio anual 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.

na primeira metade de 2003. Também o rácio entre custos administrativos e o produto bancário aumentou face ao semestre homólogo, para 50.1 por cento (49.6 e 51.8 por cento, respectivamente em Junho e Dezembro de 2002), reflectindo a variação dos custos com pessoal (Gráfico 28)<sup>(29)</sup>. Note-se, no entanto, que o rácio dos custos administrativos no produto bancário, dos principais grupos bancários portugueses, continua a comparar favoravelmente com o dos restantes países europeus, mantendo um nível próximo do dos sistemas bancários do Reino Unido e da Espanha (Gráfico 29).

No sentido da variação negativa do ROA, concorreram ainda, as variações dos resultados extra-

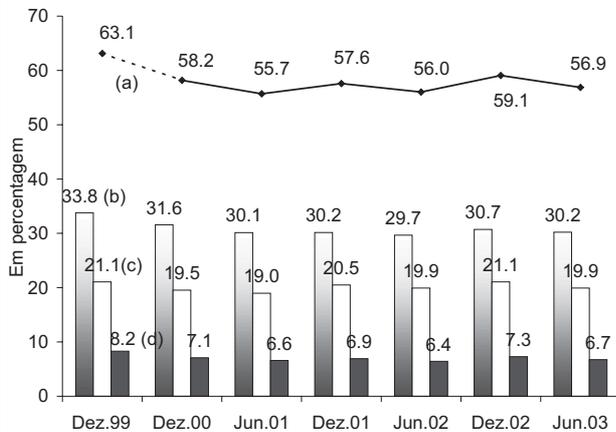
ordinários (cujo peso no activo médio se reduziu de 0.09 por cento, em Junho de 2002, para 0.03 por cento, no final do primeiro semestre de 2003) e das amortizações do exercício, que cresceram 8.6 por cento, em termos homólogos, elevando ligeiramente o respectivo peso no activo médio, para 0.23 por cento (0.22 por cento, no primeiro semestre de 2002).

Por seu lado, a variação homóloga das provisões líquidas constituídas no semestre (3.9 por cento), foi significativamente mais moderada do que um ano antes (51.6 por cento), tendo o peso

(29) Excluindo o efeito da alteração do perímetro de consolidação do sistema, este indicador teria mantido, no primeiro semestre de 2003, a trajectória descendente que vem observando, situando-se em 49.3 por cento.

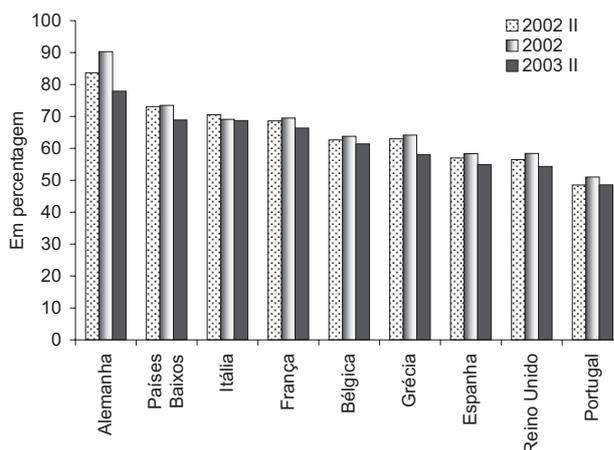
(30) O aumento, quer das provisões quer das amortizações (referido anteriormente), foi, naturalmente, influenciado pelo alargamento do perímetro de consolidação do sistema. As taxas de variação homóloga destas duas rubricas, caso não ocorresse esta alteração de instituições que consolidam no sistema, seriam cerca de 2.4 e 4.1 por cento, respectivamente, para as provisões e para as amortizações.

Gráfico 28  
RÁCIO ENTRE OS CUSTOS OPERACIONAIS  
(CUSTOS ADMINISTRATIVOS E  
AMORTIZAÇÕES) E O PRODUTO BANCÁRIO  
Base consolidada



- (a) Custos administrativos em percentagem do produto bancário.  
 (b) Custos com pessoal em percentagem do produto bancário.  
 (c) Fornecimentos e serviços externos em percentagem do produto bancário.  
 (d) Amortizações.

Gráfico 29  
RÁCIO ENTRE CUSTOS ADMINISTRATIVOS  
E PRODUTO BANCÁRIO



Fonte: *Bankscope* e Banco de Portugal. A amostra inclui oito bancos de Itália, seis bancos do Reino Unido e de Espanha, cinco bancos de Portugal, três bancos da Alemanha e da Grécia e dois bancos dos Países Baixos, da França e da Bélgica.

Nota: Agregados por país constituem médias ponderadas pelo activo total médio dos bancos incluídos na amostra.

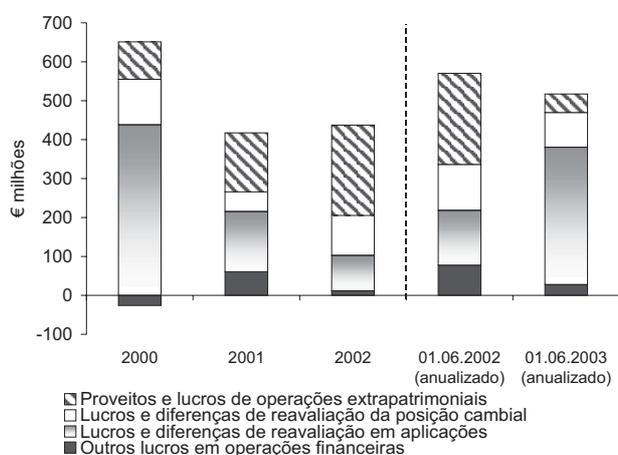
destas no activo médio retomado o valor do primeiro semestre de 2002 (0.54 por cento), após ter registado 0.61 por cento no conjunto do ano de 2002<sup>(30)</sup>.

Os aumentos significativos registados pelas comissões líquidas (de 11.5 por cento) e pelos resultados em empresas participadas não incluídas na consolidação (de 77 por cento, face ao período homólogo do ano anterior) contribuíram positivamente para a variação do ROA, compensando os contributos de sinal contrário quer dos rendimentos de títulos quer dos resultados em operações financeiras, que verificaram decréscimos importantes, no primeiro semestre de 2003 (respectivamente, -16.9 e -9.3 por cento). É de assinalar que as comissões relativas a operações com títulos, que haviam contribuído negativamente para a variação dos resultados no ano anterior, tiveram um impacto neutro nos resultados líquidos do primeiro semestre de 2003. Por seu lado, a variação dos resultados em empresas participadas concentrou-se, em larga medida, num dos grupos bancários domésticos que integram o sistema. A evolução registada nos resultados em operações financeiras reflectiu um efeito de base nos resultados associados à posição cambial (que contribuíram para o nível elevado registado no primeiro semestre de 2002), atenuado pelos desenvolvimentos favoráveis observados no mercado de acções na primeira metade de 2003 (Gráfico 30).

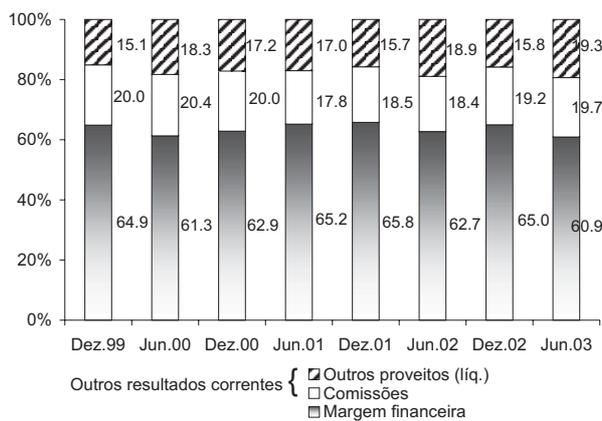
A evolução positiva dos outros resultados correntes permitiu que, apesar da redução observada na margem financeira, o produto bancário aumentasse 3.7 por cento em Junho de 2003, em termos homólogos, acelerando face aos crescimentos registados em Dezembro (1.4 por cento) e em Junho de 2002 (3.4 por cento) (Gráfico 31)<sup>(31)</sup>. O peso do produto bancário, em termos do activo médio, retomou, assim o valor de final do primeiro semestre de 2002 (3.35 por cento), aumentando face ao final do ano (3.26 por cento). Em resultado do maior peso dos custos administrativos (em termos de activo médio e face ao semestre homólogo), o resultado bruto do sistema bancário português reduziu-se, de 1.69 por cento do activo médio, em Junho de 2002 (1.57 por cento, em Dezembro),

(31) Mantendo o perímetro de consolidação do sistema sem alteração relativamente a 2002, a taxa de variação homóloga do produto bancário, em Junho de 2003, seria de 1.2 por cento.

**Gráfico 30**  
**RESULTADOS DE OPERAÇÕES**  
**FINANCEIRAS – DECOMPOSIÇÃO**  
Base consolidada



**Gráfico 31**  
**COMPOSIÇÃO DO PRODUTO BANCÁRIO**  
Base consolidada

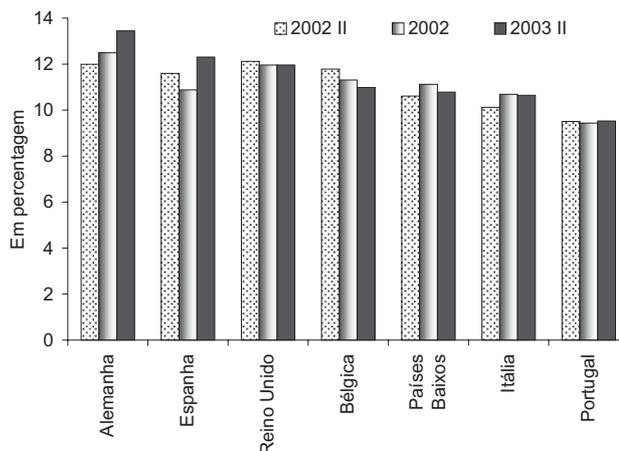


para 1.67 por cento, no final do primeiro semestre de 2003.

## 5. SOLVABILIDADE

Em 2002, a diminuição do ritmo de crescimento dos requisitos de fundos próprios para cobertura de riscos de crédito e de mercado (em larga medida propiciada pela desaceleração do crédito), em conjunto com o aumento realizado nos fundos próprios (sobretudo, fundos próprios complementares, associados à emissão de dívida subordinada) permitiu que o rácio de adequação global dos fundos próprios do sistema bancário aumentasse

**Gráfico 32**  
**RÁCIOS DE SOLVABILIDADE**



Fonte: *Bankscope* e Banco de Portugal. A amostra inclui oito bancos de Itália, seis bancos do Reino Unido e de Espanha, cinco bancos de Portugal, três bancos da Alemanha e da Grécia e dois bancos dos Países Baixos, da França e da Bélgica.

Nota: Agregados por país constituem médias ponderadas pelo activo total médio dos bancos incluídos na amostra.

para 9.8 por cento, no final do primeiro semestre. O rácio de adequação manteve-se naquele nível, até ao final do ano, sem alterações significativas na sua composição (Quadro 12). No final de Junho de 2003, o rácio de adequação de fundos próprios permanecia em 9.8 por cento.

A posição relativa do sistema bancário português, em termos internacionais, manteve-se sem alteração significativa, na primeira metade do ano: os bancos portugueses situam-se entre os que registam menores rácios de adequação de fundos próprios, na área do euro, pese embora os aumentos de capital que se têm verificado nalguns grupos bancários, contribuindo para a melhoria da sua situação de solvabilidade (Gráfico 32).

No final do primeiro semestre de 2003, os fundos próprios totais aumentaram 5.2 por cento, em termos homólogos, em resultado, sobretudo, dos contributos positivos dos fundos próprios de base (2.5 p.p.) e dos fundos próprios complementares (3.7 por cento). Ao contrário, as deduções (que aumentaram 6.5 por cento) contribuíram (em -1.0 p.p.) no sentido da redução do rácio de adequação de fundos próprios.

Os fundos próprios de base cresceram 3.3 por cento, em Junho de 2003 (em termos homólogos),

Quadro 12  
**ADEQUAÇÃO DE FUNDOS PRÓPRIOS**  
 Base consolidada

Milhões de euros

							Variação homóloga (em percentagem)							
	1999	2000	2001	2002		2003	2000		2001		2002		2003	
	Dez.	Dez.	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.	Dez.	Dez.	Jun.	Dez.	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.
<b>1. Fundos próprios</b>														
1.1. Fundos próprios de base .....	11 025.9	12 991.0	13 237.7	13 446.4	13 351.2	13 889.1	17.8	1.9	0.2	0.9	3.3			
1.2. Fundos próprios complementares .....	4 268.9	5 026.3	7 030.1	7 278.9	7 808.6	7 952.7	17.7	39.9	11.0	11.1	9.3			
1.3. Deduções .....	512.7	2 272.6	2 998.8	2 685.8	2 829.1	2 860.6	343.3	32.0	-6.7	-5.7	6.5			
1.4. Fundos próprios suplementares .....	27.3	0.4	1.2	0.7	0.0	0.1	-98.6	225.0	-56.2	-100.0	-90.2			
<b>Total dos fundos próprios .....</b>	<b>14 809.5</b>	<b>15 745.1</b>	<b>17 270.1</b>	<b>18 040.2</b>	<b>18 330.7</b>	<b>18 981.2</b>	<b>6.3</b>	<b>9.7</b>	<b>5.5</b>	<b>6.1</b>	<b>5.2</b>			
<b>2. Requisitos de fundos próprios</b>														
2.1. Rácio de solvabilidade .....	10 651.8	13 184.5	14 094.3	14 373.4	14 687.0	15 126.7	23.8	6.9	4.6	4.2	5.2			
2.2. Riscos de posição .....	180.6	284.2	289.1	254.1	219.6	261.5	57.3	1.7	-18.0	-24.0	2.9			
2.3. Riscos de liquidação e contraparte .....	47.8	30.7	40.8	30.0	41.3	51.3	-35.7	32.9	-27.1	1.0	70.8			
2.4. Riscos cambiais .....	79.2	134.9	87.3	67.0	87.2	71.4	70.4	-35.3	-11.3	-0.1	6.6			
2.5. Outros requisitos .....	0.0	20.7	1.5	0.1	0.1	0.0	-	-92.8	-93.6	-92.7	-60.7			
<b>Total dos requisitos de fundos próprios .....</b>	<b>10 959.4</b>	<b>13 655.1</b>	<b>14 513.1</b>	<b>14 724.6</b>	<b>15 035.1</b>	<b>15 510.9</b>	<b>24.6</b>	<b>6.3</b>	<b>3.9</b>	<b>3.6</b>	<b>5.3</b>			
							<u>Variação face ao período homólogo (pontos percentuais)</u>							
<b>3. Rácios</b>														
3.1. Fundos próprios/Requisitos totais .....	135.1	115.3	119.0	122.5	121.9	122.4	-19.8	3.7	1.8	2.9	-0.1			
3.2. Fundos próprios/(Requisitos totais x 12.5) .....	10.8	9.2	9.5	9.8	9.8	9.8	-1.6	0.3	0.1	0.2	0.0			
3.3. Fundos próprios de base/(Requisitos totais x 12.5) ...	8.0	7.6	7.3	7.3	7.1	7.2	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2	-0.1			

acelerando comparativamente a Dezembro (0.9 por cento); desde o início do ano, o aumento dos fundos próprios de base cifrou-se em 4.0 por cento. Para esta evolução contribuiu a realização de um aumento de capital social por um dos cinco maiores grupos bancários. Note-se que, em 2002, a evolução dos fundos próprios totais foi condicionada pela entrada em vigor do novo regime de provisionamento de menos-valias latentes em participações financeiras (estabelecido pelo Aviso do Banco de Portugal nº 4/2002<sup>(32)</sup>), sobretudo, na segunda metade do ano.

O aumento dos fundos próprios de base foi compensado pelo acréscimo registado nos requisitos de fundos próprios (5.3 por cento) e pelo já referido aumento das deduções. Em particular, os requisitos associados ao rácio de solvabilidade registaram um aumento de 5.2 por cento, em Junho de 2003, superior aos registados, quer no semestre homólogo, quer em Dezembro de 2002 (respectivamente, 4.6 e 4.2 por cento). Este desenvolvimento deveu-se, fundamentalmente, ao alargamento do perímetro de consolidação do sistema bancário. Excluindo este efeito, os requisitos associados ao rácio de solvabilidade mantêm uma tendência de desaceleração reflectindo o abrandamento do crédito concedido. É de referir que se vem verificando uma tendência descendente no risco médio ponderado do crédito, que é mantida em Junho de 2003, reflectindo a diminuição do peso relativo do crédito de maior risco no total de crédito concedido (essencialmente, crédito a sociedades não financeiras sem garantia, e crédito a particulares para consumo e fins diversos da aquisição de habitação).

(32) No regime anterior, as participações consideradas estratégicas pelos bancos só estavam sujeitas à constituição de provisões, se as empresas participadas apresentassem situação financeira difícil ou sinais de persistente deterioração da mesma. O novo regime impõe que, além da constituição de provisões, sejam deduzidas aos fundos próprios parte das menos-valias em participações financeiras, quando estas excedam determinados níveis.

(33) Ver "A economia portuguesa em 2003" neste Boletim.

## 6. CONCLUSÃO

De acordo com as estimativas mais recentes do Banco de Portugal<sup>(33)</sup>, o processo de ajustamento endógeno do sector privado intensificou-se em 2003, o que se traduziu numa redução mais acentuada da procura interna privada relativamente ao previsto. De facto, pela primeira vez desde 1997, o sector privado no seu conjunto (empresas e famílias) não apresenta necessidades de financiamento, denotando inclusivamente capacidade de financiamento se não forem considerados na contabilização das necessidades de financiamento das administrações públicas os efeitos de duas operações especiais. Este processo de ajustamento que se iniciou em 1999/2000 no caso das famílias e, mais recentemente, no caso das empresas, traduziu-se num aumento da poupança e, em especial, numa queda acentuada do investimento. A este processo de ajustamento, está também associado o reequilíbrio do crescimento entre sector transaccionável e não transaccionável, sendo de destacar, na sequência do observado no ano anterior, a forte queda estimada para o sector da construção em 2003, bem como algum ganho de quotas de mercado das exportações que contrasta com as perdas acumuladas no período de 1997 a 2000.

Tendo em conta o papel fundamental desempenhado pelo sistema bancário no financiamento da economia portuguesa, o referido processo de ajustamento de sector privado, se bem que inevitável, não deixou de ter repercussões negativas sobre o sistema bancário, traduzidas designadamente em queda da rentabilidade e aumento do crédito com incumprimento. No entanto, reflectindo um enquadramento caracterizado por taxas de juro historicamente muito baixas, condições de partida dos próprios bancos relativamente favoráveis, bem como a sua capacidade de ajustamento à nova situação cíclica, os efeitos têm sido moderados e não comparam desfavoravelmente a nível internacional. Por seu lado, os bancos, com destaque para os domésticos, têm vindo progressivamente a reduzir a sua vulnerabilidade ao mercado interbancário internacional. Com efeito, tem-se assistido a uma redução em termos líquidos do seu financiamento neste mercado. Depois da interrupção observada na segunda metade do ano anterior, os bancos retomaram na primeira metade de 2003 a emissão de títulos de médio e longo prazos nos mercados fi-

nanceiros internacionais, tirando, assim, partido das condições mais favoráveis de financiamento nestes mercados.

Em suma, o sistema bancário português tem revelado capacidade de absorção de choques negativos quer no que se refere à situação cíclica da economia quer relativamente aos mercados financeiros internacionais. Dever-se-á, contudo, ter em atenção que a recuperação da economia portuguesa será lenta e, eventualmente, mais fraca do que a da economia da área do euro. Assim, tendo em conta o efeito desfasado da situação económica sobre a situação do sector bancário, continua a revelar-se como fundamental a manutenção de uma análise de risco rigorosa de forma a mitigar a vulnerabilidade do sistema bancário à situação cíclica da economia.



## PRINCIPAIS DESENVOLVIMENTOS NO MERCADO DE CÂMBIOS E DE PRODUTOS DERIVADOS PORTUGUÊS EM 2003

### 1. INTRODUÇÃO

O Banco de Portugal continuou, em 2003, a realizar o Inquérito Anual à Actividade nos Mercados de Câmbios e de Produtos Derivados, recolhendo informação relativa às transacções realizadas ao longo do mês de Abril e às posições em produtos derivados detidas pelos bancos no último dia útil do mês de Março.

Seguindo, no essencial, o modelo dos anos anteriores<sup>(1)</sup> o inquérito continuou a cobrir as transacções cambiais *spot* e de derivados sobre taxas de câmbio e taxas de juro e, relativamente às posições, para além dos montantes em carteira de derivados cambiais e sobre taxas de juro, também os de derivados sobre acções, sobre mercadorias e de crédito. À semelhança dos inquéritos anteriores, as entidades participantes são a totalidade das instituições bancárias residentes em Portugal.

Da análise global dos dados salienta-se o crescimento verificado, face a 2002, quer pelas transacções, quer pelas posições em aberto. No entanto, importa salientar que estes desenvolvimentos foram fortemente condicionados pela evolução do dólar norte-americano entre Abril de 2002 e Abril de 2003. De facto, uma vez que os resultados do inquérito são expressos em dólares (quando as moedas de referência das operações são em muitos casos outras divisas), a depreciação generalizada registada por esta moeda no período referido ampliou significativamente o movimento de expansão dos totais agregados, quer das transacções, quer das posições.

O presente texto procura identificar algumas alterações na estrutura das transacções e das posições reportadas pelas instituições financeiras acti-

vas no mercado português, tendo também como referência as tendências que se têm vindo a registar a nível internacional<sup>(2)</sup>. Esta análise é feita para as operações realizadas, quer no mercado de balcão (*OTC*) (ponto 2), quer no mercado de bolsa (ponto 3). Num último ponto procura-se identificar a evolução do grau de concentração das operações realizadas no mercado de derivados portugueses.

Resumidamente, é possível identificar alguns desenvolvimentos mais significativos registados entre 2002 e 2003:

- a expansão do *turnover* no mercado de balcão, pela primeira vez desde a introdução do euro, com um significativo incremento das transacções, quer dos derivados sobre taxas de juro, quer no mercado cambial tradicional;
- a expansão dos montantes das posições em aberto, sobretudo de derivados sobre taxas de juro;
- o aumento da actividade nos derivados sobre acções e índices de acções (mantendo, no entanto, um peso residual);
- a continuação da clara predominância dos *interest rate swaps* nos derivados sobre taxas de juro, quer em termos do *turnover*, quer dos montantes em carteira;
- a manutenção das empresas financeiras não residentes como principal contraparte, quer no que respeita às transacções, quer às posições (apesar de alguma queda do peso destas contrapartes no segmento de taxas de juro);

(1) Metodologicamente, este inquérito segue de perto o inquérito trienal coordenado pelo BIS.

(2) Ver resultados dos inquéritos trienais do BIS à actividade no mercado de balcão de derivados.

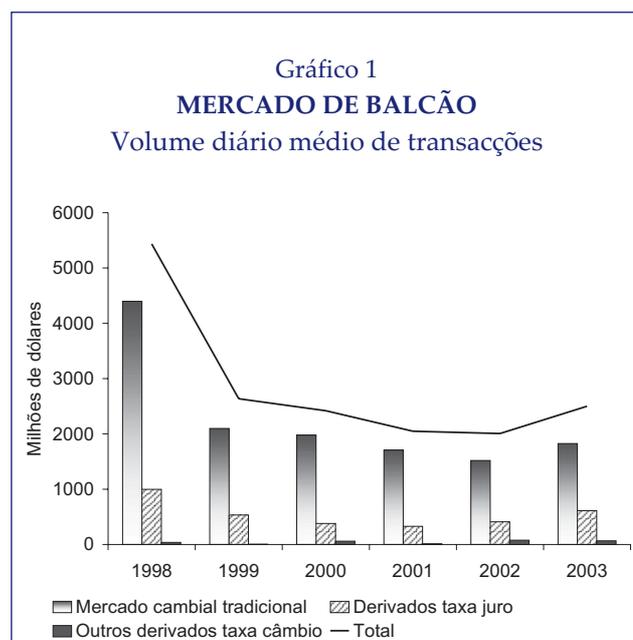
- a continuação da clara predominância do euro, com reforço do seu peso relativo, em particular no segmento dos derivados sobre taxas de juro, constituindo excepção o mercado cambial tradicional, onde o dólar e o euro passaram a apresentar uma quota idêntica;
- a correcção do forte crescimento que a actividade no mercado de bolsa tinha registado em 2002;
- a manutenção de um elevado grau de concentração nos mercados *OTC* e de bolsa, verificando-se mesmo um aumento da concentração nas operações *spot* e nos derivados cambiais.

## 2. MERCADO OTC

### 2.1. Volumes transaccionados<sup>(3)</sup>

De acordo com os resultados do inquérito anual do Banco de Portugal às transacções nos mercados cambial e de derivados sobre taxas de câmbio e taxas de juro, a actividade no mercado de balcão terá registado o primeiro incremento desde a introdução do euro. O volume diário médio de transacções aumentou 25%<sup>(4)</sup> entre Abril de 2002 e Abril de 2003 (Gráfico 1), embora o crescimento expurgado do impacto das flutuações cambiais devidas à depreciação do dólar tenha sido mais atenuado (cerca de 12%).

O aumento do *turnover* registou-se em todos os instrumentos tradicionais do mercado cambial<sup>(5)</sup> e, em particular, nos produtos derivados sobre taxas



de juro. Contrastando com este comportamento, o *turnover* dos derivados cambiais não tradicionais<sup>(6)</sup> verificou uma contracção. Em resultado, a estrutura por instrumentos no mercado de balcão registou um acréscimo de importância por parte dos derivados sobre taxas de juro, por contrapartida da diminuição dos pesos do mercado cambial tradicional e dos derivados cambiais não tradicionais (Quadro 1). Apesar dos resultados dos dois últimos inquéritos apontarem para um reforço da tendência de expansão da actividade em derivados sobre taxas de juro, o mercado cambial tradicional continuou a ser de longe o segmento mais importante (73%).

Quadro 1

### MERCADO DE BALCÃO

#### Volume diário médio de transacções

Em milhões de dólares e percentagens do total

	Total	Mercado cambial tradicional	%	Outros derivados cambiais	%	Derivados sobre taxas de juro	%
1998 .....	5 434	4 398	81	38	1	998	18
1999 .....	2 635	2 099	80	3	0	533	20
2000 .....	2 418	1 978	82	59	2	381	16
2001 .....	2 049	1 709	83	12	1	328	16
2002 .....	2 007	1 518	76	78	4	411	20
2003 .....	2 501	1 825	73	65	3	611	24
Variação (%):							
2001/2002 .....	-2.0	-11.2		550.0		25.3	
2002/2003 .....	24.6	20.2		-16.7		48.7	

Os derivados cambiais não tradicionais continuaram, entretanto, a ser transaccionados apenas por um número muito restrito de instituições, mantendo um peso inexpressivo no *turnover* do mercado de balcão. O negócio neste segmento continuou a restringir-se quase totalmente às opções cambiais, contratadas na maior parte com empresas financeiras não residentes.

### Mercado cambial tradicional

O volume diário médio transaccionado no mercado cambial tradicional situou-se em 1825 milhões de dólares, em Abril de 2003, o que representou um aumento de 20% face ao valor apurado no inquérito de 2002 (cerca de 11%, expurgadas as flutuações cambiais). Este acréscimo reflectiu aumentos de *turnover* em todos os instrumentos, os quais foram mais acentuados nos *forwards* (*outright forwards* e *foreign exchange swaps*) (Quadro 2).

As operações *spot* consolidaram a tendência de recuperação que iniciaram em 2002, mantendo um crescimento do *turnover* em torno de 11%, enquanto os *forwards* inverteram a tendência de queda dos últimos anos com um crescimento de 38% do *turnover*.

Fruto do crescimento mais forte dos *forwards*, o seu peso no total transaccionado no mercado cambial tradicional aumentou para 38%, enquanto as operações *spot* reduziram a sua quota para 62% (Gráfico 2). Contrariamente ao que vinha sucedendo no mercado português, desde a criação do euro, esta evolução seguiu a tendência que se tem vindo a detectar desde 1992 nos mercados internacionais, de aumento da importância do *turnover* dos *forwards*.

Refira-se que a estrutura por instrumentos no mercado português ainda está muito distante do padrão que tem caracterizado, desde 1995, os mer-

Quadro 2

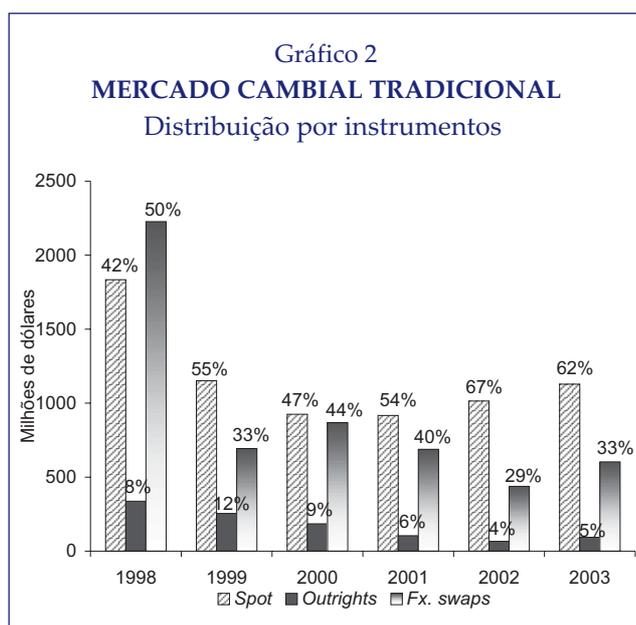
**MERCADO CAMBIAL TRADICIONAL**  
Volume diário médio de transacções

Milhões de dólares

	Total	Spot	Outright forwards	Ex. swaps
1998 .....	4 398	1 834	337	2 227
1999 .....	2 099	1 151	255	693
2000 .....	1 978	925	185	868
2001 .....	1 709	917	104	688
2002 .....	1 518	1 014	66	438
2003 .....	1 825	1 128	94	603
Variação (%):				
2001/2002....	-11.2	10.6	-36.5	-36.3
2002/2003....	20.2	11.2	42.4	37.7

cados internacionais, em que os *forwards* detêm mais de 50% da actividade total dos instrumentos tradicionais do mercado cambial. No entanto, em consonância com o padrão detectado a nível internacional, a estrutura dos *forwards* tem-se mantido estável, com os *forex swaps* a continuarem a ser o instrumento preponderante, detendo uma quota de 87% ao longo do último triénio.

Quanto à estrutura dos volumes transaccionados por *tipo de contrapartes*, os resultados do inquérito de 2003 sugerem que terão sido corrigidos os movimentos “anormais” registados em 2002, de queda expressiva do *turnover* com empresas financeiras, por um lado, e de forte incremento do *tur-*



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

(4) Sempre que não se efectuem referências em contrário, os montantes e as percentagens referem-se a Abril de 2003 e as comparações inter-temporais ao período entre Abril de 2002 e Abril de 2003, calculados com base em valores expressos em dólares.

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

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

Quadro 3

**MERCADO CAMBIAL TRADICIONAL**  
Distribuição por tipo de contrapartes

Em percentagem do total

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<b>Empresas financeiras</b> .....	80	82	80	77	70	86
Residentes.....	11	10	8	5	5	5
Não residentes.....	69	72	72	72	65	81
dos quais zona euro....				21	21	31
<b>Clientes não financeiros</b> ..	20	18	20	23	30	14
Residentes.....	17	14	19	16	21	12
Não residentes.....	3	4	1	7	9	2
dos quais zona euro....				3	4	1
	100	100	100	100	100	100
<b>Total residentes</b> .....	28	24	27	21	26	17
<b>Total não residentes</b> .....	72	76	73	79	74	83
dos quais zona euro....				24	25	32

*turnover* realizado com clientes não financeiros, por outro. Recorde-se que estes movimentos tinham determinado uma perda significativa da importância das contrapartes financeiras a favor das não financeiras. A reversão destes movimentos traduziu-se no aumento do peso das empresas financeiras no total do mercado cambial tradicional, para 86% (Quadro 3) e na redução da quota dos clientes não financeiros, para 14%. Esta estrutura é muito semelhante à detectada a nível internacional pelo último inquérito trienal do *BIS*.

O incremento de quota das contrapartes financeiras registou-se quer com empresas pertencentes à área do euro (de 26% para 36%), quer com empresas fora da área do euro (de 44% para 50%). A redução da importância dos clientes não financeiros foi por sua vez mais acentuada entre os clientes residentes, embora estes continuem a ser a principal contraparte no negócio com entidades não financeiras.

O peso das transacções realizadas no mercado interbancário doméstico<sup>(7)</sup> manteve-se inalterado em 5% nos últimos 3 anos, o que confirma a perspectiva de que o impacto da criação do euro con-

(7) O peso do interbancário doméstico é equivalente ao peso das empresas financeiras residentes, uma vez que as operações realizadas com outras empresas financeiras residentes, que não bancos, são virtualmente inexistentes.

Quadro 4

**MERCADO CAMBIAL TRADICIONAL**  
Distribuição por moedas

Em percentagem do total (a)

	1999	2000	2001	2002	2003
EUR.....	79	86	86	84	78
USD.....	83	79	74	75	79
JPY.....	9	11	13	14	16
GBP.....	20	13	13	10	12
CHF.....	3	3	7	7	9
DKK.....		2	4	2	1
SEK.....		1	1	2	1
NOK.....		1	1	3	1
Outras Europa.....		2	0	1	0
Outras moedas....	6	2	1	2	3

Nota:

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

juntamente com o processo de fusões bancárias terão induzido a perda, para cerca de metade, da importância do *turnover* do interbancário doméstico, no total do mercado cambial tradicional.

Neste contexto, o volume de transacções no mercado cambial tradicional português registou, no global, uma maior abertura em relação ao exterior, tendo a quota de negócio realizada com não residentes aumentado de 74%, em 2002, para 83%, em 2003.

Na estrutura da *distribuição por moedas*, a alteração mais relevante foi a perda da predominância do euro, que passou a deter um peso idêntico ao do dólar (Quadro 4). O crescimento mais acentuado do negócio envolvendo o dólar, por comparação com o volume de transacções em que participou o euro, determinou esta alteração. O peso do euro desceu para 78% e o do dólar aumentou para 79%. Nas terceira e quarta posições mantiveram-se o iene e a libra esterlina, que aumentaram os seus pesos para 16% e 12%, respectivamente.

Distintamente do que ocorreu em 2001 e 2002, as transacções com as moedas nórdicas registaram uma redução de peso em 2003 (para 3%), correspondendo a um decréscimo acentuado e generalizado do seu *turnover*.

O conjunto residual denominado como “outras moedas” viu novamente o seu peso aumentado

por via do incremento do *turnover* envolvendo sobretudo o dólar, com o real brasileiro e o dólar canadiano. Esta evolução já tinha sido detectada em 2002, continuando a corresponder à exploração de nichos de mercado por parte de algumas instituições.

O euro/dólar continuou, entretanto, a ser o par mais transaccionado, mas registou uma diminuição do seu peso no total, para 57%. Entre os restantes pares de moedas, destaca-se o aumento da actividade em pares em que entra o dólar, cujo peso conjunto aumentou de 14% para 22%. A segunda posição no *ranking* por pares de moedas passou a ser partilhada entre o euro/iene e o dólar/iene, ambos com 8%. O euro/libra, anteriormente o terceiro par mais importante, passou para a quarta posição, ao reduzir a quota para 7%. De referir, ainda, que o negócio com o franco suíço deixou de envolver predominantemente o dólar, para passar a ser mais equitativamente distribuído entre o dólar e o euro.

A evolução da estrutura do *tipo de negócio por instrumento* revelou que algumas das alterações detectadas se registaram de forma generalizada em todos os instrumentos (Quadro 5):

- o aumento do negócio com contrapartes financeiras não residentes, que reforçaram a sua predominância nas transacções;
- a diminuição do peso das transacções envolvendo o euro, em particular no par euro/dólar, por contrapartida de um aumento expressivo das transacções em outros pares em que entra o dólar;
- o reforço das transacções em prazos mais alongados nos *outright forwards* e sobretudo nos *forex swaps*;
- e o menor recurso a sistemas de *dealing* automático (do tipo Reuters *dealing*).

No que se refere às operações *spot*, a actividade continuou a ser predominantemente centrada no par euro/dólar e em pares envolvendo o euro (cerca de 80%), destacando-se contudo o aumento de peso do par dólar/iene, para 7% (o mesmo do euro/libra). Neste segmento, o reforço da importância das empresas financeiras não residentes registou-se, quer na área do euro, quer fora da área do euro. Os dados revelaram, ainda, que terá aumentado bastante o recurso a sistemas de negocia-

Quadro 5

## MERCADO CAMBIAL TRADICIONAL

## Caracterização do tipo de negócio por instrumento

Percentagens do *turnover* total por instrumento

	Spot		Outright forwards		Fx. swaps	
	2002	2003	2002	2003	2002	2003
<b>Contrapartes</b> . . . . .	100	100	100	100	100	100
<b>Empresas financeiras</b> . . . . .	70	81	65	69	71	97
Residentes . . . . .	6	7	2	2	1	1
Não residentes . . . . .	64	74	63	67	70	96
dos quais zona euro . . . . .	15	20	11	7	37	55
<b>Clientes não financeiros</b> . . . . .	30	19	35	31	29	3
Residentes . . . . .	28	17	33	29	2	1
Não residentes . . . . .	2	2	2	2	27	2
dos quais zona euro . . . . .	1	1	0	0	12	1
<b>Pares de moedas</b> . . . . .	100	100	100	100	100	100
EUR/USD . . . . .	53	52	63	54	76	67
EUR/JPY . . . . .	13	12	5	2	2	1
EUR/GBP . . . . .	6	7	6	6	11	7
EUR/CHF . . . . .	3	5	1	1	0	1
EUR/DKK . . . . .	2	0	0	0	0	1
EUR/SEK . . . . .	2	1	0	0	0	1
EUR/NOK . . . . .	3	1	0	0	0	0
EUR/outras . . . . .	1	1	0	2	0	1
USD/JPY . . . . .	4	7	2	1	6	11
USD/GBP . . . . .	3	5	3	0	3	6
USD/CHF . . . . .	7	8	0	0	0	1
USD/outras . . . . .	2	1	20	34	2	3
Outros pares . . . . .	1	0	0	0	0	0
<b>Prazos</b> . . . . .	100	100	100	100	100	100
[Até 7 dias] . . . . .	100	100	50	29	67	0
[7 dias - 1 mês] . . . . .			26	38	13	76
[1 mês - 1 ano] . . . . .			24	32	20	10
[1 ano - 5 anos] . . . . .			0	1	0	14
> 5 anos . . . . .			0	0	0	0
<b>Condução da operação</b> . . . . .	100	100	100	100	100	100
<i>Dealing</i> automático . . . . .	31	16	15	14	45	20
<i>Broker</i> . . . . .	14	14	5	5	13	20
<i>Electronic broker</i> . . . . .	36	45	0	2	0	1
Outro (inclui telefone) . . . . .	19	25	80	79	42	59

ção do tipo *electronic broker* para a realização deste tipo de operações, passando estes a ser utilizados em 45% do volume total transaccionado.

No que se refere às transacções de *outright forwards* importa salientar, para além das alterações já referenciadas: um reforço da preferência por contrapartes financeiras fora da área do euro; um expressivo incremento, em termos absolutos e relativos, do *turnover* envolvendo o dólar e outras

moedas não usualmente discriminadas, nomeadamente o real brasileiro e o dólar canadiano; e uma cada vez menor concentração das operações contratadas nos prazos até 7 dias, a favor de maturidades entre 7 dias e um ano.

O negócio dos *forex swaps* terá sido aquele em que as alterações de estrutura, comuns aos restantes instrumentos, foram maiores. De referir ainda que: o aumento do peso das contrapartes financeiras se registou com particular incidência com empresas da área do euro, as quais passaram a deter cerca de 55% deste negócio; o peso dos contratos entre o euro e o dólar continuou a reduzir-se, a par do aumento das quotas detidas pela libra esterlina e em particular pelo iene, nos pares com o dólar; a tendência, já detectada em 2002, de diminuição da concentração destes contratos em prazos muito curtos, acentuou-se de forma expressiva, passando a ser negociados só para maturidades acima dos 7 dias; e a utilização de sistemas de *brokers* electrónicos na negociação deste tipo de contratos continuou a ser incipiente.

#### Derivados OTC sobre taxas de juro

No último ano, o volume diário médio das transacções no mercado de balcão de derivados sobre taxas de juro aumentou para 611 milhões de dólares, registando um aumento do ritmo de crescimento de 25%, entre 2001 e 2002, para 49% entre 2002 e 2003 (Quadro 6). Este crescimento quando expurgado das flutuações cambiais foi, no entanto,

Quadro 6

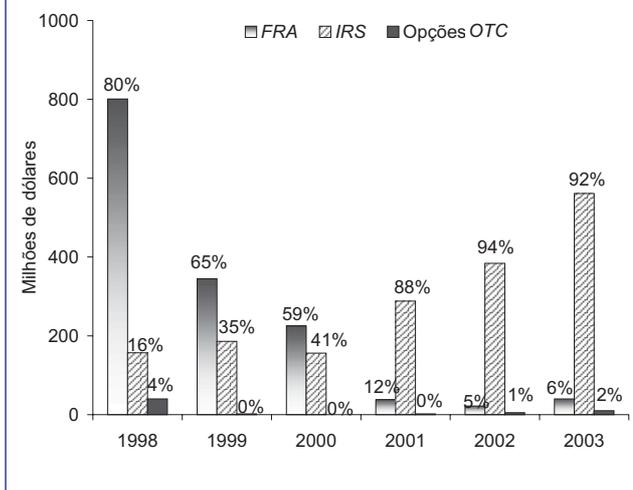
#### DERIVADOS OTC SOBRE TAXAS DE JURO

##### Volume diário médio de transacções

Milhões de dólares

	Total	FRA	IRS	Opções
1998 .....	998	801	157	40
1999 .....	533	345	186	2
2000 .....	381	225	156	0
2001 .....	328	38	288	2
2002 .....	411	22	384	5
2003 .....	611	40	561	10
Variação (%):				
2001/2002 .....	25.3	-42.1	33.3	150.0
2002/2003 .....	48.7	81.8	46.1	100.0

Gráfico 3  
DERIVADOS OTC SOBRE TAXAS DE JURO  
Volume diário médio de transacções



menor (23%). Apesar da recuperação registada nos dois últimos anos, o *turnover* ainda não conseguiu recuperar os níveis anteriores à introdução do euro.

A actividade aumentou de forma assinalável em todos os instrumentos, mantendo os IRS (*interest rate swaps*) a sua predominância, com um peso superior a 90% no total das transacções de derivados sobre taxas de juro (Gráfico 3). Os FRA (*forward rate agreements*) ao registarem o primeiro acréscimo de *turnover* dos últimos 5 anos, aumentaram ligeiramente o seu peso, enquanto as opções mantiveram um peso inexpressivo no total.

Tal como em análises anteriores, optou-se por não efectuar a análise da estrutura global das transacções no mercado de balcão sobre taxas de juro, uma vez que o seu desenho é idêntico ao detectado para os IRS, devido à elevada concentração do negócio neste segmento. Esta simetria é comprovada pela comparação entre os quadros relativos ao total das transacções (Quadros 7 e 8) e o que individualiza os IRS (Quadro 9).

No entanto, a análise da evolução da estrutura do *tipo de negócio por instrumento* permite identificar alterações distintas para os FRA e os IRS, tanto no que se refere às desagregações do *turnover* realizado por contrapartes, como por moedas, prazos e quanto à forma como são conduzidas as operações.

Quadro 7

## DERIVADOS OTC SOBRE TAXAS DE JURO

## Distribuição por tipo de contrapartes

Em percentagem do total						
	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<b>Empresas financeiras</b> .....	<b>99</b>	<b>99</b>	<b>98</b>	<b>97</b>	<b>91</b>	<b>82</b>
Residentes .....	33	16	7	8	3	4
Não residentes.....	66	83	91	89	88	78
dos quais zona euro..				30	50	38
<b>Clientes não financeiros</b> ..	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>9</b>	<b>18</b>
Residentes .....	0	1	1	3	3	14
Não residentes.....	0	0	1	0	6	4
dos quais zona euro ..				0	6	0
	100	100	100	100	100	100
<b>Total residentes</b> .....	<b>34</b>	<b>17</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>6</b>	<b>18</b>
<b>Total não residentes</b> .....	<b>66</b>	<b>83</b>	<b>92</b>	<b>89</b>	<b>94</b>	<b>82</b>
dos quais zona euro ..				30	56	38

As principais características da estrutura do negócio dos *FRA* mantiveram uma relativa estabilidade, continuando estes a ser transaccionados por um número muito limitado de bancos, quase exclusivamente com empresas financeiras não residentes, sobretudo no mercado das taxas de juro do euro e em prazos entre um mês e um ano (Quadro 9). De destacar, no entanto, como movimentos mais relevantes:

- a diminuição do peso do negócio realizado com contrapartes financeiras da área do euro,

Quadro 8

## DERIVADOS OTC SOBRE TAXAS DE JURO

## Distribuição por moedas

Em percentagem do total					
	1999	2000	2001	2002	2003
EUR.....	65	93	88	89	94
USD.....	7	4	9	5	5
JPY.....	1	0	0	0	1
GBP.....	12	0	3	1	0
Outras moedas ...	15	3	0	5	0

Quadro 9

## DERIVADOS OTC SOBRE TAXAS DE JURO

## Caracterização do tipo de negócio por instrumento

Percentagens do *turnover* total por instrumento

	<i>FRA</i>		<i>IRS</i>	
	2002	2003	2002	2003
<b>Contrapartes</b> .....	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>Empresas financeiras</b> .....	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>91</b>	<b>81</b>
Residentes .....	5	3	3	4
Não residentes.....	95	97	88	77
dos quais zona euro...	64	50	50	37
<b>Clientes não financeiros</b> ..	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>9</b>	<b>19</b>
Residentes .....	0	0	3	15
Não residentes.....	0	0	6	4
dos quais zona euro...	0	0	6	0
<b>Moedas</b> .....	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
EUR .....	100	95	90	94
USD .....	0	0	4	6
JPY .....	0	5	0	0
GBP .....	0	0	1	0
CHF .....	0	0	0	0
Outras .....	0	0	5	0
<b>Prazos</b> .....	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
[Até 7 dias] .....	36	0	23	46
[7 dias - 1 mês] .....	0	5	5	11
[1 mês - 1 ano].....	64	95	27	10
[1 ano - 5 anos] .....	0	0	18	24
> 5 anos .....	0	0	27	9
<b>Condução da operação</b> .....	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<i>Dealing</i> automático.....	5	0	39	24
<i>Broker</i> .....	36	100	19	13
<i>Electronic broker</i> .....	0	0	0	0
Outro (inclui telefone).....	59	0	42	63

por contrapartida do aumento da quota com entidades financeiras fora da área do euro;

- o ganho de expressividade obtido pelo negócio envolvendo as taxas de juro do iene, deixando a actividade de estar exclusivamente concentrada no euro;
- a menor diversificação na escolha dos prazos dos contratos, a implicar a concentração quase total na categoria de prazos entre 1 mês e 1 ano, já anteriormente a mais utilizada;
- a utilização do *broker* convencional, como forma exclusiva de realizar este tipo de operações.

Os *IRS* embora tenham continuado, predominantemente, a incidir sobre as taxas de juro do euro e a ser contratados com empresas financeiras não residentes em prazos até 1 ano, registaram também algumas alterações na estrutura do seu negócio, todavia, de sentido distinto das observadas para os *FRA*, das quais se destacam:

- o aumento da quota de negócio com clientes não financeiros (residentes) por contrapartida da diminuição do peso do *turnover* realizado com empresas financeiras da área do euro;
- a menor diversificação do negócio por moedas, com concentração dos contratos sobre taxas de juro do euro e do dólar;
- a maior concentração em contratos de muito curto prazo, a reflectir o incremento da actividade nos chamados *EONIA swaps* (utilizados na cobertura de operações do mercado monetário);
- e a maior utilização do telefone directo como forma de condução das transacções de *IRS*.

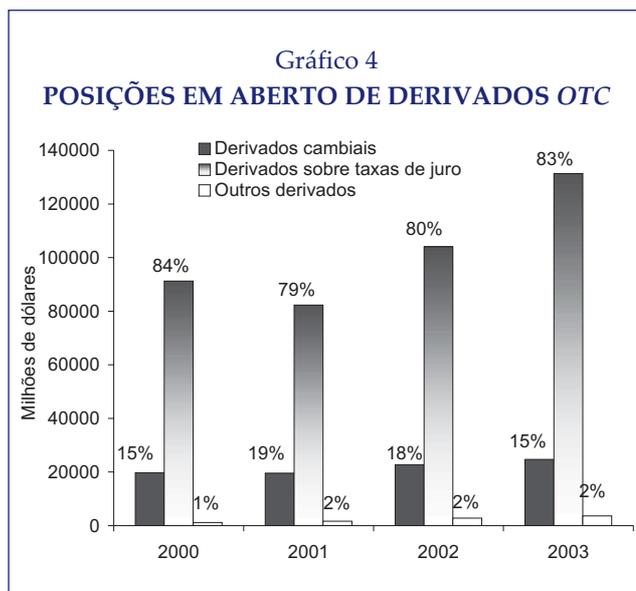
### 2.2. Montantes em carteira

De acordo com os resultados do inquérito realizado em 2003, os montantes nocionais das posições em aberto de derivados *OTC*<sup>(8)</sup> registaram, quando denominados em dólares, um aumento expressivo face a 2002 (23%)<sup>(9)</sup>. No entanto, quando corrigidos dos efeitos das variações cambiais, os montantes nocionais das posições de derivados *OTC* apresentam apenas um ligeiro aumento (3%), reflectindo o movimento de depreciação do dólar entre Março de 2002 e Março de 2003.

Quando denominados em dólares, os montantes nocionais das posições em aberto de derivados de taxa de juro continuaram a registar um aumento (26%) superior aos derivados cambiais (9%), reforçando-se a supremacia do primeiro tipo de instrumentos em termos das posições em aberto (Gráfico 4). Esta distribuição, em termos do peso relativo

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

(9) Relativamente às posições, sempre que não se efectuarem referências em contrário, os montantes e as percentagens referem-se a 31 de Março de 2003 e as comparações inter-temporais ao período entre o final de Março de 2002 e de 2003.



vo dos dois segmentos de risco de mercado, difere da verificada nas transacções, sendo, no entanto, consonante com a tendência que se tem vindo a verificar a nível internacional. Os restantes derivados continuam a apresentar um peso residual, sendo apenas de referir o segmento dos derivados sobre acções e índices de acções (com um peso de 2%).

### Derivados cambiais *OTC*

As posições em aberto de derivados cambiais registaram, em 2003, e pelo segundo ano consecutivo, um acréscimo. Porém, quando corrigidos dos efeitos da depreciação verificada pelo dólar entre os dois inquéritos, os montantes nocionais das posições de derivados cambiais registaram uma contracção de 2%.

Para o aumento dos montantes em carteira contribuiu, sobretudo, o crescimento verificado pelos *forwards* cambiais, que mais do que compensou a queda registada pelos *currency swaps* (Quadro 10). De referir, no entanto, que a redução das posições em aberto de *currency swaps* não representa uma tendência generalizada das instituições activas neste tipo de instrumento (que na sua maioria apresentam um aumento das carteiras deste derivado), mas traduz estratégias de negócio de apenas algumas instituições específicas.

A diferente evolução das posições nos diversos tipos de derivados cambiais resultou numa alteração do peso relativo dos vários instrumentos.

Quadro 10

**POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS  
CAMBIAIS OTC**

Milhões de dólares

	Total	Forwards	Currency Swaps	Opções OTC
1998.....	25336	18558	5049	1729
1999.....	19549	14903	3012	1634
2000.....	20954	13357	5684	1913
2001.....	19561	13629	5496	436
2002.....	22710	15961	6136	613
2003.....	24687	19308	4272	1107
Variação (%):				
2001 / 2002 .....	16.1	17.1	11.6	40.6
2002 / 2003 .....	8.7	21.0	-30.4	80.6

Assim, os *forwards* reforçaram significativamente a sua posição de instrumento com maior peso, enquanto os *currency swaps* registaram uma diminuição significativa da sua importância relativa. As opções OTC mantiveram um peso relativamente reduzido (Gráfico 5).

Em termos da *desagregação por moedas*, e no que se refere ao peso relativo das diversas divisas, há a salientar a diminuição do peso do dólar (que estará em parte relacionada com a depreciação generalizada desta moeda), por contrapartida da expansão da quota do euro e da libra (Quadro 11). A perda de importância da moeda norte-americana verifica-se, sobretudo, em termos da sua quota, e resulta do aumento verificado em termos absolu-

Quadro 11

**POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS  
CAMBIAIS OTC**

Desagregação por moedas

Em percentagem do total (a)

	1999	2000	2001	2002	2003
EUR .....	92	94	93	85	88
USD .....	69	76	70	73	67
JPY .....	18	15	17	17	17
GBP .....	14	9	17	13	16
CHF .....	2	1	1	1	2
BRL.....		0	0	8	5
Outras Europa .....	2	3	0	1	2
Outras moedas .....	3	2	2	2	3

Nota:

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

tos pela maioria das outras moedas. Importa ainda referir a redução das posições no real brasileiro que determinou uma queda do seu peso relativo (este continua a reflectir estratégias de negócio de instituições específicas e não traduz um padrão generalizado). Analisando a desagregação por pares de moedas, não se verificam alterações de relevo face a 2002, mantendo-se uma elevada concentração, com os pares de moedas EUR/USD, EUR/JPY e EUR/GBP a continuarem a representar cerca de 80%<sup>(10)</sup> das posições.

Da análise da *estrutura por contrapartes* das posições em aberto ressalta o aumento do peso relativo das empresas financeiras por contrapartida da contracção dos clientes não financeiros. À semelhança do verificado a nível das transacções, a expansão verificada pelas contrapartes financeiras resulta, exclusivamente, do acréscimo das posições das empresas financeiras não residentes, cuja quota se situava, em Março de 2003, em cerca de 81% (mantendo as posições com empresas financeiras residentes um peso residual) (Quadro 12). Contrabalançando o aumento daquelas contrapartes, verificou-se uma redução do peso dos clientes não financeiros não residentes, pelo que em termos da desagregação entre contrapartes residentes e não residentes se registou uma assinalável estabilidade.

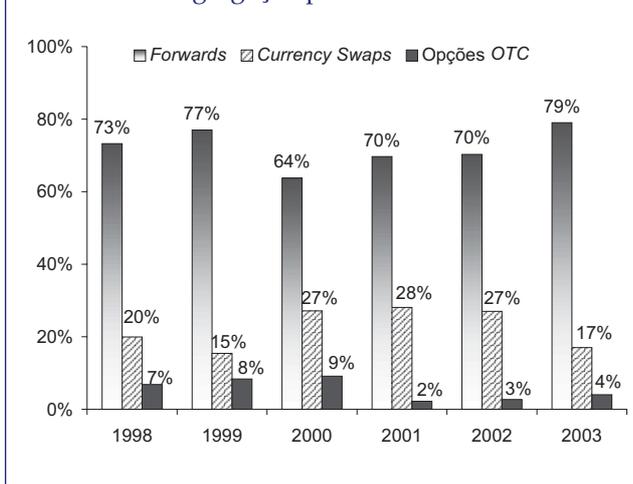
Numa *análise por instrumento* verifica-se uma relativa homogeneidade em termos da decomposi-

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

Gráfico 5

**POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS  
CAMBIAIS OTC**

Desagregação por instrumentos



Quadro 12

**POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS  
CAMBIAIS OTC**

Desagregação por contrapartes

Em percentagem do total

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<b>Empresas financeiras</b> . . . . .	<b>70</b>	<b>55</b>	<b>60</b>	<b>68</b>	<b>74</b>	<b>83</b>
Residentes . . . . .	9	8	7	4	3	2
Não residentes . . . . .	61	47	53	64	71	81
dos quais zona euro . . . . .				17	18	23
<b>Clientes não financeiros</b> . . . . .	<b>30</b>	<b>45</b>	<b>40</b>	<b>32</b>	<b>26</b>	<b>17</b>
Residentes . . . . .	28	34	31	22	15	16
Não residentes . . . . .	2	11	9	11	11	1
dos quais zona euro . . . . .				3	3	0
	100	100	100	100	100	100
<b>Total residentes</b> . . . . .	<b>37</b>	<b>42</b>	<b>38</b>	<b>26</b>	<b>18</b>	<b>18</b>
<b>Total não residentes</b> . . . . .	<b>63</b>	<b>58</b>	<b>62</b>	<b>74</b>	<b>82</b>	<b>82</b>
dos quais zona euro . . . . .				19	21	23

Quadro 13

**POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS  
CAMBIAIS OTC**

Análise por instrumento

Percentagens das posições em aberto por instrumento

	Forwards		Currency Swaps		Opções OTC	
	2002	2003	2002	2003	2002	2003
<b>Contrapartes</b> . . . . .	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>Empresas financeiras</b> . . . . .	<b>72</b>	<b>88</b>	<b>81</b>	<b>68</b>	<b>74</b>	<b>56</b>
Residentes . . . . .	3	2	2	0	21	2
Não residentes . . . . .	69	86	79	68	53	54
dos quais zona euro . . . . .	20	25	12	18	27	2
<b>Clientes não financeiros</b> . . . . .	<b>28</b>	<b>12</b>	<b>19</b>	<b>32</b>	<b>26</b>	<b>44</b>
Residentes . . . . .	13	11	19	32	18	42
Não residentes . . . . .	15	1	0	0	8	2
dos quais zona euro . . . . .	4	0	0	0	0	0
<b>Pares de moedas</b> . . . . .	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
EUR/USD . . . . .	59	57	56	35	43	82
EUR/JPY . . . . .	9	8	25	42	9	0
EUR/GBP . . . . .	13	17	8	2	5	10
EUR/CHF . . . . .	1	2	0	0	4	0
EUR/ outras . . . . .	2	4	0	3	3	7
GBP/USD . . . . .	2	2	0	0	0	0
USD/JPY . . . . .	4	4	0	0	4	0
USD/CHF . . . . .	1	1	0	0	0	0
USD/Outras . . . . .	9	5	11	18	32	1
Outras . . . . .	0	0	0	0	0	0
<b>Prazos</b> . . . . .	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
[Até 7 dias] . . . . .	9	5	0	0	5	0
]7 dias - 1 mês] . . . . .	18	20	1	2	38	20
]1 mês - 1 ano] . . . . .	60	59	13	27	46	74
]1 ano - 5 anos] . . . . .	3	6	73	49	11	6
> 5 anos . . . . .	10	10	13	22	0	0

ção por contrapartes, mas tendências divergentes quanto à estrutura por moedas e, sobretudo, por prazos (Quadro 13).

Relativamente às moedas, existe uma maior concentração num número reduzido de pares de moedas nos *currency swaps* e opções do que nos *forwards* (reflectindo a maior liquidez deste último segmento); nos dois primeiros instrumentos, 3 pares de moedas concentram 95% das posições. Importa ainda salientar, nos *currency swaps*, o reforço do peso do par EUR/JPY (passando a ser o principal par) e do par USD/BRL (que continua a reflectir opções estratégicas de um número muito limitado de instituições).

Em termos da desagregação por prazos, constata-se, ao nível das posições em aberto de *forwards* e de opções, uma elevada concentração nos prazos até 1 ano (sobretudo, entre 1 mês e 1 ano). Relativamente aos *currency swaps*, os prazos entre 1 e 5 anos continuam a ser preponderantes (apesar de se ter verificado um reforço dos prazos entre 1 mês e 1 ano).

**Derivados OTC sobre taxas de juro**

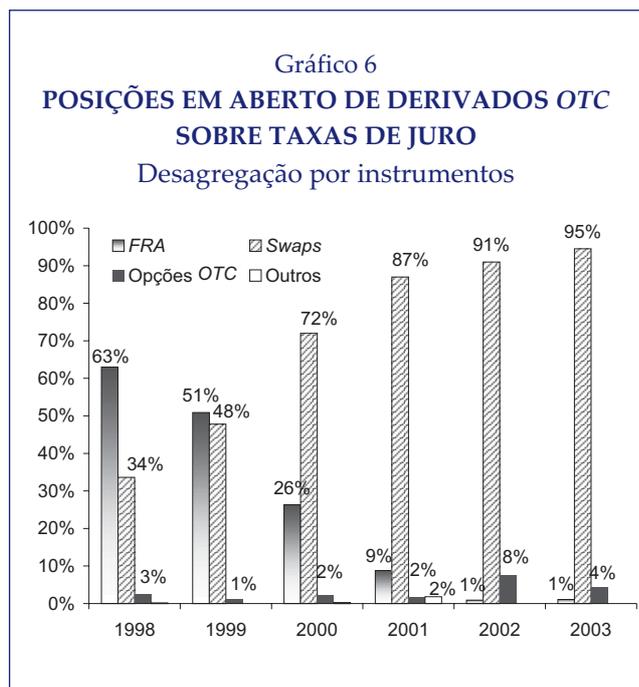
No segmento dos derivativos OTC sobre taxas de juro, os montantes nominais das posições, quando denominados em dólares, registaram um aumento significativo pelo segundo ano consecutivo (Quadro 14). No entanto, corrigidos dos efeitos das flutuações cambiais entre Março de 2002 e 2003, os montantes das posições cresceram apenas 4%.

Quadro 14

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

Milhões de dólares

	Total	FRA	IRS	Opções OTC	Outros OTC
1998 . . . . .	133178	84711	44773	3440	254
1999 . . . . .	130574	66449	62424	1701	0
2000 . . . . .	113297	29788	80558	2656	295
2001 . . . . .	82283	7254	72173	1367	1489
2002 . . . . .	104027	933	95230	7864	0
2003 . . . . .	131376	1438	124156	5780	2
<b>Variação (%):</b>					
2001 / 2002 . . . . .	26.4	-87.1	31.9	475.3	-100.0
2002 / 2003 . . . . .	26.3	54.1	30.4	-26.5	-



O aumento dos montantes em carteira resultou quase exclusivamente da expansão verificada pelos *interest rate swaps* (IRS), num contexto em que as posições em aberto de opções OTC registaram um decréscimo. Assim, verificou-se a manutenção da tendência de aumento do peso relativo dos IRS, que reforçaram a sua posição de instrumento dominante nas carteiras das instituições, alcançando uma quota de 95% (Gráfico 6). Esta evolução verificou-se em detrimento do peso relativo das opções OTC, mantendo os FRA um peso residual. A importância relativa dos diferentes instrumentos acompanhou a evolução verificada nos mercados internacionais, com o desenvolvimento do merca-

Quadro 15

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

Em percentagem do total

	1999	2000	2001	2002	2003
EUR .....	75	69	80	83	88
USD .....	7	13	12	11	9
JPY .....	0	1	0	0	0
GBP .....	10	9	5	3	1
Outras Europa .....		6	2	2	1
Outras moedas .....	8	2	1	1	1

Quadro 16

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

Em percentagem do total

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<b>Empresas financeiras</b> ...	<b>97</b>	<b>91</b>	<b>91</b>	<b>93</b>	<b>92</b>	<b>90</b>
Residentes .....	25	17	10	9	8	11
Não residentes .....	72	74	81	84	84	79
dos quais zona euro ..				22	32	26
<b>Clientes não financeiros</b> ..	<b>3</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>10</b>
Residentes .....	2	2	3	4	6	8
Não residentes .....	1	7	6	3	2	2
dos quais zona euro ..				0	1	0
	100	100	100	100	100	100
<b>Total residentes</b> .....	<b>27</b>	<b>19</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>19</b>
<b>Total não residentes</b> .....	<b>73</b>	<b>81</b>	<b>87</b>	<b>87</b>	<b>86</b>	<b>81</b>
dos quais zona euro ..				22	33	26

do de *swaps* na área do euro a contribuir significativamente para a expansão dos IRS.

Relativamente à *estrutura por moedas*, importa salientar o aumento do peso relativo dos derivados sobre taxas de juro do euro, em detrimento do dólar e da libra esterlina. Neste contexto, reforçou-se a posição de clara dominância do euro, moeda que representa 88% do total das carteiras de derivados de taxa de juro (Quadro 15).

A *estrutura por contrapartes* revela um aumento do peso das contrapartes residentes, em resultado, quer do aumento das empresas financeiras, quer dos clientes não financeiros. Importa salientar que a perda de quota das empresas financeiras não residentes não resulta de uma queda dos montantes de posições em aberto com estas contrapartes, mas apenas de um crescimento inferior ao das restantes contrapartes (idêntico raciocínio se aplica às posições em aberto com empresas financeiras residentes na zona euro) (Quadro 16).

Na *análise desagregada por instrumento* importa desde já referir que a reduzida liquidez e profundidade dos segmentos dos FRA e das opções OTC implica que os resultados são frequentemente afectados por alterações das estratégias de negócio de algumas instituições específicas, não reflectindo padrões gerais de evolução.

Relativamente às contrapartes, a análise por instrumento revela que as tendências de aumento do peso relativo dos residentes e redução das em-

Quadro 17

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

Análise por instrumento

	FRA		IRS		Opções OTC	
	2002	2003	2002	2003	2002	2003
<b>Contrapartes</b> .....	100	100	100	100	100	100
<b>Empresas financeiras</b> ....	75	58	93	92	83	59
Residentes .....	9	8	8	11	5	9
Não residentes .....	66	50	85	81	78	50
dos quais zona euro .....	30	6	29	26	60	28
<b>Clientes não financeiros</b> ..	25	42	7	8	17	41
Residentes .....	24	42	5	6	12	39
Não residentes .....	1	0	2	2	5	2
dos quais zona euro .....	1	0	0	0	5	1
<b>Moedas</b> .....	100	100	100	100	100	100
EUR .....	85	100	83	87	74	91
USD .....	0	0	11	10	21	9
GBP .....	0	0	3	1	5	0
JPY .....	0	0	0	0	0	0
SEK .....	0	0	1	1	0	0
Outras .....	15	0	2	1	0	0
<b>Prazos</b> .....	100	100	100	100	100	100
[Até 7 dias] .....	0	23	0	1	0	0
]7 dias - 1 mês[ .....	0	0	3	3	0	0
]1 mês - 1 ano[ .....	96	73	26	32	49	37
]1 ano - 5 anos[ .....	4	4	48	37	47	49
> 5 anos .....	0	0	23	27	4	14

presas financeiras atrás identificadas são comuns aos diferentes instrumentos, mantendo-se, no entanto, as empresas financeiras não residentes como a principal contraparte dos três tipos de derivativos. De igual forma, o aumento do peso do euro, já mencionado, é também um padrão visível em todos os instrumentos (Quadro 17). Relativamente às maturidades dos montantes em carteira, continua a verificar-se uma forte concentração nos prazos superiores a 1 mês. Nos IRS a distribuição entre os segmentos considerados nestes prazos mais longos é relativamente equitativa, enquanto nas opções as posições se concentram sobretudo entre 1 e 5 anos.

#### Outros derivativos OTC

Os derivativos sobre acções, sobre mercadorias e de crédito mantiveram no inquérito de 2003 um

peso residual (cerca de 2% do total das posições OTC), verificando-se, no entanto, algum desenvolvimento nos derivativos sobre acções e, em menor grau, nos derivativos de crédito.

Relativamente aos *derivativos sobre acções*, verificou-se novamente, em 2003, um ligeiro aumento do número de bancos activos neste segmento. Porém, o número de instituições continua a ser reduzido, representando pouco mais de um terço dos bancos participantes no inquérito. Em Março de 2003, as posições neste segmento de mercado dividiam-se, quase equitativamente, entre *swaps* (52%) e opções (48%), continuando as instituições financeiras não residentes pertencentes à zona euro a ser a principal contraparte (com 58% das posições). Em termos da nacionalidade do emitente do activo subjacente, continua a verificar-se uma forte concentração em acções e índices de acções da zona euro (93%).

À semelhança da tendência internacional, o segmento dos derivativos de crédito tem vindo a registar algum crescimento, mantendo, no entanto, um peso residual e registando um número muito reduzido de instituições com actividade. Relativamente aos derivativos sobre mercadorias, a actividade registada continua a ser virtualmente inexistente.

### 3. MERCADO ORGANIZADO

O forte crescimento da actividade do mercado de bolsa evidenciado em 2002 foi parcialmente revertido em 2003. Com efeito, se por um lado o *turnover* registou uma queda abrupta, por outro, os montantes nocionais em carteira verificaram apenas um acréscimo reduzido, quase todo devido a flutuações cambiais (Quadros 18 e 19). Quando se procede à correcção destas flutuações, a contracção do *turnover* amplia-se para 68%, enquanto os montantes em carteira registam uma estagnação.

A leitura destes resultados deverá ter em atenção que o mercado dos derivativos em bolsa tem ainda a participação de um número limitado de bancos, e, como tal, é muito sensível às decisões de alteração de estratégia de gestão de carteiras decididas por uma ou outra instituição mais activas neste tipo de produtos. Neste sentido, a extraordinária expansão da actividade em opções sobre taxas de juro reportada por alguns bancos em 2002 introduziu uma distorção na análise comparativa

Quadro 18

## DERIVADOS TRANSACCIONADOS EM BOLSA

## Volume diário médio de transacções

Milhões de dólares

	Total	Derivados cambiais	%	Derivados sobre taxas de juro	%
1998.....	1055	2	0.2	1053	99.8
1999.....	598	1	0.2	597	99.8
2000.....	1158	1	0.1	1157	99.9
2001.....	435	2	0.5	433	99.5
2002.....	3338	3	0.1	3335	99.9
2003.....	1291	1	0.1	1290	99.9
Variação (%):					
2001/2002....	667.4	50.0		670.2	
2002/2003....	-61.3	-66.7		-61.3	

dos resultados dos inquéritos de 2002 e 2003, a qual encobre o aumento significativo registado pelos futuros sobre taxas de juro em 2003.

Afirmado-se como o segmento mais dinâmico do mercado de bolsa, os futuros sobre taxas de juro verificaram um incremento de 151% em termos de *turnover* e um aumento de 73% em termos de montantes em carteira. Importa realçar que, ao longo dos anos, o padrão de evolução das transacções de futuros sobre taxas de juro tem sido conso-

nante com o detectado para os derivativos sobre taxas de juro no mercado de balcão. O carácter irregular da série das transacções no mercado de bolsa é exclusivamente imputável ao comportamento das opções sobre taxas de juro.

Manteve-se inalterada a predominância quase exclusiva do segmento dos derivativos sobre taxas de juro na estrutura por instrumentos no mercado de bolsa. Os derivativos sobre taxas de câmbio (opções e futuros cambiais) continuaram a deter um peso diminuto no total, enquanto os derivativos sobre acções e índices de acções, para os quais só são inquiridas posições, mantiveram a tendência de queda que vêm verificando desde 2001, tornando-se ainda mais inexpressivos nas carteiras de derivativos dos bancos.

A correcção do movimento extraordinário das opções em 2002, a par do forte crescimento registado pelos futuros, traduziu-se no retorno dos instrumentos sobre taxas de juro ao padrão de estrutura observado em 2001, com os futuros a aumentarem o seu peso no total das transacções (para 89%) e no total das posições (para 45%).

O crescimento dos futuros registou-se, sobretudo, em contratos sobre taxas de juro do euro superiores a um ano, a par de um decréscimo nas transacções sobre taxas de juro do dólar, em particular nas de prazo inferior a um ano. Em resultado, os contratos sobre taxas de juro de longo prazo reforçaram o seu peso, passando a ser predominantes

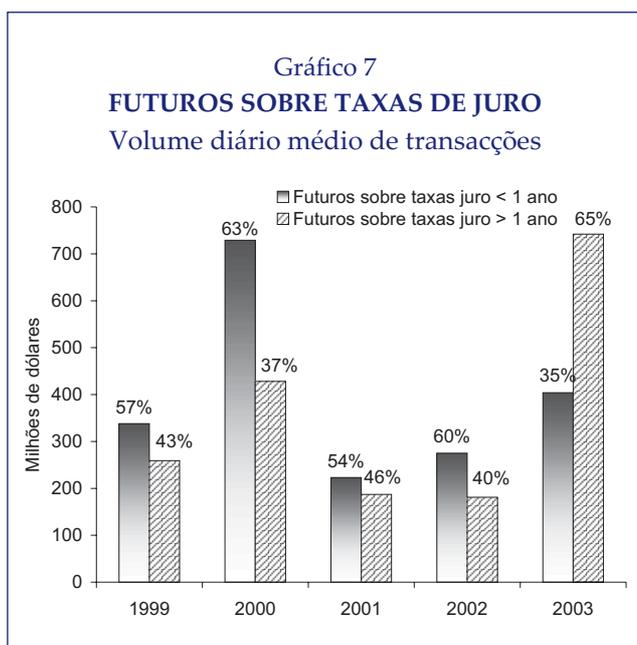
Quadro 19

## DERIVADOS TRANSACCIONADOS EM BOLSA

## Posições em aberto

Milhões de dólares

	Total	Derivados Cambiais	%	Derivados sobre taxas de juro	%	Derivados sobre acções e índices de acções	%
1998.....	9081	0	0.0	9081	100.0	-	-
1999.....	9677	1	0.0	9676	100.0	-	-
2000.....	4827	0	0.0	4766	98.7	61	1.3
2001.....	23171	19	0.1	21938	94.7	1214	5.2
2002.....	43387	7	0.0	43181	99.5	199	0.5
2003.....	48122	52	0.1	47938	99.6	132	0.3
.....							
Variação (%):							
2001 / 2002.....	87.2	-63.2		96.8		-83.6	
2002 / 2003.....	10.9	642.9		11.0		-33.5	



no total das transacções de futuros (Gráfico 7), enquanto o negócio dos futuros surgiu ainda mais concentrado no euro. Os contratos denominados em euros atingiram um peso próximo ou superior a 90%, tanto nos futuros sobre taxas de juro de curto prazo, como nos contratos sobre taxas de juro de prazo mais longo (Quadro 20).

Quadro 20

**FUTUROS SOBRE TAXAS DE JURO**

## Transacções

Percentagens do *turnover* total por instrumento

	Futuros sobre taxas de juro inferiores a 1 ano		Futuros sobre taxas de juro superiores a 1 ano	
	2002	2003	2002	2003
<b>Contrapartes</b>				
<b>Bolsas estrangeiras .</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
zona euro . . . . .	55	57	92	98
fora da zona euro .	45	43	8	2
<b>Moedas . . . . .</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
EUR . . . . .	57	86	91	97
USD . . . . .	30	13	8	3
JPY . . . . .	0	0	0	0
GBP . . . . .	7	1	1	0
CHF . . . . .	0	0	0	0
Outras . . . . .	6	0	0	0

Quadro 21

**FUTUROS SOBRE TAXAS DE JURO**

## Posições em aberto

Percentagens dos montantes em carteira por instrumento

	Futuros sobre taxas de juro inferiores a 1 ano		Futuros sobre taxas de juro superiores a 1 ano	
	2002	2003	2002	2003
<b>Contrapartes</b>				
<b>Bolsas estrangeiras .</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
zona euro . . . . .	85	3	98	99
fora da zona euro .	15	97	2	1
<b>Moedas . . . . .</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
EUR . . . . .	72	94	98	99
USD . . . . .	15	6	2	1
JPY . . . . .	2	0	0	0
GBP . . . . .	11	0	0	0
CHF . . . . .	0	0	0	0
Outras . . . . .	0	0	0	0

Importa ainda realçar que os futuros se mantiveram a ser preferencialmente transaccionados com bolsas da zona euro, em particular no caso dos contratos de prazo superior a um ano. Em termos das posições, embora esta tendência se tenha também verificado com os contratos sobre taxas de prazo mais longo, alterou-se, no entanto, nos contratos sobre taxas de curto prazo, tendo estes passado quase totalmente a ser negociados com bolsas fora da zona euro (Quadro 21).

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

O mercado português continua a revelar um grau de concentração relativamente elevado ao nível dos diferentes segmentos de mercado<sup>(11)</sup>. Quer em termos de volumes transaccionados, quer em termos de posições em aberto, as três e as seis instituições financeiras<sup>(12)</sup> mais activas continuam a deter quotas de mercado conjuntas superiores a 50% e 80%, respectivamente (Quadros 22 e 23).

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

Quadro 22

## VOLUMES TRANSACCIONADOS

Indicadores de concentração

	n	Q 3	Q 6
<i>Spot</i>			
1998 .....	28	56.3	82.4
1999 .....	28	67.1	85.2
2000 .....	27	70.0	87.1
2001 .....	25	70.5	88.8
2002 .....	26	64.4	92.4
2003 .....	25	73.5	89.6
Derivados cambiais			
1998 .....	26	61.6	87.6
1999 .....	26	75.3	86.3
2000 .....	21	82.7	94.6
2001 .....	22	75.9	88.8
2002 .....	20	54.3	84.8
2003 .....	23	64.5	82.9
Derivados s/ taxas de juro			
1998 .....	15	71.6	96.1
1999 .....	13	68.6	92.4
2000 .....	10	85.0	99.2
2001 .....	11	75.6	97.0
2002 .....	13	94.2	99.4
2003 .....	13	77.5	99.8

n - número de instituições participantes no segmento

No segmento das **operações spot**, observou-se um aumento do grau de concentração, tendo o índice Hirshman-Herfindhal<sup>(13)</sup> passado de 0.18, em 2002, para 0.23, em 2003. Para esta evolução contribuiu o reforço da importância das principais instituições financeiras a operar no mercado, com a quota das três maiores instituições a atingir o valor mais elevado desde 1998.

Relativamente ao segmento dos **derivados cambiais**, ocorreu também um aumento do grau de concentração no que se refere às transacções (com o índice Hirshman-Herfindhal a passar de 0.14 para 0.21), tendo-se mantido estável o grau de concentração ao nível das posições. *Os foreign exchange swaps*, dado o peso que este instrumento possui no

Quadro 23

## POSIÇÕES EM ABERTO

Indicadores de concentração

	n	Q 3	Q 6
Derivados cambiais			
1998 .....	28	53.3	64.6
1999 .....	28	38.6	50.0
2000 .....	28	69.8	88.8
2001 .....	26	70.8	88.5
2002 .....	27	55.9	82.2
2003 .....	27	55.4	82.0
Derivados s/ taxas de juro ...			
1998 .....	19	81.2	94.5
1999 .....	19	68.9	89.6
2000 .....	19	84.9	98.6
2001 .....	18	87.7	97.9
2002 .....	22	84.8	96.8
2003 .....	21	83.6	96.2
Derivados s/ acções			
1998 .....	-	-	-
1999 .....	-	-	-
2000 .....	4	94.0	100.0
2001 .....	8	85.7	99.8
2002 .....	10	82.6	99.2
2003 .....	13	80.8	95.4

n - número de instituições participantes no segmento

conjunto dos derivados cambiais, continuaram a ser determinantes para a evolução do grau de concentração observada.

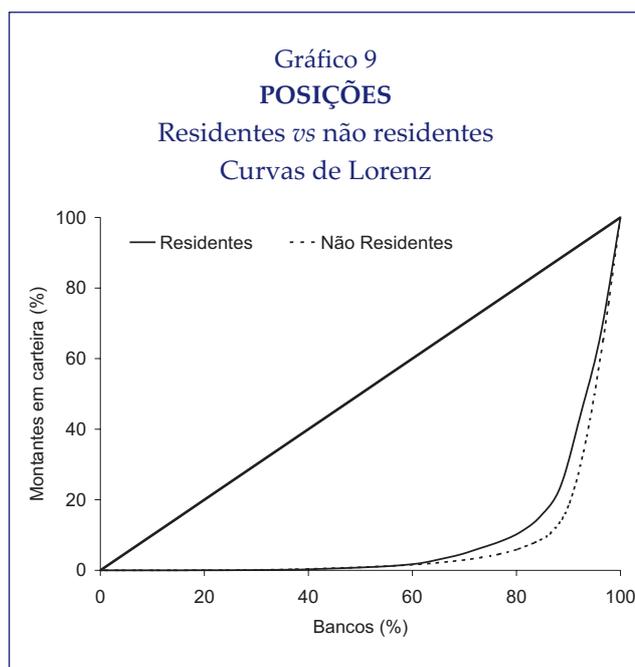
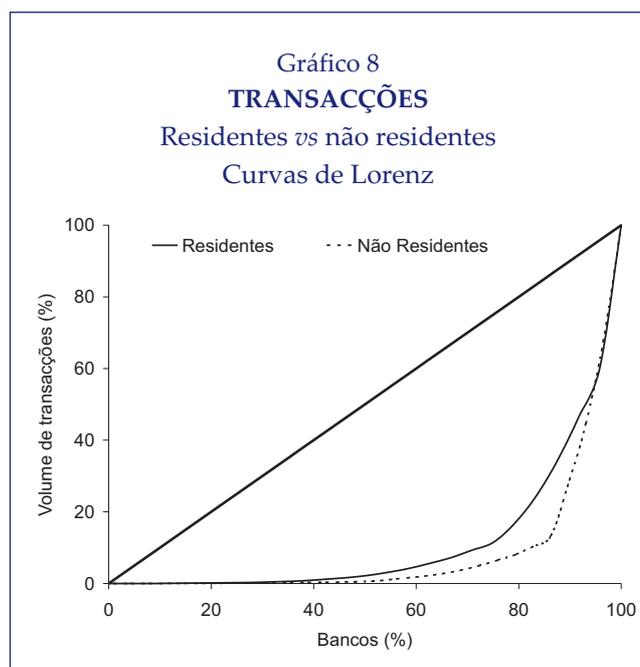
Nos **derivados sobre taxas de juro** ocorreu uma marcada redução do grau de concentração, em particular no que se refere às transacções (com o índice Hirshman-Herfindhal a passar de 0.67 para 0.24 e a quota das três maiores instituições financeiras a diminuir significativamente, para 77%). A redução de importância relativa das opções transaccionadas em bolsa, onde o grau de concentração é muito elevado, foi determinante para a redução da concentração no conjunto dos derivados sobre taxas de juro.

Por fim, no segmento dos **derivados de acções**, voltou a ocorrer um novo aumento do número de instituições participantes, traduzindo o facto de se tratar de um mercado ainda recente. Desta forma, voltou a assistir-se a uma nova redução do grau de concentração, em termos de posições, que continua, no entanto, a ser bastante elevada.

Uma análise do grau de concentração do volume de transacções e das posições em aberto por **tipo de contraparte**, nomeadamente fazendo uma divisão entre contrapartes residentes e não resi-

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

(13) Índice Hirschman-Herfindhal =  $\sum_{i=1}^n P_i^2$ , sendo  $n$  o número de bancos e  $P_i$  a quota de mercado do banco  $i$ . Este indicador é utilizado como medida de concentração.



dentos, revela um grau de concentração mais elevada nas operações efectuadas com entidades localizadas no exterior. Este fenómeno pode ser observado através das curvas de Lorenz (Gráficos 8 e 9), que representam a percentagem das transacções ou dos montantes em carteira realizada ou detida por uma determinada percentagem de bancos. A maior convexidade da curva de Lorenz referente aos contrapartes não residentes indicia que as operações realizadas com estes contrapartes se encontram mais concentradas numa menor percentagem de bancos do que as realizadas no mercado doméstico. Por fim, refira-se que, ao nível dos contrapartes não residentes, a distinção entre contrapartes residentes na área do euro e fora da área do euro não é significativa, revelando um grau de concentração similar.

*Artigos*



## CAUSALIDADE MOEDA-PREÇOS NA ÁREA DO EURO\*

Carlos Robalo Marques\*\*

Joaquim Pina\*\*

### 1. INTRODUÇÃO

Este estudo tem por objectivo verificar se a moeda é um indicador avançado da inflação na área do euro. Esta é sem dúvida uma questão importante porque a ideia de que a moeda deve conter informação útil para a previsão da inflação futura constitui um dos requisitos geralmente invocados na literatura para que possa atribuir-se àquela um papel activo numa estratégia de política monetária.

Os trabalhos anteriormente desenvolvidos para analisar as propriedades da moeda como indicador avançado da inflação na área do euro utilizaram testes estatísticos relativos à relevância da informação contida na moeda para ajudar a prever a evolução dos preços, i.e., testes de causalidade à Granger entre moeda e preços, ou utilizaram abordagens alternativas de estudo do conteúdo informativo da moeda para desenvolvimentos futuros nos preços.

O presente estudo contribui para a literatura existente na medida em que reavalia a evidência empírica sobre causalidade moeda-preços com um novo conjunto de dados e com recurso a algumas especificações novas, fazendo ainda a identificação do número de desfasamentos para a transmissão de alterações na taxa de crescimento da moeda para alterações na taxa de inflação.

Metodologicamente este artigo é muito próximo de Trecroci and Vega (2000) (TV (2000)), diferindo sobretudo no conjunto de dados utilizados.

A base de dados utilizada é uma actualização da fornecida pelo trabalho de procura de moeda de Brand and Cassola (2000) (BC (2000)), cuja utilização se tornou generalizada para os estudos empíricos sobre a área do euro.

O presente estudo conclui que para o período analisado (1980-2000) a moeda ajuda a prever a evolução dos preços, na maioria dos modelos VAR (*Vector AutoRegressive*) estimados. Conclui-se ainda que a transmissão de alterações na taxa de crescimento da moeda para a taxa de inflação começa a verificar-se apenas cerca de um ano e meio depois, completando-se ao fim de cinco anos.

A especificidade do período amostral sugere todavia que os resultados obtidos devem ser lidos com algum cuidado, pois é de esperar que num ambiente de baixa inflação a propriedade de indicador avançado da moeda apareça consideravelmente enfraquecida.

A restante parte do estudo está organizada como segue: a secção 2 descreve os dados utilizados e os modelos econométricos escolhidos, fornecendo uma discussão dos resultados para os testes de causalidade moeda-preços para a área do euro; a secção 3 identifica o número de desfasamentos na transmissão de taxas de variação homólogas de moeda para preços, com base em modelos dinâmicos simples.

### 2. EVIDÊNCIA EMPÍRICA SOBRE CAUSALIDADE MOEDA-INFLAÇÃO NA ÁREA DO EURO

A literatura existente, em particular TV (2000), estudou a causalidade moeda-preços utilizando os dados de Coenen and Vega (1999) (CV (1999)), os

\* As opiniões expressas no artigo são da inteira responsabilidade dos autores e não coincidem necessariamente com a posição do Banco de Portugal. Este artigo é uma versão resumida do estudo Marques and Pina (2002).

\*\* Departamento de Estudos Económicos.

quais diferem da base de dados mais recente de BC (2000). O presente estudo foi realizado com base no conjunto de dados de BC (2000), devidamente actualizados, pois este conjunto de informação é o mais utilizado nos estudos empíricos correntes sobre a área do euro. Na análise feita escolhemos a amostra (trimestral) para o período 1980:1 to 2000:4, que permite evitar problemas estatísticos associados à entrada da Grécia e permite a comparabilidade com os resultados obtidos em TV (2000).

Na análise que se segue  $m_t$  representa o logaritmo do *stock* nominal de moeda M3,  $p_t$  o logaritmo do deflator do PIB,  $y_t$  o logaritmo do PIB em termos reais,  $l$  e  $s$  as taxas de juro nominais de longo e de curto prazo, respectivamente. Os modelos VAR estimados serão escritos com base nas variáveis referidas, i.e.,  $(m, p, y, l, s)$ .

Neste estudo são estimados essencialmente dois tipos de modelos VAR. No primeiro tipo de modelos são incluídas variáveis com ordem de integração um. O modelo geral deste tipo é VAR  $(m - p, \Delta p, y, l, s)$ , incluindo como casos particulares os modelos VAR  $(m - p, \Delta p, y)$  e VAR  $(m - p, \Delta p)$ . O segundo tipo de modelos inclui variáveis que podem ser integradas de ordem dois, como poderá ser o caso de  $m$  e  $p$ , e outras integradas de ordem um, como sejam  $(y, l, s)$ . O modelo geral deste tipo é VAR  $(m, p, y, l, s)$  e inclui como casos particulares VAR  $(m, p, y)$  e VAR  $(m, p)$ . Além destes dois tipos de modelos, o presente estudo põe ênfase nos modelos bivariados VAR  $(\Delta m, \Delta p)$  and VAR  $(\Delta m, \Delta p; \Delta y)$ . Estes dois modelos podem ser considerados como casos especiais do modelo geral VAR  $(m, p, y, l, s)$ .

A análise da causalidade à Granger, realizada nos modelos VAR acima descritos, é conduzida com base em três abordagens de teste sugeridas na literatura. Estas abordagens incluem, em particular, Toda and Phillips (1993, 1994), Toda and Yamamoto (1995) and Phillips (1995), também denotadas por abordagem ECM, abordagem LA-VAR e abordagem FM-VAR, respectivamente.

Os principais resultados obtidos sobre a causalidade moeda-preços são sumariados no Quadro 1, onde se juntam os resultados obtidos em TV (2000)<sup>(1)</sup>.

Primeiro, os resultados do presente trabalho diferem em geral daqueles obtidos em TV (2000). Efectivamente, para a maioria dos casos analisados

Quadro1

**RESUMO DOS TESTES DE CAUSALIDADE MOEDA-PREÇOS**

Comparação com TV(2000)<sup>(a)</sup>

Resultado do presente estudo		Trecroci e Vega (2000)	
Abordagem ECM	Abordagem LA-VAR	Abordagem ECM	Abordagem LA-VAR
$VAR(\Delta m, \Delta p)$			
SIM	SIM	SIM <sup>(b)</sup>	NÃO <sup>(b)</sup>
$VAR(\Delta m, \Delta p; \Delta y)$			
SIM	SIM	SIM <sup>(b)</sup>	NÃO <sup>(b)</sup>
$VAR(m - p, \Delta p)$			
--	SIM	--	NÃO
$VAR(m - p, \Delta p, y)$			
SIM/NÃO	SIM	NÃO	NÃO
$VAR(m - p, \Delta p, y, l, s)$			
NÃO	SIM	NÃO	NÃO
$VAR(m, p)$			
--	SIM	--	NÃO
$VAR(m, p, y)$			
--	SIM	--	NÃO
$VAR(m, p, y, l, s)$			
--	NÃO	--	NÃO

Notas

- (a) O período amostral utilizável na estimação foi 1980/4-2000/4, excepto quando indicado diferentemente.
- (b) Cálculos efectuados para o período 1980/4-1998/4 utilizando os dados de CV (1999).

rejeita-se a hipótese de não-causalidade entre  $m$  e  $p$  e entre  $\Delta m$  e  $\Delta p$ . Apenas para o VAR mais geral, onde se incluem as taxas de juro nominais, não é possível rejeitar a não causalidade entre moeda e preços. Contudo, a especificação de um sistema com mais variáveis coloca com mais acuidade problemas estatísticos relacionados com o aumento da incerteza na estimação e na inferência.

A diferença entre estes resultados e os obtidos no estudo de TV (2000) deve-se sobretudo à utilização de uma base de dados diferente. Contudo, se Trecroci and Vega tivessem estimado os modelos VAR com as variáveis  $(\Delta m, \Delta p)$  e  $(\Delta m, \Delta p; \Delta y)$ , teriam obtido resultados menos negativos para a causalidade moeda-preços.

(1) O leitor mais interessado encontra em Marques and Pina (2002) o detalhe técnico da implementação dos testes de causalidade e uma discussão completa dos resultados obtidos para os diversos modelos VAR estimados.

Segundo, nota-se que  $\Delta m$  e  $\Delta p$  são cointegrados, enquanto  $(m - p)$  e  $\Delta p$  não o são. Esta observação sugere que o modelo VAR  $(\Delta m, \Delta p)$  é mais apropriado que o VAR  $(m - p, \Delta p)$  para analisar a hipótese de não-causalidade à Granger. Assim, utilizando os modelos VAR  $(\Delta m, \Delta p)$  e VAR  $(\Delta m, \Delta p; \Delta y)$  conclui-se por uma rejeição forte da hipótese de não-causalidade à Granger entre moeda e preços. No entanto, a evidência desfavorável à não-causalidade é mais fraca quando se tende a utilizar modelos com mais variáveis, nomeadamente modelos do tipo VAR  $(m - p, \Delta p, y, l, s)$ . Mas, pode acontecer que a utilização de modelos VAR do tipo acima referido tenha consequências para os resultados dos testes de causalidade à Granger, por se estar a impor restrições na dinâmica de curto prazo, ou por ausência de parcimónia, ou por ambas as razões.

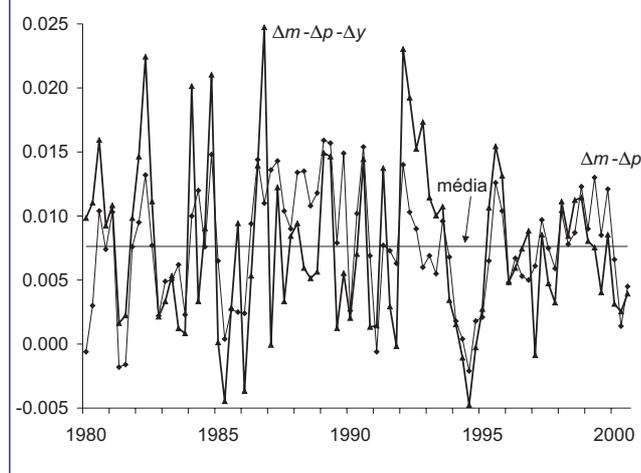
Finalmente, a hipótese nula de não-causalidade à Granger de preços para moeda é, essencialmente, rejeitada nos mesmos modelos em que o foi a não-causalidade de moeda para preços. Contudo, note-se que é sobretudo a causalidade de longo prazo que aparece como mais significativa. Em suma, conclui-se que moeda e preços têm um comportamento de longo prazo que é similar.

Para aferir da robustez das conclusões retiradas repetiu-se a análise para o período 1985-2000 com os modelos VAR  $(\Delta m, \Delta p)$ , VAR  $(\Delta m, \Delta p; \Delta y)$  e VAR  $(m - p, \Delta p, y)$ . Desta análise concluiu-se que, em todos os modelos considerados, nenhum dos resultados principais se altera. A não-causalidade de moeda para preços é fortemente rejeitada de acordo com a abordagem ECM e é rejeitada (com 90% de confiança) de acordo com a abordagem LA-VAR. A não-causalidade de preços para moeda é também rejeitada de acordo com a abordagem ECM para os três modelos considerados, enquanto de acordo com a abordagem LA-VAR a rejeição obtém-se para os dois primeiros modelos.

### 3. COMO INTERPRETAR A EVIDÊNCIA EMPÍRICA DE CAUSALIDADE MOEDA-PREÇOS?

Da principal conclusão na secção anterior, de que a moeda é indicador avançado da inflação, i.e., a moeda causa à Granger a inflação na área do euro, surge a questão de como tornar essa informação útil para a análise regular dos desenvolvimentos monetários.

Gráfico 1  
 $(\Delta m - \Delta p)$  and  $(\Delta m - \Delta p - \Delta y)$   
(Gráficos ajustados na média)

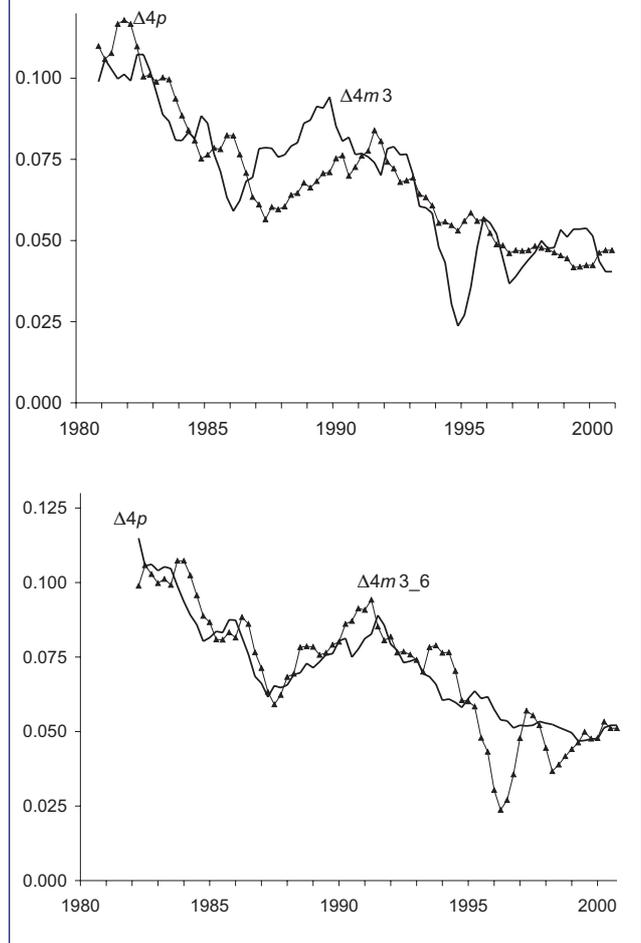


No Gráfico 1 observa-se que  $(\Delta m - \Delta p)$  é uma variável estacionária. Contudo, também se verifica que  $(\Delta m - \Delta p)$  permanece acima (ou abaixo) da média por um período relativamente longo, de que é exemplo o intervalo de 1986/3 a 1990/1 (15 trimestre consecutivos). Se ajustarmos o crescimento real da moeda pelo crescimento do produto,  $(\Delta m - \Delta p - \Delta y)$ , a reversão para a média aumenta (especialmente na segunda metade dos anos oitenta), mas por outro lado a volatilidade também aumenta (em todo o período analisado) devido à volatilidade da série  $\Delta y_t$ . Assim, os dados sugerem que examinar  $(\Delta m - \Delta p)$  ou  $(\Delta m - \Delta p - \Delta y)$  não será a melhor escolha para retirar conclusões informativas sobre a relação dinâmica entre moeda e preços.

Assim, esta secção tentará responder às seguintes questões: se utilizarmos as taxas de variação homólogas da moeda e do produto, que reacção se espera para a inflação? Quantos desfasamentos, se algum, serão necessários para que alterações na taxa de crescimento da moeda passem para a inflação?

Para responder às questões colocadas, primeiro é examinada a relação estática entre a taxa de variação homóloga dos preços,  $\Delta_4 p_t$ , e a taxa de variação homóloga da moeda,  $\Delta_4 m_t$ . Em seguida é calculado o coeficiente de correlação para vários desfasamentos, obtendo-se o coeficiente de correlação máximo quando a moeda está desfasada seis trimestres face à inflação, como é possível observar no Gráfico 2, onde as duas variáveis,  $\Delta_4 p_t$  e

Gráfico 2  
TAXAS DE VARIAÇÃO DA MOEDA  
E DOS PREÇOS  
(Ajustados na média)



$\Delta_4 m_{t-6}$  (ajustadas na média), quase coincidem. Esta evidência empírica está em consonância com a teoria económica, que sugere a existência de um desfasamento entre um e dois anos (quatro a oito trimestres) para que alterações na moeda se transmitam à inflação. Este primeiro resultado já indica que para identificar os desfasamentos relevantes será necessário especificar um modelo com número suficientemente grande de desfasamentos<sup>(2)</sup>.

Começa-se então por especificar um modelo geral com desfasamentos para as taxas de variação homólogas da moeda e do produto, seguindo a co-

(2) Este facto não põe em causa a especificação dos modelos VAR anteriormente utilizados, uma vez que a selecção do número de desfasamentos a incluir num modelo VAR depende, entre outros aspectos, de se considerar dados correspondentes a taxas de variação em cadeia ou dados correspondentes a taxas de variação homólogas.

Quadro 2

EFEITO EM  $\Delta_4 p_t$  DO AUMENTO DE 1 P.P.  
EM  $\Delta_4 m$

Número de trimestres	Efeito acumulado em percentagem do efeito total
6	22.3
8	43.53
12	87.87
16	90.52
20	99.89

nhecida selecção de desfasamentos do geral para o particular, obtendo-se uma especificação final parcimoniosa para um modelo com mecanismo corrector do erro, o qual implica um desfasamento de seis trimestres para que alterações na taxa de crescimento da moeda passe para a inflação (4 desfasamentos no caso do crescimento do PIB). O Quadro 2 mostra os efeitos acumulados em  $\Delta_4 p_t$  de uma alteração na taxa de crescimento da moeda (um aumento permanente de 1 p.p. em  $\Delta_4 m$ ), evidenciando que uma alteração permanente na taxa de crescimento da moeda demora seis trimestres para começar a ter efeito significativo sobre a inflação. O efeito acumulado depois de dois anos (8 trimestres) é de apenas 43.53%, mas estará completo ao fim de cinco anos.

É interessante notar que o número de desfasamentos identificado neste estudo está em consonância com os resultados obtidos para outros países em trabalhos anteriores. Em particular, há cerca de trinta anos, Friedman (1972), embora utilizando uma abordagem estatística diferente, conclui que a correlação mais elevada entre moeda e preços futuros ocorre com um desfasamento de 20 meses no caso do agregado M1 e de 23 meses no caso de M2. Mais recentemente, Bernanke *et al.* (1999) refere, como correspondendo à estimativa média, um desfasamento de dois anos entre as acções de política monetária e o seu efeito na inflação (pp. 315-320).

#### 4. CONCLUSÕES

Este estudo reavalia a evidência empírica sobre causalidade à Granger entre moeda e preços na área do euro. Metodologicamente, o estudo não difere substancialmente de Trecroci and Vega (2000), contudo utiliza uma base de dados diferente, nomeadamente os dados de Brand and Cassola (2000) devidamente actualizados, os quais se tornaram de uso generalizado para estudos sobre a área do euro.

Em contraste com os resultados obtidos em TV (2000), em que se conclui pela não rejeição da inexistência de causalidade de moeda para preços em qualquer dos modelos VAR estimados, no presente estudo é possível rejeitar a hipótese de não-causalidade para a maioria dos modelos VAR. A diferença nas conclusões é sobretudo explicada pela utilização de uma base de dados diferente, e, até certo ponto, pelo facto de se ter estimado uma variante de modelos não utilizados em Trecroci and Vega (2000), evitando impor restrições na dinâmica de curto prazo e/ou correspondendo a especificações mais parcimoniosas. Verifica-se também que a transmissão à inflação de alterações na taxa de crescimento da moeda começa a ocorrer apenas cerca de um ano e meio depois e que o ajustamento se completa no final do quinto ano. Este resultado está em concordância com a evidência empírica obtida para outros países.

Como é habitual, neste tipo de estudos interessa ter presente as limitações que decorrem das especificidades do período amostral utilizado. Os resultados obtidos referem-se a um período no qual a inflação e a taxa de crescimento da moeda apresentam grande variabilidade com alterações significativas nos seus valores médios. De acordo com a teoria económica é de esperar que variações na quantidade de moeda derivadas de choques monetários ou de alterações no objectivo de inflação da autoridade monetária tenham impacto sobre a inflação futura. Contudo não é de esperar que alterações na quantidade de moeda devidas a choques na velocidade de circulação ou que resultem da reacção das autoridades monetárias a outro tipo de choques (como por exemplo, choques tecnológicos, choques de preferências, choques reais de procura) estejam significativamente correlacionadas com a inflação futura.

É a importância do primeiro tipo de choques na explicação dos desenvolvimentos monetários durante o período amostral que provavelmente justifica os resultados empíricos obtidos neste estudo. Contudo, num ambiente de inflação baixa e estável será de esperar que este tipo de choques tenha um papel reduzido na explicação da evolução monetária e como tal que a moeda veja o seu papel de indicador avançado bastante reduzido.

#### REFERÊNCIAS

- Altimari, S. N., 2001, "Does money lead inflation in the euro area?", *ECB Working Paper* No. 63.
- Bernake, B.S., Laubach T., Mishkin F.S., Posen A., 1999, "Inflation targeting: Lessons from the International Experience", Princeton University Press;
- Brand, C. and Cassola, N., 2000, "A Money Demand System for the Euro Area M3", *ECB Working Paper* No. 39.
- Coenen, G. and Vega, J L., 1999, "The Demand for M3 in the Euro Area", *ECB Working Paper* No. 39, and *Journal of Applied Econometrics*, 2001, 16(6), pp.727-748.
- Friedman, M., 1972, "Have monetary policies failed?", *The American Economic Review (Papers and Proceedings)*, Vol. 62, No.2, 11-18;
- Marques, C. R. and Pina, J., 2002, "Does money Granger cause inflation in the euro area?", Banco de Portugal, *Working paper* No.12-02
- Phillips, P. C. B., 1995, "Fully modified least squares and vector autoregression", *Econometrica*, 63, 1023-1078.
- Toda, H. Y. and Phillips, P. C. B., 1993, "Vector autoregressions and causality", *Econometrica*, 61, pp. 1367-1393.
- Toda, H. Y. and Phillips, P. C. B., 1994, "Vector autoregressions and causality: a theoretical overview and simulation study", *Econometric Reviews*, 13, pp. 259-285.
- Toda, H. Y. and Yamamoto, T., 1995, "Statistical inference in vector autoregressions with possibly integrated processes", *Journal of Econometrics*, 66, pp. 225-250.
- Trecroci, C. and Vega, J. L., 2000, "The information content of M3 for Future Inflation", *ECB Working Paper* No. 33.



## O INDICADOR COINCIDENTE PARA A ECONOMIA PORTUGUESA: UMA AVALIAÇÃO HISTÓRICA DOS SEUS DEZ ANOS DE EXISTÊNCIA\*

Francisco C. Dias\*\*

### 1. INTRODUÇÃO

O indicador coincidente para a actividade económica desenvolvida em Dias (1993) tem desempenhado um papel muito importante na análise de conjuntura realizada no Banco de Portugal. Passados dez anos de existência deste indicador — o que constitui uma longevidade praticamente única para este tipo de indicadores — justifica-se uma análise do seu comportamento neste período, o que constitui o principal objectivo deste artigo.

Para se efectuar a “leitura” sobre a evolução recente da conjuntura económica, torna-se necessário analisar um grande volume de informação sobre as mais variadas séries económicas, cada uma delas reflectindo o andamento de aspectos parciais específicos da economia. É frequente acontecer que alguns dos indicadores económicos apresentem sinais contraditórios, ou pelo menos não inteiramente sincronizados, dificultando a identificação da tendência geral da actividade económica. Apesar dos andamentos “contraditórios” encontrados em algumas dessas séries, a grande maioria apresenta, no entanto, evoluções concordantes. Justifica-se, assim, o desenvolvimento de indicadores sintéticos que permitam condensar o grande volume de informação disponível sobre o andamento da conjuntura. Foi neste contexto que começaram a ser apresentados indicadores compostos sintéticos coincidentes ou avançados como instrumentos de análise do estado geral da actividade

económica. Esses indicadores compostos procuram sintetizar a informação dispersa contida nas diversas variáveis económicas captando a sua tendência de evolução dominante.

Mitchell e Burns (1938) foram os pioneiros no desenvolvimento de instrumentos sintéticos de análise de conjuntura para os Estados Unidos. Desde então, este tipo de indicadores têm vindo a desempenhar um papel importante no acompanhamento e previsão da actividade económica geral num horizonte de curto prazo. Auerbach (1982), sobre esse assunto, escreveu: “*se o sucesso duma certa abordagem pode ser medida pela sua longevidade e popularidade contínua em contextos variados, então a utilização de indicadores coincidentes e avançados para o acompanhamento e previsão dos ciclos económicos devem figurar perto do topo em tal sucesso*”.

A metodologia da construção deste indicadores foi evoluindo e foi-se sofisticando ao longo do tempo, à medida que os próprios instrumentos/modelos estatísticos se foram desenvolvendo. Em simultâneo, a própria informação estatística de base utilizada na sua elaboração foi-se alargando não só em extensão das séries estatísticas assim como na própria cobertura da actividade global que se foi estendendo a aspectos novos da realidade, não contemplados até então pelo aparelhos estatísticos nacionais. Neste percurso, nos finais de década de 1980 Stock e Watson (S&W) (1989) desenvolveram um novo instrumento/modelo estatístico para a construção de indicadores coincidentes e avançados para a economia.

Assim como sucedeu com outras instituições, o Banco de Portugal veio a desenvolver em 1993

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

\*\* Departamento de Estudos Económicos.

(Dias, 1993) um indicador coincidente para a actividade global para economia portuguesa, seguindo a metodologia proposta por S&W. O Banco elaborou igualmente, na mesma linha, um indicador coincidente para o Consumo Privado para Portugal (Gomes, 1995). O indicador coincidente para a actividade económica, assim como o indicador coincidente do consumo privado, continuam a ser peças cruciais nas análises de conjuntura da economia portuguesa desenvolvidas pelo Banco de Portugal. Passados que são dez anos, julgou-se interessante avaliar o comportamento deste instrumento de análise, ao longo desse período, procurando destacar os traços mais relevantes observados no período. Para facilitar a leitura deste artigo, na próxima secção serão revistos os principais aspectos metodológicos da elaboração do indicador.

## 2. ALGUNS ASPECTOS METODOLÓGICOS

A metodologia para a construção do indicador coincidente, proposta por Stock e Watson (1989), assenta num modelo probabilístico explícito e é baseada em conceitos desenvolvidos na literatura especializada sobre séries temporais. Trata-se essencialmente de um modelo típico de extracção de sinal sobre a evolução do ciclo económico, que procura determinar a tendência de andamento dominante no conjunto de séries que compõe o cabaz de "inputs" para o indicador. Para uma descrição da metodologia veja-se o artigo original de Stock e Watson (1989) ou Dias (1993).

Dado que a aplicação do modelo estatístico subjacente a esta metodologia tem limitações em termos do número total de séries "input" que se podem utilizar na elaboração do indicador coincidente<sup>(1)</sup>, teve que se prestar grande atenção ao grau de cobertura sobre os vários sectores de actividade económica que é contemplada pelo seu conjunto. Como se verá adiante, as séries seleccionadas permitem captar de forma muito satisfatória a tendência global do andamento da actividade económica. É evidente, contudo, que aspectos parcelares da actividade económica podem não estar cobertos e, nesse sentido, o indicador coincidente não deverá

ser confundido com o produto interno bruto (PIB), onde de forma exaustiva se pretende cobrir todas as facetas da actividade económica.

Esta limitação associada ao modelo estatístico do indicador coincidente de S&W constitui, no entanto, uma importante vantagem operacional, na medida em que a utilização de um número reduzido de séries diminui a probabilidade de descontinuidade no indicador provocada por possíveis quebras nas séries "input". Adicionalmente, a opção pela utilização maioritária de séries de natureza qualitativa, que à frente se identificam, evita que sejam introduzidas revisões no indicador coincidente resultante da revisão das séries "input". Efectivamente estas séries não estão sujeitas a revisões, ao contrário da generalidade de indicadores estatísticos de curto prazo de natureza quantitativa. Adicionalmente, estas séries de natureza qualitativa apresentam a vantagem de serem publicadas com um avanço em relação à variável de referência, o que confere uma grande utilidade prática ao indicador coincidente.

As séries estatísticas utilizadas na produção do indicador coincidente da actividade do Banco de Portugal são as seguintes: o saldo de respostas extremas (s.r.e.) sobre a apreciação do volume de vendas no comércio a retalho e o s.r.e. sobre a apreciação do volume de vendas no comércio por grosso (Inquérito Mensal de Conjuntura ao Comércio); o s.r.e. relativo à avaliação da produção contemporânea na indústria transformadora (Inquérito Mensal de Conjuntura à Indústria Transformadora); e as vendas de cimento para o mercado interno<sup>(2)</sup>, esta última de natureza quantitativa.

As duas primeiras séries procuram captar o andamento do sector do comércio. Efectivamente, a inclusão de indicadores sobre este sector, mais do que procurar captar o seu contributo directo para o valor acrescentado da economia, visa tirar partido da sua característica de ligação entre a oferta e a procura interna na economia, na qual se inclui quer a procura pelas empresas quer pelas famílias (parcela do consumo privado). A terceira série permite contemplar a informação sobre o andamento da produção industrial que, em parte, poderá também captar o comportamento das exportações de bens. Finalmente as vendas internas de cimento,

(1) Recentemente foram desenvolvidos na literatura novos instrumentos de construção de indicadores sintéticos que permitem a utilização de um conjunto muito mais vasto de informação sobre a actividade económica. Ver, a esse respeito: Stock e Watson (1998) e Forni *et al.* (2000).

(2) Incluindo cimento importado directamente por empresas não produtoras de cimento.

que estão altamente correlacionadas com a construção, permitem englobar informações sobre o andamento da formação bruta de capital fixo em construção (que pesa actualmente cerca de 12 por cento no PIB).

A informação das séries de natureza qualitativas, quando comparada com a média histórica das respectivas séries, contém informação relativamente ao posicionamento cíclico da variável em questão. No caso do cimento, foi necessário tratar a informação previamente para se dispor de informação de igual carácter, tendo-se utilizado para esse efeito a informação dessa série em taxas de variação homóloga.

Para além das questões metodológicas do modelo formal para a construção do indicador — que o leitor pode consultar em Dias (1993) — há alguns aspectos técnicos particulares sobre a sua construção que importa salientar para facilitar a sua interpretação. Em primeiro lugar, todas séries que foram escolhidos para calcular o indicador coincidente revelaram ser séries altamente voláteis no curto prazo, i.e., continham muito ruído, mesmo depois de dessazonalizadas. Esse facto, obrigou a um alisamento adicional das séries, através do cálculo da sua tendência, para poderem ser úteis para a leitura da conjuntura económica. Um segundo aspecto que importa mencionar é o facto de ter sido necessário “homogeneizar” a volatilidade das séries, i.e., estandarizá-las, antes de entrar no cálculo do indicador para evitar que séries com maior volatilidade intrínseca viessem a ter uma preponderância/peso artificialmente grande no indicador, dominando assim a sua evolução. Nessas circunstâncias a série do indicador sintético que se obtém do modelo tem uma média próximo de zero. Com vista a “atribuir” uma escala com algum significado a esse indicador é necessário efectuar um reescalonamento do indicador através de uma transformação linear, para o qual se utilizou a escala da série das taxas de variação homóloga do PIB trimestral do INE, também em tendência. Essa transformação linear não altera o perfil da série do indicador sintético, limitando-se a deslocar a sua localização e a alterar a sua volatilidade, fazendo-as coincidir com os correspondentes valores da série das taxas de variação homóloga do PIB.

Ainda que o perfil de evolução do indicador coincidente seja muito análogo ao do PIB (ver Gráfico 1) devido ao elevado grau de cobertura dos di-

ferentes sectores económicos contemplada pelas séries “input”, deve-se salientar, que o indicador coincidente não pretende medir a variação do PIB trimestral “*tout court*” mas sim retratar o “estado geral da economia”. O seu padrão de evolução procura captar essencialmente a tendência dominante na economia aproximada pelo andamento dominante do conjunto das quatro séries que entram na sua constituição. Assim, ainda que tenha sido atribuída uma escala ao indicador, a das taxas de variação homóloga trimestral do PIB, a informação primordial que se deve reter do seu andamento deve-se limitar às acelerações, desacelerações e aos pontos de viragem, e não particularmente ao seu nível.

### 3. ANÁLISE HISTÓRICA DO INDICADOR COINCIDENTE

#### 3.1. Os principais traços gerais do comportamento do indicador nos últimos dez anos

O indicador coincidente da actividade económica do Banco de Portugal tem dez anos de existência. Dada a sua longevidade justifica-se uma avaliação do seu comportamento histórico. Em termos globais, e à luz de quaisquer critérios, a “*performance*” do indicador tem sido notável no acompanhamento da evolução do estado geral da economia. Uma forma de ilustrar o comportamento histórico do indicador é confrontando-o com a evolução do PIB trimestral<sup>(3)</sup> (Gráfico 1).

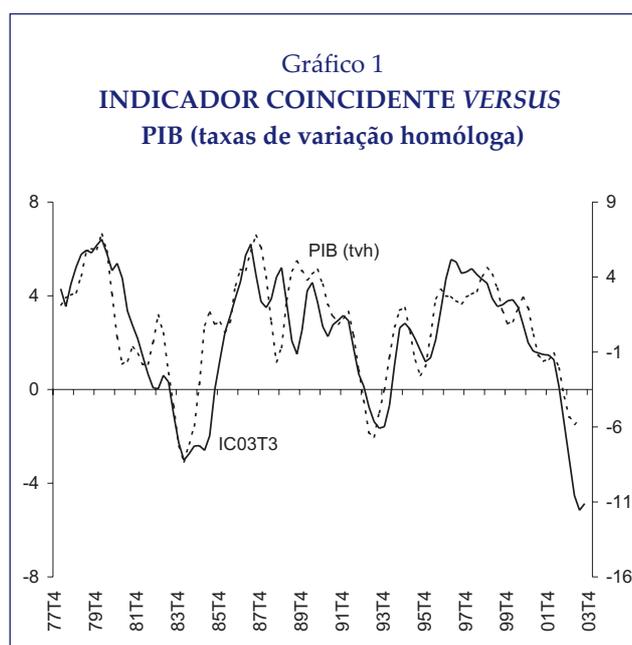
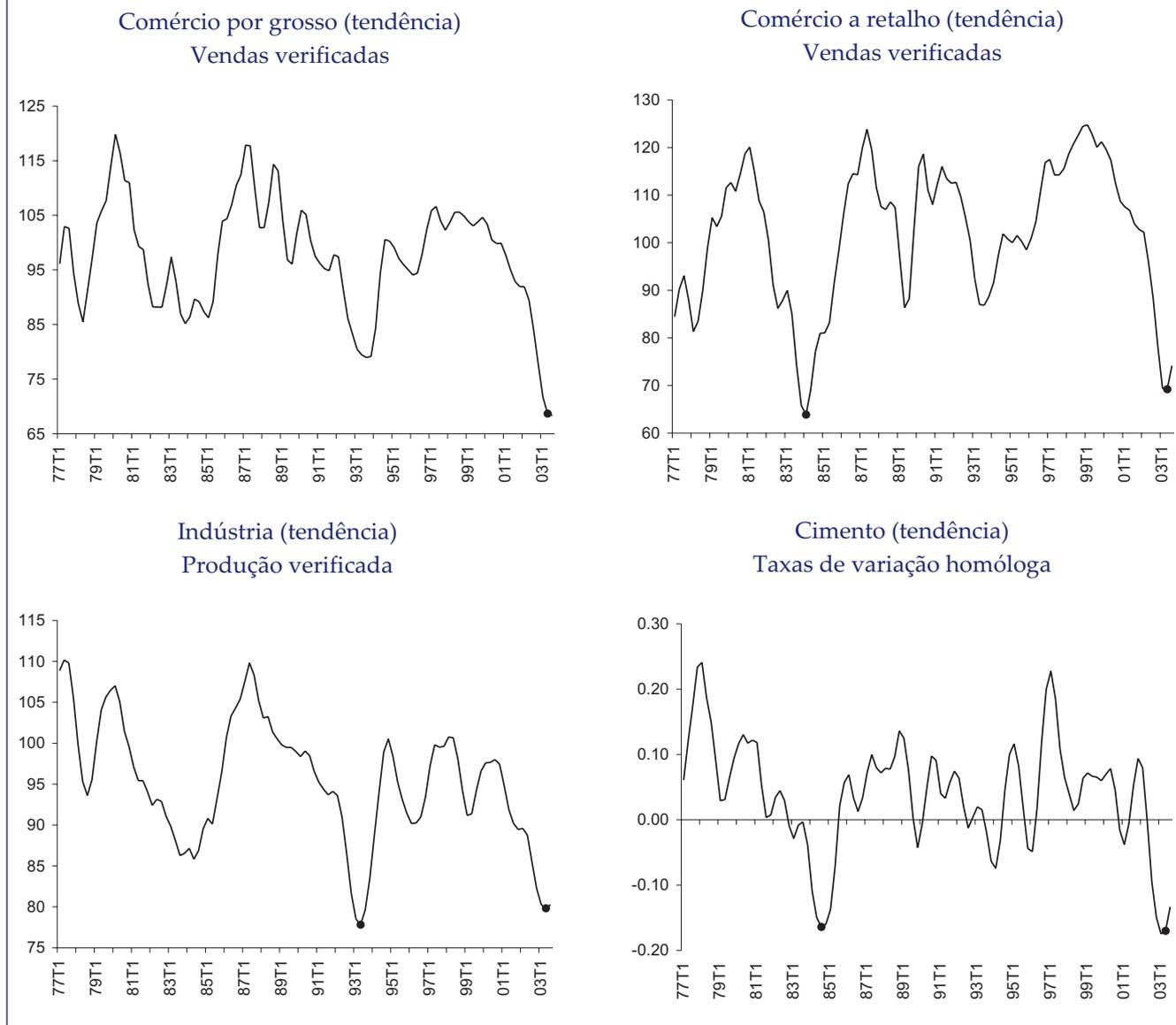


Gráfico 2

VARIÁVEIS QUE ENTRAM NA CONSTRUÇÃO DO INDICADOR COINCIDENTE

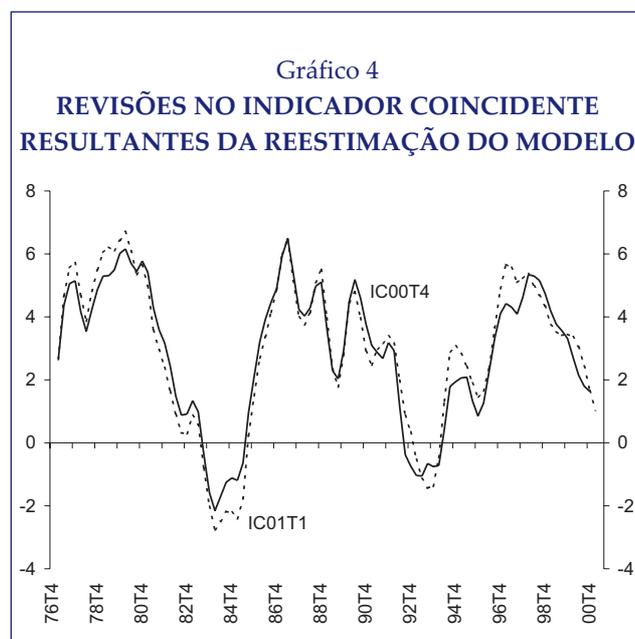


Neste gráfico o indicador coincidente é apresentado proposadamente na sua escala original (escala da direita), i.e., antes de ser reescalado pelo nível das taxas de variação homóloga do PIB trimestral. Com isso se pretende ilustrar que a transformação linear no indicador não altera em nada o perfil de evolução do indicador, mas tão somente limita-se a introduzir uma escala previamente definida para o indicador. Essa figura permite constatar que, de uma maneira geral, o indi-

cador sintético acompanhou de uma forma muito satisfatória o andamento da actividade global da economia portuguesa ao longo dos últimos dez anos. Tal característica permite inferir que o conjunto de séries que entram na sua composição abarca de uma forma muito razoável uma parcela significativa do total da actividade económica.

Verifica-se, contudo, que no período mais recente o indicador coincidente apresenta uma “descontinuidade” na magnitude de variação, relativamente ao andamento do PIB, apresentando aí uma queda substancialmente mais acentuada do que a do nível da actividade. Esta aparente discrepância resulta do comportamento acentuadamente nega-

(3) Nos gráficos ao longo do texto vai-se utilizar continuamente a seguinte notação geral: IC98T2 para representar a versão do indicador coincidente calculado no segundo trimestre de 1998.



tivo observado nesse período em todas as séries “input” (Gráfico 2). Nesse painel de figuras constata-se que, no segundo trimestre de 2003, todas as quatro séries que entram na composição do indicador coincidente apresentam os níveis históricos mais baixos e, pela primeira vez, em simultâneo, o que naturalmente se traduz no mínimo histórico do indicador sintético, observado no segundo trimestre de 2003.

### 3.2. As revisões históricas observadas no longo prazo

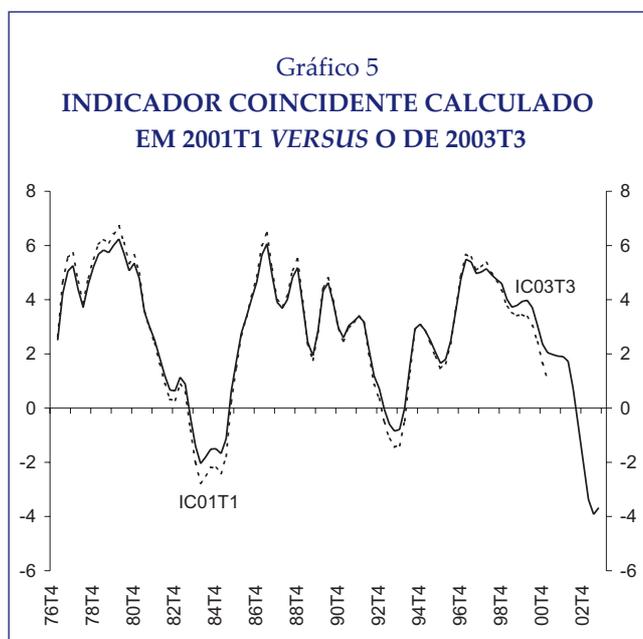
Como mencionado anteriormente, todas as séries “input” são sujeitas a um tratamento prévio — cálculo da tendência — antes de se proceder ao cálculo do indicador sintético. À medida que nova informação vai sendo disponibilizada, a consequente reestimação da tendência de qualquer série introduz revisões nas estimativas anteriores. Essas revisões estão concentradas essencialmente nas observações finais da amostra e, em particular, são mais significativas quando se está na vizinhança dum ponto de viragem (máximo/mínimo). Decorre daqui que o próprio indicador coincidente pode estar sujeito a revisões em particular nas suas últimas observações. Esse ponto é extremamente importante, pois é a informação mais recente do indicador coincidente que suscita maior atenção por parte dos agentes económicos. O desconhecimento deste facto pode provocar algumas leituras “menos precisas” das revisões do indicador coinciden-

te para o período mais recente. Refira-se, porém, que, em geral, essas revisões não têm sido muito significativas, numa perspectiva de longo prazo, o que está patente no Gráfico 3 onde estão apresentados as versões do indicador calculadas e publicadas originalmente no primeiro trimestre de 1993 (IC93T1) e no quarto de 2000 (IC00T4).

Os parâmetros do modelo formal que sustentam a construção do indicador coincidente foram reestimados no primeiro trimestre de 2001<sup>(4)</sup>, altura em se aproveitou para substituir as séries trimestrais dos inquéritos de opinião do comércio por grosso e a retalho pelas correspondentes séries mensais. Essa alteração permitiu antecipar em cerca de um mês a actualização regular do indicador coincidente. Essa operação provocou uma revisão global na série histórica do indicador coincidente, uma vez que o “contributo” das séries componentes na construção do indicador foi alterado com a reestimação do modelo (Gráfico 4).

É de salientar, no entanto, que essas revisões ainda que tivessem provocado algumas alterações no nível geral da série do indicador sintético não produziu modificações significativas no seu perfil global de evolução, em particular no que se refere às indicações de aceleração/desaceleração e à localização dos pontos de viragem. Esse facto é confirmado pelo elevado coeficiente de correlação linear entre estas duas séries (+0.97).

(4) Ver Anexo 2 dos *Indicadores de Conjuntura* do Banco de Portugal de Janeiro de 2001.



O Gráfico 5 apresenta a versão do indicador coincidente de 2001T1 e a de 2003T3 — a última disponível de momento — para ilustrar, uma vez mais, que as revisões de longo prazo são pouco significativas, o que confere uma elevada robustez aos resultados deste indicador numa perspectiva de longo prazo.

### 3.3. As revisões históricas observadas entre duas versões consecutivas do indicador coincidente

Ainda que as revisões no longo prazo se tenham revelado irrelevantes, as revisões entre duas versões consecutivas podem não ser necessaria-

mente assim, em particular, nos pontos de viragem. Para ilustrar a dimensão dessas revisões na proximidade desses pontos, apresentam-se no Gráfico 6, as parcelas das pontas finais de várias “versões” do indicador coincidente calculadas/publicadas em tempo real pelo Banco de Portugal.

O primeiro painel ilustra as revisões numa fase ascendente do indicador, enquanto o segundo contém as revisões verificadas em dois pontos de viragem, seguidos de uma fase descendente. Nestes gráficos as últimas observações que foram sendo disponibilizadas em tempo real estão assinaladas com um círculo a cheio e as penúltimas com um triângulo. A distância entre qualquer círculo e triângulo que se encontram na mesma vertical ilustra a magnitude das revisões das últimas observações disponibilizada nos trimestres imediatamente precedentes. Daqui se pode constatar que na fase ascendente do ciclo as revisões são predominantemente de sinal positivo ao passo que são maioritariamente de sinal negativo nas fase descendentes do ciclo. Donde se pode concluir que é muito provável que os valores mais recentes do indicador venham a ser revistos em alta logo que a recuperação económica se inicie.

Em seguida apresentam-se (Gráfico 7), num painel de figuras, as revisões das três últimas observações de cada “versão” do indicador coincidente que ocorrem na actualização imediatamente seguinte.

Em cada um dos três painéis são apresentados para além das revisões, a última versão do indica-

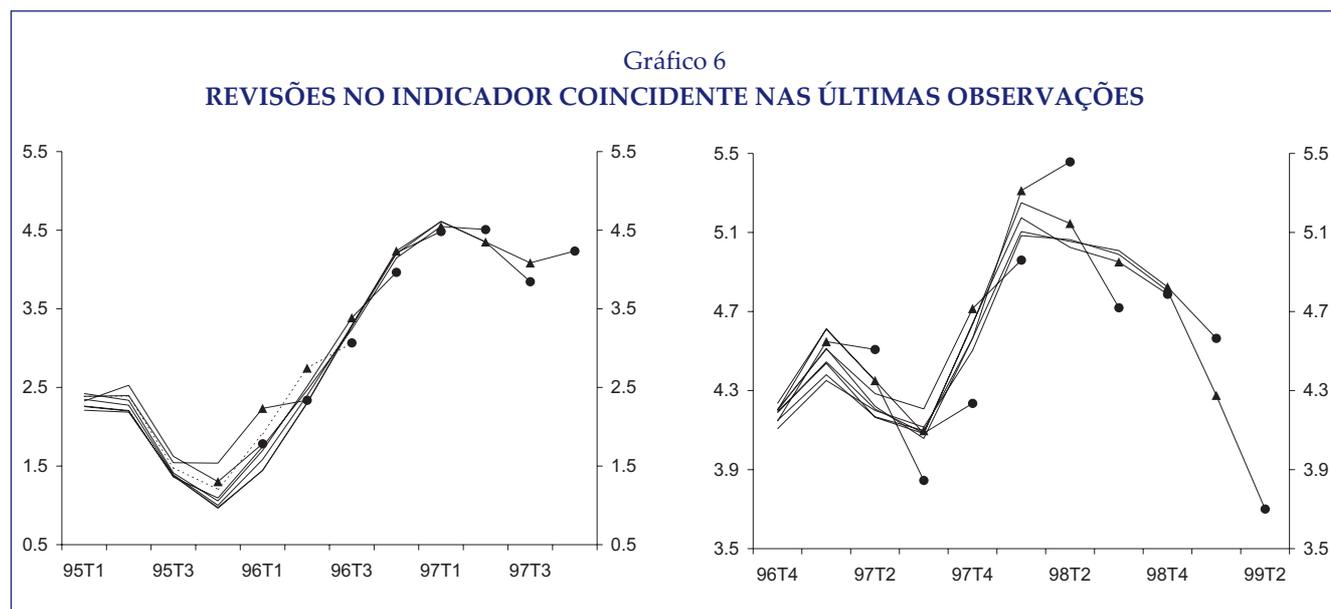
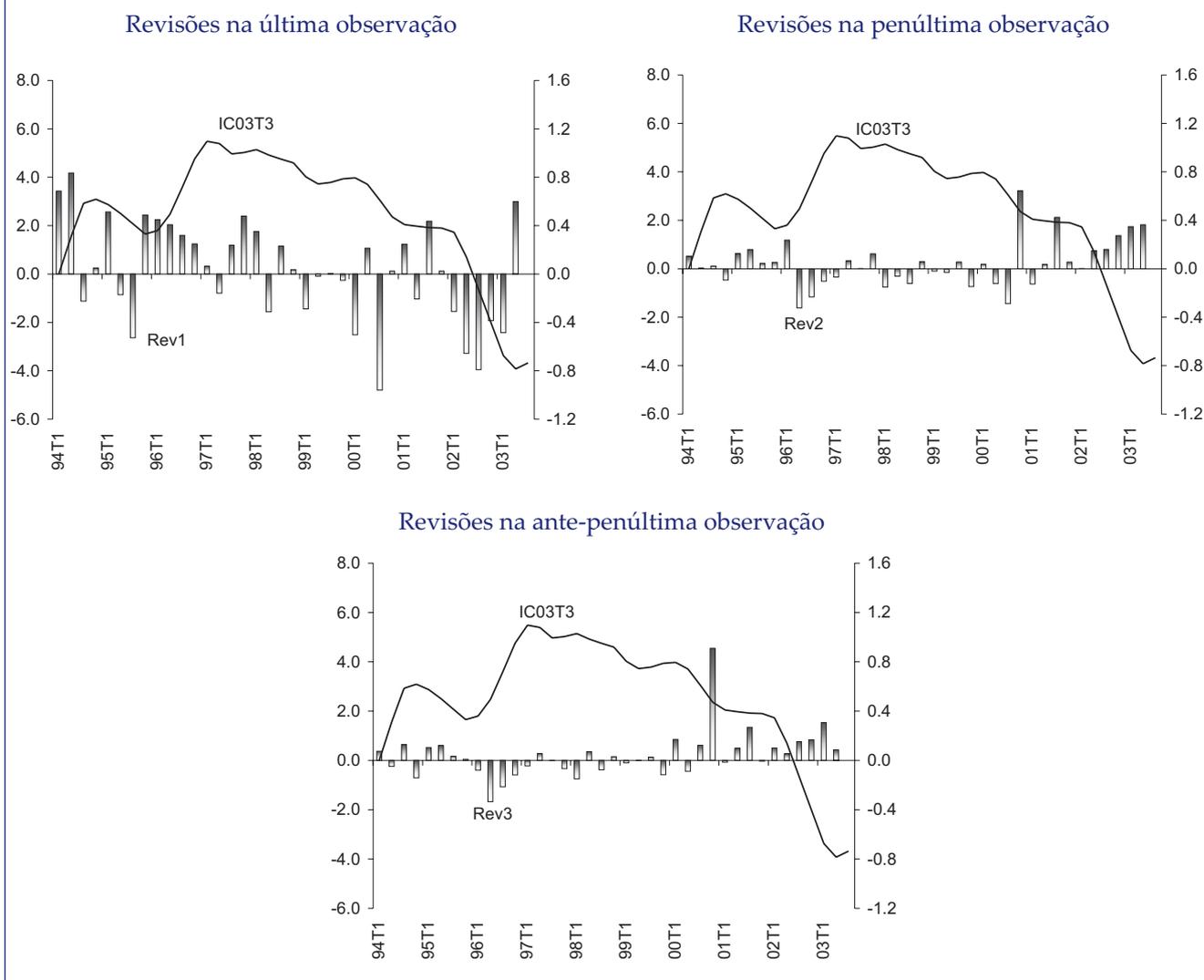


Gráfico 7  
MAGNITUDE RELATIVA DAS REVISÕES OBSERVADAS NAS TRÊS ÚLTIMAS OBSERVAÇÕES



dor coincidente (2003T2). A escala da direita utilizada para as revisões foi propositadamente a mesma, para ilustrar que a magnitude das revisões vão diminuindo no tempo, sendo mais significativas apenas para as últimas observações deixando de ser relevantes para as outras duas. O primeiro painel confirma a característica acima apontada de as revisões serem predominantemente de sinal positivo na fase ascendente do ciclo e de sinal negativo na sua fase descendente. As revisões anómalas que figuram no gráfico para o período 2000T4 estão relacionadas com a já mencionadas descontinuidade do indicador coincidente que resultou da reestimação do modelo que ocorreu no primeiro trimestre de 2001 e par da substituição simultânea das duas séries trimestrais do comércio por correspondentes séries mensais.

No Quadro 1 listam-se algumas medidas descritivas referentes às séries das revisões.

#### 4. CONCLUSÕES

O indicador coincidente para a actividade económica do Banco de Portugal é utilizado na análise de conjuntura desde 1993. Apesar do seu cálculo, por questões metodológicas, assentar em apenas quatro séries — três de natureza qualitativa e uma quantitativa (vendas internas de cimento) — o seu comportamento ao longo da última década tem sido notável. A sua evolução tem acompanhado de uma forma muito satisfatória a evolução do produto, medido pelas taxas de variação homóloga do PIB trimestral, quer em termos de aceleração/desaceleração quer em termos de identificação

Quadro 1

**ALGUMAS MEDIDAS DESCRITIVAS  
DAS REVISÕES<sup>(a)</sup>**

	Das últimas observações	Das penúltimas observações	Das ante- penúltimas observações
Média.....	0.35	0.13	0.10
1º Quartil.....	0.21	0.05	0.04
Mediana.....	0.31	0.10	0.08
3º Quartil.....	0.48	0.16	0.13
Máximo.....	0.84	0.42	0.31
Mínimo.....	-0.96	-0.32	-0.33
Desvio Padrão	0.24	0.11	0.08

Nota:

(a) Estas estatísticas foram calculadas, à excepção do máximo e do mínimo, com base nos valores absolutos das revisões; os valores de 2000T4 não foram levados em conta para estes cálculos pelas razões acima apresentadas.

dos pontos de virgem. A sua “colagem” ao PIB trimestral deriva naturalmente da elevada cobertura da actividade económica proporcionada pelo conjunto de séries utilizadas no seu cálculo.

De salientar que das quatro séries que entram na sua composição, três resultam da informação de inquéritos qualitativos, pelo que se pode concluir que os inquéritos de opinião contêm informação muito relevante para a leitura do andamento da conjuntura, desde que seja convenientemente tratada.

Devido aos procedimentos utilizados no seu cálculo o indicador coincidente é sujeito a revisões ao longo do tempo. A análise histórica permite identificar que essas revisões têm sido relevantes apenas no curto prazo, i.e., quando se confronta o indicador divulgado num trimestre com o do trimestre imediatamente precedente, e em particular quando se está em presença de pontos de viragem. Num horizonte temporal mais longo as revisões são praticamente insignificantes, o que confere grande robustez ao indicador.

## REFERÊNCIAS

- Auerbach, A., 1982, “The Index of Leading Indicators: Measurement without Theory”, Thirty-five Years Later, *The Review of Economics and Statistics*, November.
- Dias, F., 1993, “Um Indicador Coincidente Sintético para o Acompanhamento da Conjuntura Económica”, *Boletim Trimestral*, Banco de Portugal, Junho.
- Forni, M., Hallin, M., Lippi, M. e Reichlin, L., 2000, “The Generalized Factor Model: Identification and Estimation”, *The Review of Economics and Statistics*, 82(4).
- Gomes, F., 1995, “Um Indicador Coincidente e um Indicador Avançado para o Consumo Privado”, *Boletim Trimestral*, Banco de Portugal, Setembro.
- Mitchell, W. e Burns, A., 1938, “Statistical Indicators of Cyclical Revivals”, *NBER Bulletin* 69, New York.
- Stock, J. e Watson, M., 1989, “New Indexes of Coincident and Leading Economic Indicators”, in *NBER Macroeconomics Annual*, 1989.
- Stock, J. e Watson, M., 1998, “Diffusion Indexes” *NBER Working Paper* no. 6702.

## A UTILIZAÇÃO DE INQUÉRITOS QUALITATIVOS NA ANÁLISE DE CONJUNTURA\*

*Raquel Henriques dos Santos\*\**

### 1. INTRODUÇÃO

Os inquéritos de opinião revestem-se de clara importância na análise e previsão de curto prazo da actividade económica, uma vez que são disponibilizados com algum avanço em relação à generalidade dos indicadores quantitativos e incluem questões de natureza prospectiva. De facto, o atraso com que os indicadores quantitativos são divulgados confere aos qualitativos um papel essencial na análise da conjuntura económica. Adicionalmente, refira-se que estes questionários cobrem sectores de actividade, como os serviços, para os quais a informação quantitativa é geralmente escassa. Finalmente, os indicadores qualitativos sugerem tendências de comportamento futuro dos agentes económicos para variáveis tão diversas como o consumo, a poupança ou a produção.

Em geral, os dados recolhidos são apresentados sob a forma de saldos de respostas extremas, que podem ser utilizados para aproximar às taxas de variação das variáveis de referência, fornecendo indicações de aceleração ou desaceleração das mesmas.

Alguns estudos empíricos têm mostrado que os indicadores de confiança, em particular, antecipam a evolução cíclica dos principais agregados económicos, embora por vezes surjam como coincidentes ou atrasados. Mesmo neste último caso, a infor-

mação é muito relevante já que permite validar o andamento das variáveis macroeconómicas. Mencione-se, ainda, que os indicadores qualitativos não sofrem revisões após a sua publicação. Não obstante a sua utilidade, é preciso ter presente que estes não deixam de se basear em inquéritos, envolvendo um carácter subjectivo.

Este estudo avalia, de uma forma relativamente exhaustiva, a utilização de inquéritos de opinião na análise de conjuntura, tirando partido do facto de estas séries estarem disponíveis, na generalidade dos casos, desde Janeiro de 1987. Na secção 2 apresenta-se uma análise estatística elementar das diversas perguntas dos inquéritos, assim como uma breve descrição das séries quantitativas para as quais vai ser testado o poder informativo contido nos indicadores de confiança. A secção 3 apresenta os resultados da análise de correlação entre estas variáveis de referência e as variáveis qualitativas consideradas. Na secção 4 é calculada uma medida de ruído/informação para os dados de opinião. Na secção 5 efectua-se uma análise de componentes principais. Por fim, a secção 6 conclui.

### 2. DADOS

#### 2.1. Inquéritos qualitativos

Este estudo utiliza os resultados dos inquéritos de conjuntura aos consumidores, à indústria transformadora (desde 1987), ao comércio a retalho e à construção (desde 1989), divulgados mensalmente pela Comissão Europeia (CE). Estas séries estão já corrigidas de variações sazonais (c.v.s.). Nos casos do comércio por grosso e do comércio total, o pe-

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

\*\* Este estudo foi desenvolvido no âmbito de um estágio realizado no Departamento de Estudos Económicos do Banco de Portugal. Agradecimentos especiais a Pedro Duarte Neves, Carlos Coimbra, António Rua, Francisco Craveiro Dias e Sara Noorali pelos seus comentários e sugestões.

ríodo de análise é menor, sendo que as séries utilizadas correspondem às publicadas pelo Instituto Nacional de Estatística (INE), a partir de 1994, e não têm correcção de sazonalidade. O período amostral, para efeitos deste artigo, termina em Junho de 2003.

As questões incluídas nos inquéritos de opinião são apresentadas no Quadro 1. Com o objectivo de sintetizar a informação recolhida, a Comissão calcula indicadores de confiança. Estes são obtidos por média aritmética simples dos saldos de respostas extremas<sup>(1)</sup> (s.r.e.) de um conjunto de questões consideradas de maior relevância em cada inquérito. Deste modo, o Indicador de Confiança dos Consumidores inclui a situação financeira nos próximos 12 meses, a situação económica geral nos próximos 12 meses e as expectativas de poupança e de desemprego (com sinal negativo); o Indicador de Confiança na Indústria Transformadora considera as expectativas de produção nos próximos meses, a carteira de encomendas e os *stocks* (com sinal negativo); o Indicador de Confiança na Construção agrega a carteira de encomendas e as expectativas futuras de emprego; os indicadores de confiança no comércio incluem as perguntas acerca da actividade presente e esperada da empresa e do nível de existências (com sinal negativo). A CE divulga ainda o Indicador de Sentimento Económico, que procura agregar e sumariar a percepção dos agentes económicos dos diversos sectores, como forma de reflectir a actividade global. Este indicador composto não é mais do que a média ponderada dos indicadores de confiança na indústria transformadora (com peso de 40 por cento), no consumo, na construção e no comércio a retalho (cada um com 20 por cento)<sup>(2)</sup>.

Para o cálculo das estatísticas descritivas apresentadas nesse quadro foram considerados dados mensais, embora os inquéritos à indústria transfor-

madora e aos consumidores também incluam questões de periodicidade trimestral. O primeiro conjunto de gráficos (Gráficos 1) representa a evolução dos indicadores de confiança em Portugal para o período mencionado. De um modo geral, a proporção de respostas “abaixo do normal” é superior à proporção de respostas “acima do normal”. Este resultado ilustra claramente que o nível dos s.r.e. não tem um significado preciso, pelo que a análise deverá ser baseada nas variações dos s.r.e., particularmente úteis para identificar acelerações ou desacelerações da variável quantitativa associada. Os saldos apurados no inquérito à construção apresentam o maior grau de volatilidade. As séries em estudo mostram, ainda, uma elevada persistência<sup>(3)</sup>.

## 2.2. Variáveis de referência

Para avaliar a utilidade dos inquéritos de opinião em Portugal no acompanhamento da conjuntura, os dados qualitativos foram comparados com 15 séries quantitativas: Produto Interno Bruto (PIB), consumo privado total, de duradouros e de não duradouros, exportações nominais e reais, deflatores do consumo e do PIB, Índice de Preços no Consumidor (IPC), poupança (em percentagem do rendimento disponível), emprego, taxa de desemprego, formação bruta de capital fixo (FBCF), VAB da indústria transformadora e Índice de Produção da Indústria Transformadora (IPI). Utilizaram-se dados trimestrais do Instituto Nacional de Estatística e do Banco de Portugal, para o período compreendido entre 1987 e 2002. Refira-se que quer o IPI quer o IPC foram trimestralizados, sendo que as séries originais são mensais.

(1) Recorde-se que os inquéritos possuem, habitualmente, três respostas-tipo: “acima do normal” (+), “normal” (=) e “abaixo do normal” (-). O saldo de respostas extremas, sendo a diferença entre as respostas optimistas e as pessimistas, sumaria e quantifica a informação recolhida, embora a sua interpretação não seja imediata. Acresce que as respostas que dão indicação de estabilidade da situação são ignoradas, ao mesmo tempo que o peso dado a respostas de “aumento” e “diminuição” é idêntico. De notar, ainda, que por vezes a possibilidade de respostas ascende a cinco, sendo considerados dois níveis de “aumento” e de “diminuição”; nesse caso o s.r.e. apura-se da seguinte forma:  $\{[(++) + (+)] - [(-) + (-)]\}$ .

(2) Esta forma de cálculo começou a ser utilizada a partir de Setembro de 2001. Até essa data, o indicador baseava-se numa média ponderada dos indicadores de confiança dos consumidores, na indústria, na construção e de uma medida da evolução dos preços das acções. Contudo, este último indicador encontrava-se sujeito a revisões periódicas o que acabava por se reflectir no próprio Indicador de Sentimento Económico. Foi então excluído e passou a ser considerada a série do comércio a retalho, sector bastante significativo na actividade económica. A este propósito veja-se também *Indicadores de Conjuntura* (Setembro 2001), Banco de Portugal.

(3) Exceptuando as séries do comércio total e por grosso, que não são corridas de sazonalidade.

Quadro 1

**INQUÉRITOS QUALITATIVOS**

Questões e estatísticas descritivas

Período	Freq.	Fonte	Unidades		Variável	Média	Desvio-padrão	Autocorrelação <sup>(a)</sup>			
								t-3	t-6	t-9	t-12
1987:01/2003:06	m	CE	s.r.e.	c.v.s.	<b>Indicador de Confiança dos Consumidores</b>	-18	11.2	0.92	0.80	0.69	0.57
1987:01/2003:06	m	CE	s.r.e.	c.v.s.	Situação financeira nos últimos 12 meses	-10	7.3	0.92	0.85	0.74	0.60
1987:01/2003:06	m	CE	s.r.e.	c.v.s.	Situação financeira nos próximos 12 meses	-5	7.9	0.89	0.79	0.70	0.59
1987:01/2003:06	m	CE	s.r.e.	c.v.s.	Situação económica geral nos últimos 12 meses	-18	17.9	0.95	0.88	0.79	0.69
1987:01/2003:06	m	CE	s.r.e.	c.v.s.	Situação económica geral nos próximos 12 meses	-12	14.2	0.90	0.80	0.72	0.62
1987:01/2003:06	m	CE	s.r.e.	c.v.s.	Grandes compras no presente	-27	13.4	0.86	0.72	0.57	0.46
1987:01/2003:06	m	CE	s.r.e.	c.v.s.	Grandes compras nos próximos 12 meses	-5	8.7	0.81	0.74	0.63	0.58
1987:01/2003:06	m	CE	s.r.e.	c.v.s.	Expectativas de desemprego nos próximos 12 meses	26	21.2	0.92	0.82	0.69	0.57
1987:01/2003:06	m	CE	s.r.e.	c.v.s.	Poupança no presente	-36	10.3	0.85	0.72	0.61	0.49
1987:01/2003:06	m	CE	s.r.e.	c.v.s.	Poupança nos próximos 12 meses	-31	7.0	0.76	0.58	0.42	0.25
1987:01/2003:06	m	CE	s.r.e.	c.v.s.	Situação financeira actual do agregado familiar	-3	5.4	0.79	0.64	0.56	0.50
1987:01/2003:06	m	CE	s.r.e.	c.v.s.	Tendência dos preços nos últimos 12 meses	37	14.3	0.88	0.76	0.68	0.65
1987:01/2003:06	m	CE	s.r.e.	c.v.s.	Tendência dos preços nos próximos 12 meses	30	11.8	0.78	0.62	0.47	0.40
1990:1/2003:2	t	CE	s.r.e.	c.v.s.	Expectativas de compra de carro nos próximos 2 anos	-65	4.5	0.72	0.59	0.43	0.29
1990:1/2003:2	t	CE	s.r.e.	c.v.s.	Expectativas de compra de habitação nos próximos 2 anos	-76	3.1	0.64	0.39	0.25	0.19
1990:1/2003:2	t	CE	s.r.e.	c.v.s.	Grandes compras para o lar nos próximos 12 meses	-58	23.7	0.55	0.08	-0.06	-0.18
1987:01/2003:06	m	CE	s.r.e.	c.v.s.	<b>Indicador de Confiança na Indústria Transformadora</b>	-5	8.5	0.90	0.74	0.52	0.29
1987:01/2003:06	m	CE	s.r.e.	c.v.s.	Tendência da produção observada nos últimos meses	1	8.2	0.82	0.66	0.50	0.32
1987:01/2003:06	m	CE	s.r.e.	c.v.s.	Expectativas de produção nos próximos meses	7	8.0	0.81	0.65	0.48	0.32
1987:01/2003:06	m	CE	s.r.e.	c.v.s.	Carteira de encomendas	-15	13.3	0.91	0.77	0.60	0.39
1987:01/2003:06	m	CE	s.r.e.	c.v.s.	Carteira de encomendas para exportação	-13	15.1	0.86	0.65	0.39	0.15
1987:01/2003:06	m	CE	s.r.e.	c.v.s.	Stocks de produtos acabados	7	6.2	0.79	0.59	0.34	0.05
1987:01/2003:06	m	CE	s.r.e.	c.v.s.	Expectativas de emprego nos próximos meses	-12	8.6	0.92	0.82	0.65	0.48
1987:01/2003:06	m	CE	s.r.e.	c.v.s.	Expectativas de preços de venda nos próximos meses	12	9.0	0.82	0.71	0.58	0.44
1987:1/2003:2	t	CE	s.r.e.	c.v.s.	Nível de utilização da capacidade produtiva (em percentagem)	80	2.3	0.81	0.75	0.61	0.51
1987:1/2003:2	t	CE	s.r.e.	c.v.s.	Expectativas de restrições de capacidade	11	9.2	0.90	0.74	0.52	0.28
1987:1/2003:2	t	CE	s.r.e.	c.v.s.	Duração da prod. (meses) assegurada pelas encomendas actuais	4	0.4	0.48	0.39	0.34	0.33
1987:1/2003:2	t	CE	s.r.e.	c.v.s.	Novas encomendas nos últimos meses	-3	14.9	0.89	0.71	0.50	0.26
1987:1/2003:2	t	CE	s.r.e.	c.v.s.	Expectativas de exportação nos próximos meses	9	12.2	0.81	0.64	0.41	0.23

(continua)

Quadro 1

**INQUÉRITOS QUALITATIVOS**

Questões e estatísticas descritivas

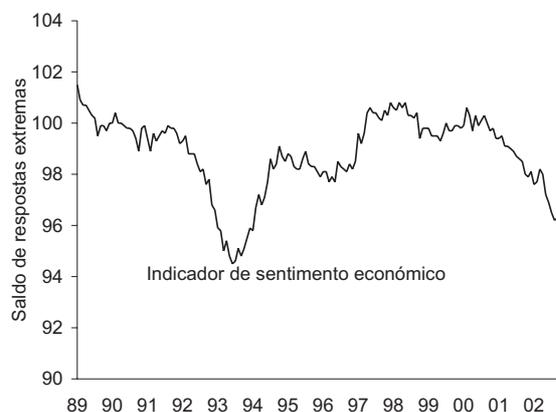
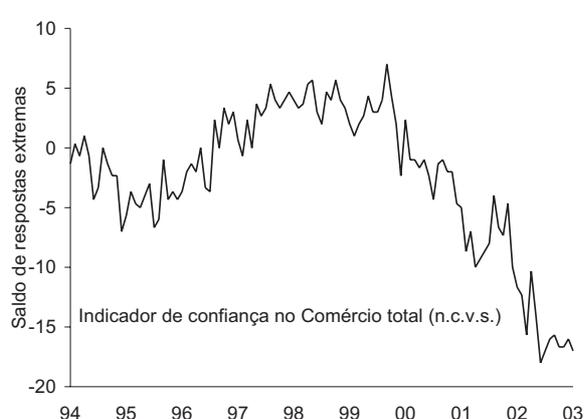
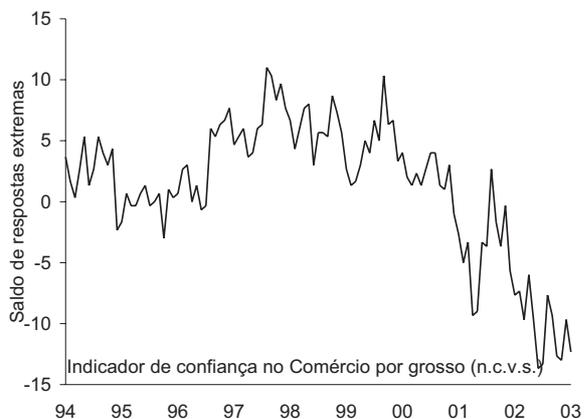
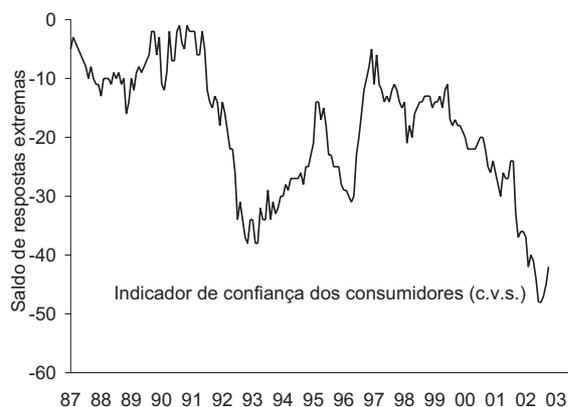
Período	Freq.	Fonte	Unidades	Variável	Média	Desvio-padrão	Autocorrelação <sup>(a)</sup>				
							t-3	t-6	t-9	t-12	
1989:01/2003:06	m	CE	s.r.e.	c.v.s.	<b>Indicador de Confiança na Construção</b>	-22	16.3	0.91	0.84	0.72	0.57
1989:01/2003:06	m	CE	s.r.e.	c.v.s.	Carteira de encomendas	40	18.7	0.89	0.84	0.74	0.61
1989:01/2003:06	m	CE	s.r.e.	c.v.s.	Expectativas de emprego nos próximos meses	4	16.1	0.87	0.77	0.65	0.47
1989:01/2003:06	m	CE	s.r.e.	c.v.s.	Tendência da actividade comparativamente aos meses anteriores	5	12.9	0.80	0.68	0.52	0.35
1989:01/2003:06	m	CE	s.r.e.	c.v.s.	Expectativas de preços nos próximos meses	-7	21.2	0.89	0.83	0.74	0.65
1989:01/2003:06	m	CE	s.r.e.	c.v.s.	<b>Indicador de Confiança no Comércio a Retalho</b>	-7	7.1	0.81	0.73	0.59	0.46
1989:01/2003:06	m	CE	s.r.e.	c.v.s.	Situação actual dos negócios	19	11.8	0.83	0.75	0.62	0.51
1989:01/2003:06	m	CE	s.r.e.	c.v.s.	<i>Stocks</i>	-10	5.1	0.51	0.31	0.23	0.18
1989:01/2003:06	m	CE	s.r.e.	c.v.s.	Expectativas da situação dos negócios nos próximos seis meses	-8	11.4	0.76	0.64	0.54	0.40
1989:01/2003:06	m	CE	s.r.e.	c.v.s.	Exp. evolução encomendas a fornecedores nos próximos 3 meses	13	12.2	0.79	0.67	0.56	0.46
1989:01/2003:06	m	CE	s.r.e.	c.v.s.	Expectativas de emprego nos próximos três meses	3	7.1	0.75	0.62	0.51	0.37
1994:06/2003:06	m	INE	s.r.e.	n.c.v.s.	<b>Indicador de Confiança no Comércio por Grosso<sup>(b)</sup></b>	1	5.7	0.81	0.69	0.69	0.64
1994:06/2003:06	m	INE	s.r.e.	n.c.v.s.	Volume de vendas	0	11.9	0.53	0.47	0.33	0.55
1994:06/2003:06	m	INE	s.r.e.	n.c.v.s.	Nível de existências	2	3.8	0.15	0.21	0.02	-0.10
1994:06/2003:06	m	INE	s.r.e.	n.c.v.s.	Encomendas aos fornecedores	-2	10.1	0.51	0.50	0.39	0.60
1994:06/2003:06	m	INE	s.r.e.	n.c.v.s.	Preços de venda	6	6.5	0.14	-0.26	0.05	0.32
1994:06/2003:06	m	INE	s.r.e.	n.c.v.s.	Actividade da empresa	-8	9.6	0.87	0.80	0.72	0.62
1994:06/2003:06	m	INE	s.r.e.	n.c.v.s.	Previsão da actividade	14	8.8	0.73	0.49	0.53	0.71
1994:06/2003:06	m	INE	s.r.e.	n.c.v.s.	Perspectivas de emprego	-5	8.6	0.63	0.53	0.44	0.32
1994:06/2003:06	m	INE	s.r.e.	n.c.v.s.	<b>Indicador de Confiança no Comércio Total<sup>(b)</sup></b>	-2	6.1	0.93	0.86	0.80	0.70
1994:06/2003:06	m	INE	s.r.e.	n.c.v.s.	Volume de vendas	-4	11.8	0.66	0.66	0.46	0.61
1994:06/2003:06	m	INE	s.r.e.	n.c.v.s.	Nível de existências	4	3.0	-0.03	0.17	-0.14	0.12
1994:06/2003:06	m	INE	s.r.e.	n.c.v.s.	Encomendas aos fornecedores	-7	10.7	0.65	0.77	0.52	0.69
1994:06/2003:06	m	INE	s.r.e.	n.c.v.s.	Preços de venda	7	6.8	0.16	-0.14	0.09	0.46
1994:06/2003:06	m	INE	s.r.e.	n.c.v.s.	Actividade da empresa	-14	10.3	0.91	0.85	0.77	0.67
1994:06/2003:06	m	INE	s.r.e.	n.c.v.s.	Previsão da actividade	10	9.5	0.82	0.70	0.67	0.69
1994:06/2003:06	m	INE	s.r.e.	n.c.v.s.	Perspectivas de emprego	-4	8.1	0.76	0.63	0.47	0.40
1989:01/2003:06	m	CE	1995=100	c.v.s.	<b>Indicador do Sentimento Económico</b>	98.7	1.7	0.93	0.81	0.64	0.45

Nota:

(a) Consideram-se desfasamentos mensais, à excepção dos dados trimestrais em que o cálculo se refere aos quatro trimestres desfasados.

(b) No cálculo dos indicadores de confiança no comércio por grosso e no comércio total foi aplicada a metodologia utilizada na construção do indicador de confiança no comércio a retalho.

Gráficos 1  
INDICADORES DE CONFIANÇA (s.r.e.)



### 3. VARIÁVEIS QUALITATIVAS E AGREGADOS DE REFERÊNCIA: ASSOCIAÇÃO ESTATÍSTICA

Inicialmente, as respostas aos inquéritos e os indicadores de confiança da Comissão foram confrontados com a taxa de variação homóloga (tvh) das variáveis quantitativas anteriormente mencionadas<sup>(4)</sup>. Carnazza e Parigi (2001) procedem a uma análise semelhante, concluindo acerca da importância dos dados qualitativos na avaliação macroeconómica actual e futura.

Os resultados são apresentados no Quadro 2 e nos Gráficos 2. O desfasamento para o qual é observado o maior coeficiente de correlação é utilizado para classificar o indicador qualitativo como atrasado, coincidente ou avançado.

As principais conclusões são as seguintes:

- (a) O Indicador de Confiança dos Consumidores surge avançado em cerca de dois trimestres face ao consumo privado. As questões que apresentam correlações mais elevadas (de cerca de 0.80) referem-se às situações financeira e económica geral nos últimos e nos próximos 12 meses, com indicações coincidente e avançada num trimestre, respectivamente;
- (b) Os saldos de respostas extremas apurados junto dos consumidores apresentam, da mesma forma, indicações muito úteis relativamente à desagregação do consumo em bens duradouros e não duradouros. As correlações são elevadas, oscilando entre 0.70 e 0.80;
- (c) No caso do inquérito ao comércio a retalho, as correlações com as séries consideradas são mais baixas. Refira-se que a avaliação da situação actual dos negócios aparenta algum desfasamento em relação ao consumo privado;
- (d) Considerando o comércio total, as respostas aos inquéritos apresentam correlações elevadas quando comparadas com as séries de referência do consumo, da FBCF ou do próprio PIB. As perguntas acerca do volume de vendas e da actividade actual da empresa

são bastante informativas, apesar da sua natureza coincidente, no primeiro caso, ou mesmo atrasada, no segundo. O Indicador de Confiança no Comércio Total também revelou associações estatísticas muito fortes. No entanto, a curta dimensão da amostra utilizada e a sua não correcção de sazonalidade poderão estar a inviabilizar uma análise mais robusta. O mesmo se pode dizer em relação ao comércio por grosso;

- (e) O inquérito à indústria transformadora parece mostrar resultados menos significativos, com coeficientes de correlação de cerca de 0.50 para o VAB e de 0.60 para o IPI. Este resultado pode reflectir o facto de que o efeito na produção industrial do início de projectos de grande dimensão (como ocorridos na indústria automóvel) é significativamente superior ao efeito correspondente em indicadores de natureza qualitativa. O gráfico respectivo evidencia a importância deste aspecto para o período de 95-97<sup>(5)</sup>. É de realçar que se obtêm correlações mais elevadas entre as questões qualitativas do inquérito à indústria transformadora e o PIB ou a FBCF, do que com o IPI ou o VAB Industrial;
- (f) O Indicador de Sentimento Económico fornece indicações contemporâneas da evolução da actividade, observando-se um coeficiente de correlação de 0.70. Saliente-se a forte correlação com a FBCF (0.75, no período coincidente) e a significativa indicação avançada num trimestre da evolução do emprego (0.88).

Algumas questões particulares desses inquéritos permitiram também o apuramento de conclusões interessantes no âmbito do estudo de variáveis adicionais: emprego total, taxa de desemprego, poupança, exportações e preços. O Quadro 3 e os Gráficos 3 fazem a síntese dos resultados.

Observa-se que:

- (a) Em geral, é significativa a correlação entre as questões dos inquéritos e as variáveis adicionais em estudo. Destaca-se o papel dos da-

(4) À excepção da taxa de desemprego e da poupança que são expressas como uma percentagem.

(5) Refira-se que em estudos realizados para outros países foram encontradas associações estatísticas mais fortes (por exemplo, Goldrian *et al* (2001) e Santero e Westerlund (1996)).

Quadro 2

**ANÁLISE DE CORRELAÇÃO – VARIÁVEIS QUALITATIVAS E SÉRIES DE REFERÊNCIA**

Inquérito ao Consumo	Variáveis de referência	Coeficiente de correlação de x(t) com a Variável de Referência (t+i)								
		i=-4	i=-3	i=-2	i=-1	i=0	i=1	i=2	i=3	i=4
Ind. Confiança dos Consumidores	Consumo Privado	0.54	0.64	0.70	0.73	0.76	0.77	0.78	0.77	0.71
	Consumo Duradouros	0.52	0.59	0.64	0.65	0.66	0.66	0.62	0.59	0.52
	Consumo Não Duradouros	0.42	0.51	0.57	0.61	0.66	0.70	0.76	0.77	0.75
Situação Financeira nos últimos 12 meses	Consumo Privado	0.58	0.67	0.74	0.79	0.82	0.80	0.76	0.69	0.58
	Consumo Duradouros	0.53	0.59	0.64	0.69	0.70	0.66	0.60	0.51	0.39
	Consumo Não Duradouros	0.48	0.57	0.65	0.70	0.74	0.75	0.76	0.72	0.66
Situação Financeira nos próximos 12 meses	Consumo Privado	0.52	0.63	0.70	0.74	0.79	0.81	0.81	0.79	0.71
	Consumo Duradouros	0.42	0.52	0.59	0.62	0.66	0.68	0.66	0.64	0.55
	Consumo Não Duradouros	0.45	0.54	0.60	0.64	0.69	0.73	0.77	0.77	0.73
Situação Económica Geral nos últimos 12 meses	Consumo Privado	0.62	0.70	0.77	0.81	0.84	0.84	0.80	0.74	0.66
	Consumo Duradouros	0.54	0.61	0.68	0.73	0.75	0.74	0.68	0.61	0.51
	Consumo Não Duradouros	0.52	0.60	0.67	0.71	0.74	0.75	0.76	0.73	0.68
	PIB	0.70	0.72	0.71	0.68	0.68	0.62	0.53	0.43	0.32
Situação Económica Geral nos próximos 12 meses	Consumo Privado	0.52	0.61	0.69	0.73	0.77	0.80	0.80	0.78	0.74
	Consumo Duradouros	0.46	0.54	0.62	0.66	0.69	0.73	0.70	0.68	0.62
	Consumo Não Duradouros	0.42	0.51	0.57	0.60	0.65	0.68	0.73	0.73	0.71
	PIB	0.61	0.65	0.66	0.66	0.69	0.64	0.60	0.52	0.43
Inquérito ao Comércio a Retalho	Variáveis de referência	Coeficiente de correlação de x(t) com a Variável de Referência (t+i)								
		i=-4	i=-3	i=-2	i=-1	i=0	i=1	i=2	i=3	i=4
Ind. Confiança no Comércio a Retalho	Consumo Privado	0.38	0.44	0.54	0.58	0.64	0.66	0.60	0.56	0.46
	Consumo Duradouros	0.42	0.46	0.59	0.68	0.73	0.73	0.59	0.46	0.31
	Consumo Não Duradouros	0.27	0.33	0.40	0.40	0.46	0.49	0.51	0.53	0.49
Situação actual dos negócios	Consumo Privado	0.57	0.62	0.68	0.68	0.66	0.61	0.54	0.50	0.44
	Consumo Duradouros	0.60	0.66	0.74	0.76	0.73	0.59	0.43	0.30	0.19
	Consumo Não Duradouros	0.43	0.47	0.51	0.49	0.50	0.52	0.53	0.56	0.54
Expectativas da situação dos negócios nos próximos seis meses	Consumo Privado	0.29	0.33	0.45	0.54	0.67	0.74	0.73	0.71	0.61
	Consumo Duradouros	0.31	0.27	0.38	0.50	0.61	0.72	0.65	0.56	0.46
	Consumo Não Duradouros	0.22	0.30	0.39	0.45	0.56	0.59	0.63	0.66	0.60

Quadro 2

ANÁLISE DE CORRELAÇÃO – VARIÁVEIS QUALITATIVAS E SÉRIES DE REFERÊNCIA

Inquérito ao Comércio Total	Variáveis de referência	Coeficiente de correlação de $x(t)$ com a Variável de Referência ( $t+i$ )									
		i=-4	i=-3	i=-2	i=-1	i=0	i=1	i=2	i=3	i=4	
Indicador de Confiança no Comércio Total	Consumo Privado	0.60	0.63	0.71	0.72	0.75	0.78	0.73	0.63	0.51	
	Consumo Duradouros	0.64	0.66	0.73	0.74	0.73	0.72	0.62	0.49	0.39	
	Consumo Não Duradouros	0.37	0.46	0.55	0.55	0.63	0.68	0.71	0.65	0.53	
	FBCF	0.47	0.50	0.63	0.70	0.74	0.67	0.53	0.38	0.26	
	PIB	0.54	0.61	0.68	0.68	0.80	0.71	0.62	0.58	0.44	
Volume de vendas	Consumo Privado	0.48	0.56	0.68	0.70	0.77	0.70	0.56	0.55	0.34	
	Consumo Duradouros	0.54	0.62	0.71	0.68	0.73	0.66	0.48	0.47	0.25	
	Consumo Não Duradouros	0.26	0.38	0.53	0.58	0.65	0.61	0.56	0.54	0.38	
	FBCF	0.37	0.44	0.61	0.71	0.79	0.66	0.46	0.32	0.10	
Encomendas aos fornecedores	Consumo Privado	0.49	0.59	0.66	0.72	0.78	0.78	0.77	0.66	0.57	
	Consumo Duradouros	0.56	0.65	0.70	0.72	0.77	0.73	0.68	0.57	0.48	
	Consumo Não Duradouros	0.24	0.37	0.49	0.56	0.63	0.67	0.72	0.63	0.57	
	FBCF	0.45	0.50	0.62	0.75	0.79	0.70	0.59	0.41	0.33	
Actividade actual da empresa	Consumo Privado	0.72	0.80	0.85	0.84	0.81	0.75	0.66	0.55	0.42	
	Consumo Duradouros	0.76	0.80	0.83	0.80	0.75	0.66	0.54	0.40	0.26	
	Consumo Não Duradouros	0.47	0.63	0.72	0.72	0.73	0.72	0.70	0.65	0.54	
	FBCF	0.61	0.63	0.68	0.69	0.65	0.53	0.38	0.23	0.09	
	PIB	0.71	0.74	0.76	0.74	0.77	0.66	0.56	0.45	0.31	
Previsão da actividade da empresa nos próximos meses	Consumo Privado	0.48	0.47	0.57	0.58	0.65	0.68	0.61	0.56	0.43	
	Consumo Duradouros	0.51	0.51	0.61	0.63	0.65	0.68	0.50	0.46	0.38	
	Consumo Não Duradouros	0.29	0.32	0.40	0.40	0.50	0.50	0.56	0.52	0.35	
	FBCF	0.29	0.31	0.54	0.62	0.73	0.72	0.53	0.38	0.31	
	PIB	0.36	0.47	0.56	0.55	0.74	0.61	0.55	0.53	0.45	

Quadro 2

**ANÁLISE DE CORRELAÇÃO – VARIÁVEIS QUALITATIVAS E SÉRIES DE REFERÊNCIA**

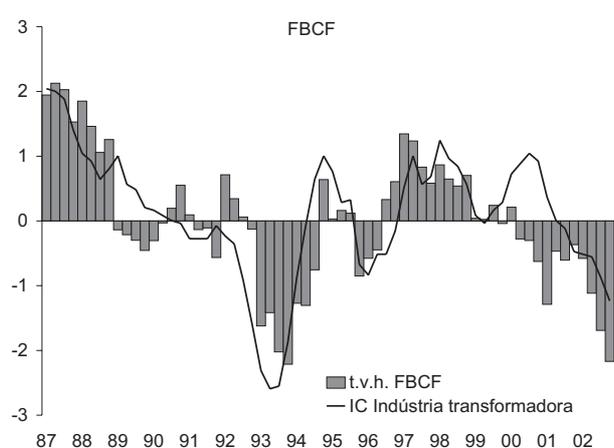
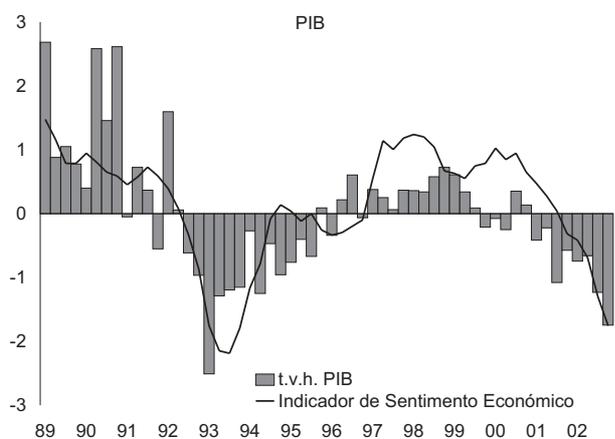
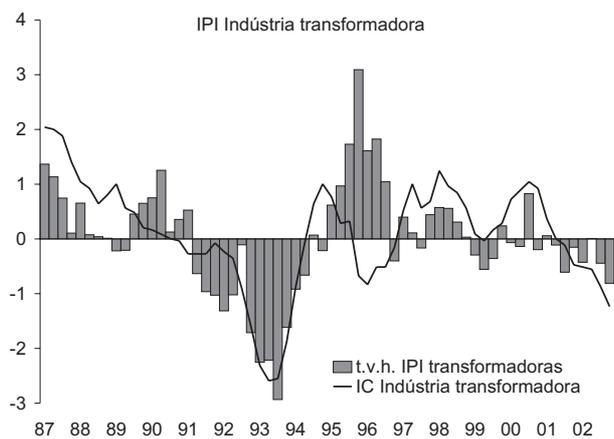
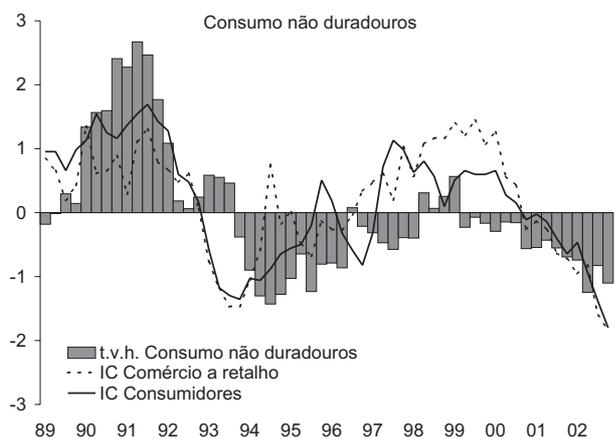
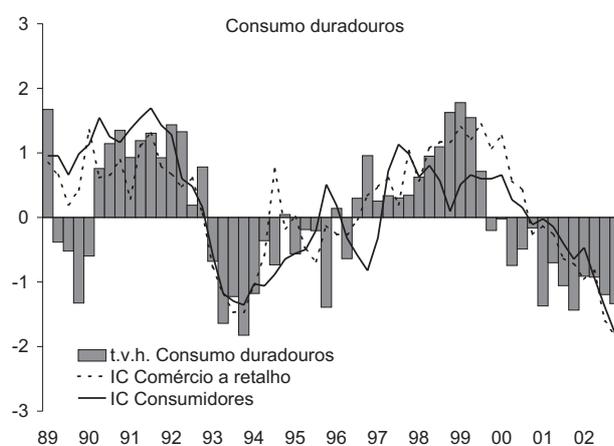
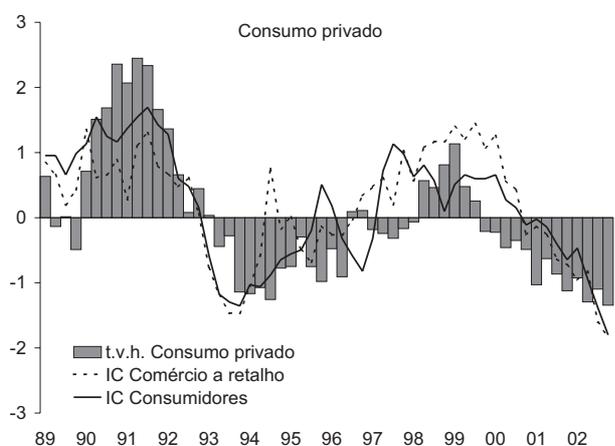
Inquérito ao Comércio por Grosso	Variáveis de referência	Coeficiente de correlação de x(t) com a Variável de Referência (t+i)								
		i=-4	i=-3	i=-2	i=-1	i=0	i=1	i=2	i=3	i=4
Indicador de Confiança no Comércio por Grosso	Consumo Privado	0.47	0.52	0.61	0.62	0.68	0.74	0.70	0.64	0.58
	Consumo Duradouros	0.55	0.58	0.65	0.66	0.67	0.69	0.61	0.52	0.47
	Consumo Não Duradouros	0.25	0.33	0.44	0.43	0.54	0.63	0.64	0.63	0.58
	FBCF	0.42	0.49	0.64	0.74	0.78	0.64	0.53	0.39	0.31
Volume de vendas	Consumo Privado	0.34	0.42	0.56	0.59	0.66	0.63	0.48	0.50	0.37
	Consumo Duradouros	0.42	0.53	0.61	0.63	0.65	0.59	0.42	0.44	0.31
	Consumo Não Duradouros	0.15	0.20	0.40	0.42	0.49	0.48	0.41	0.45	0.36
	FBCF	0.25	0.35	0.56	0.73	0.79	0.64	0.44	0.31	0.18
Actividade actual da empresa	Consumo Privado	0.69	0.78	0.81	0.80	0.77	0.76	0.70	0.62	0.53
	Consumo Duradouros	0.74	0.80	0.81	0.78	0.72	0.67	0.59	0.48	0.36
	Consumo Não Duradouros	0.44	0.59	0.67	0.67	0.67	0.73	0.73	0.71	0.64
	FBCF	0.64	0.69	0.72	0.72	0.67	0.51	0.38	0.27	0.15
Previsão da actividade da empresa nos próximos meses	Consumo Privado	0.33	0.36	0.45	0.46	0.56	0.57	0.50	0.47	0.42
	Consumo Duradouros	0.39	0.42	0.52	0.54	0.58	0.58	0.43	0.39	0.38
	Consumo Não Duradouros	0.15	0.18	0.27	0.25	0.37	0.37	0.42	0.41	0.35
	FBCF	0.19	0.27	0.49	0.62	0.71	0.62	0.49	0.38	0.37
Inquérito à Construção	Variáveis de referência	Coeficiente de correlação de x(t) com a Variável de Referência (t+i)								
		i=-4	i=-3	i=-2	i=-1	i=0	i=1	i=2	i=3	i=4
Indicador de Confiança na Construção	Consumo Duradouros	0.38	0.37	0.40	0.36	0.32	0.26	0.23	0.24	0.28
Tendência da actividade vs. actividade nos meses anteriores	Consumo Duradouros	0.36	0.40	0.47	0.43	0.34	0.26	0.24	0.29	0.39
Carteira de encomendas	Consumo Duradouros	0.38	0.36	0.37	0.32	0.27	0.21	0.17	0.18	0.20

Quadro 2

ANÁLISE DE CORRELAÇÃO – VARIÁVEIS QUALITATIVAS E SÉRIES DE REFERÊNCIA

Inquérito à Indústria Transformadora	Variáveis de referência	Coeficiente de correlação de x(t) com a Variável de Referência (t+i)								
		i=-4	i=-3	i=-2	i=-1	i=0	i=1	i=2	i=3	i=4
Ind. Confiança na Indústria Transformadora	PIB	0.23	0.33	0.45	0.54	0.60	0.59	0.53	0.49	0.46
	VAB Indústria Transformadora	0.37	0.39	0.39	0.39	0.39	0.34	0.27	0.23	0.18
	IPI Ind.Transformadora	0.26	0.32	0.39	0.48	0.56	0.57	0.51	0.45	0.36
	FBCF	0.22	0.37	0.51	0.67	0.76	0.73	0.66	0.54	0.39
Tendência da produção observada nos últimos meses	PIB	0.33	0.42	0.56	0.63	0.67	0.68	0.61	0.61	0.57
	VAB Indústria Transformadora	0.43	0.41	0.41	0.41	0.38	0.33	0.23	0.20	0.17
	IPI Ind.Transformadora	0.26	0.31	0.40	0.50	0.57	0.56	0.49	0.43	0.31
	FBCF	0.26	0.38	0.53	0.68	0.78	0.76	0.70	0.61	0.47
Expectativas de produção nos próximos meses	PIB	0.36	0.45	0.57	0.63	0.68	0.70	0.61	0.61	0.52
	VAB Indústria Transformadora	0.39	0.43	0.40	0.38	0.42	0.33	0.25	0.21	0.13
	IPI Ind.Transformadora	0.27	0.34	0.40	0.48	0.55	0.51	0.46	0.41	0.32
	FBCF	0.20	0.33	0.49	0.66	0.76	0.76	0.69	0.60	0.48
Carteira de encomendas	VAB Indústria Transformadora	0.44	0.45	0.44	0.45	0.42	0.37	0.29	0.24	0.19
	IPI Ind.Transformadora	0.30	0.37	0.45	0.55	0.61	0.61	0.54	0.47	0.35
	FBCF	0.27	0.40	0.52	0.65	0.71	0.68	0.61	0.51	0.38
Novas encomendas nos últimos meses	VAB Indústria Transformadora	0.28	0.37	0.39	0.41	0.47	0.42	0.39	0.36	0.32
	IPI Ind.Transformadora	0.09	0.24	0.33	0.49	0.63	0.65	0.63	0.59	0.48
	FBCF	0.12	0.29	0.44	0.62	0.71	0.67	0.61	0.51	0.42
Indicadores compósitos	Variáveis de referência	Coeficiente de correlação de x(t) com a Variável de Referência (t+i)								
		i=-4	i=-3	i=-2	i=-1	i=0	i=1	i=2	i=3	i=4
Indicador de Sentimento Económico	PIB	0.48	0.56	0.63	0.67	0.70	0.64	0.58	0.50	0.40
	Consumo Privado	0.19	0.27	0.35	0.39	0.43	0.46	0.49	0.51	0.53
	VAB Indústria Transformadora	0.49	0.49	0.44	0.42	0.37	0.26	0.13	-0.05	-0.19
	FBCF	0.40	0.49	0.61	0.70	0.75	0.69	0.57	0.42	0.23
	Emprego Total	0.47	0.56	0.66	0.77	0.85	0.88	0.83	0.71	0.53
	Taxa de desemprego	0.36	0.24	0.09	-0.08	-0.25	-0.38	-0.49	-0.59	-0.67
	Poupança	-0.04	-0.03	-0.01	0.05	0.10	0.13	0.14	0.15	0.13

Gráficos 2  
INDICADORES QUALITATIVOS E TVH DAS VARIÁVEIS DE REFERÊNCIA



Nota:

(a) A escala das variáveis foi alterada de forma a obter média nula e desvio-padrão unitário.

dos qualitativos no acompanhamento da situação no mercado de trabalho: as expectativas de evolução do emprego sectorial — indústria transformadora, comércio a retalho e comércio por grosso — apresentam uma associação estatística elevada com o andamento do emprego total, enquanto que a questão das expectativas dos consumidores relativamente ao desemprego nos próximos 12 meses tem uma correlação bastante forte com a taxa efectivamente observada;

- (b) As perguntas referentes à poupança incluídas no inquérito de conjuntura aos consumidores têm uma correlação ligeira (de cerca de 0.55) com a taxa de poupança, expressa em percentagem do rendimento disponível;
- (c) As perguntas incluídas no inquérito à indústria transformadora com referência à carteira de encomendas e às expectativas de exportação nos próximos meses apresentam uma associação estatística que, apesar de moderada, é mais significativa para as exportações nominais do que para as exportações reais (com coeficientes de correlação de 0.64 e de 0.56, respectivamente)<sup>(6)</sup>.

As questões relativas à evolução dos preços apresentam resultados de especial relevo. Por um lado, a avaliação qualitativa da tendência de preços nos últimos 12 meses mostra uma correlação elevada com a inflação contemporânea; já no que se refere à tendência de preços para os próximos 12 meses, verifica-se uma correlação praticamente nula com a inflação efectivamente verificada. Não existe, assim, nenhuma indicação prospectiva útil neste questionário. Pelo contrário, as expectativas dos preços de venda nos próximos meses disponíveis no inquérito à indústria transformadora apresentam indicações avançadas, em cerca de dois trimestres, sobre a evolução do IPC ou do próprio deflator do PIB. Finalmente, as avaliações dos empresários do sector do comércio sobre a evolução futura dos preços de venda tem uma correlação positiva, embora baixa, com a evolução do IPC e dos deflatores do consumo privado e do Produto.

(6) Esteves (1998) refere que a questão sobre a carteira de encomendas para exportação aproxima melhor à tvh. da procura externa do que das exportações reais.

#### 4. ANÁLISE RUÍDO/INFORMAÇÃO

Os inquéritos de opinião apenas terão uma utilidade efectiva na análise de conjuntura se permitirem captar, de uma forma apropriada, o comportamento futuro das variáveis macroeconómicas relevantes. Neste âmbito, coloca-se o problema de as últimas observações das séries eventualmente reflectirem flutuações irregulares, podendo induzir conclusões erradas para a avaliação da situação económica no curto prazo. Nesse caso, quanto maior for a componente errática das séries, maior cuidado deverá existir na sua interpretação. Em particular, um maior número de s.r.e. recentes será necessário para que as suas indicações sejam realmente credíveis e possam sinalizar pontos de viragem na actividade.

De modo a quantificar esta informação foi utilizada a medida “*Months of Cyclical Dominance*” (*MCD*), cuja essência está em pesar a parte errática na série original deduzida dessa mesma componente. Assim, para uma dada série  $Y$ , o *MCD* corresponde ao rácio entre a variação média da componente irregular ao longo de  $n$  meses e a variação média para o mesmo espaço temporal da série inicial uma vez extraída essa componente de erro<sup>(7)</sup>. Considerando uma amostra com  $T$  elementos, tem-se que:

$$MCD_n(Y) = \frac{\sum_{k=1}^{T-n} |I_{k+n}^y - I_k^y|}{\sum_{k=1}^{T-n} |(Y_{k+n}^y - I_{k+n}^y) - (Y_k^y - I_k^y)|}$$

onde  $Y$  é a série original e  $I$  a sua componente irregular. O rácio compara as diferenças entre os períodos  $k+n$  e  $k$ , em termos absolutos, da componente errática da série com as variações correspondentes da ciclo-tendência (ou seja, da série total com dedução da componente irregular).

À medida que  $n$  aumenta, o  $MCD_n(Y)$  tende a ser progressivamente menor. Enquanto os rácios forem superiores a 1, a componente errática tem maior peso no comportamento da série, pelo que os  $n$  meses considerados não serão suficientes para atribuir confiança à informação nela contida.

Para a extração do resíduo foi utilizado o filtro *band-pass* desenvolvido por Baxter e King

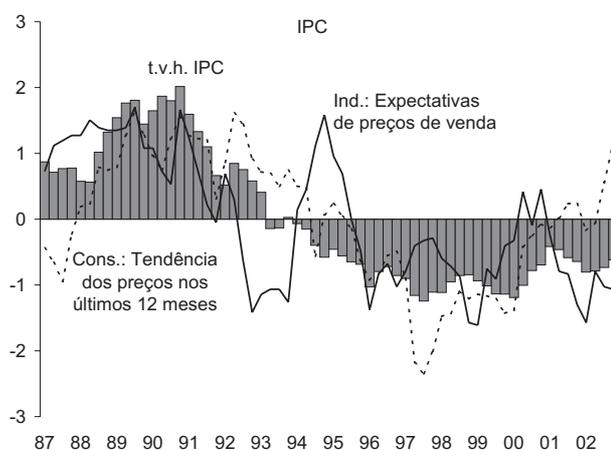
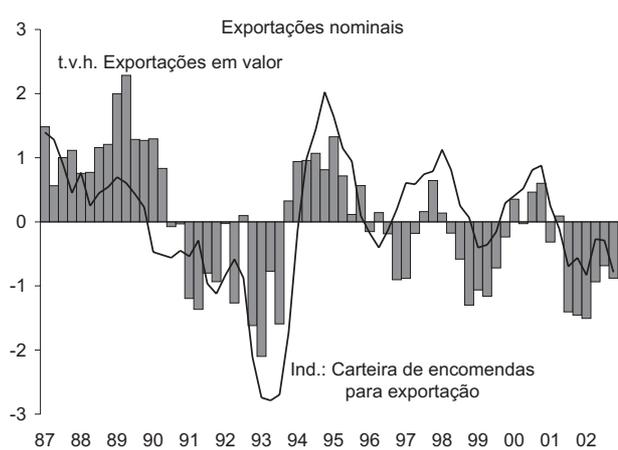
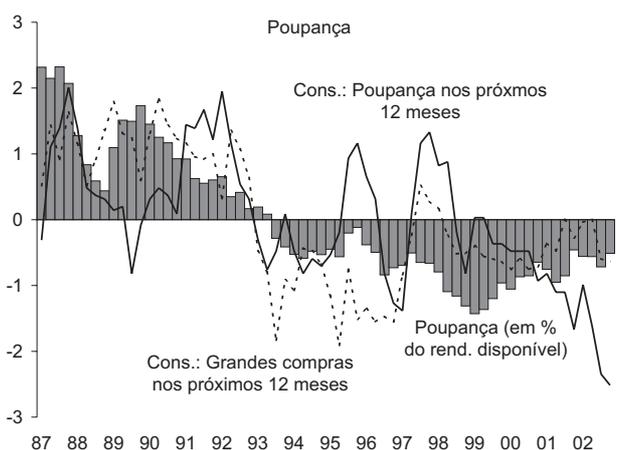
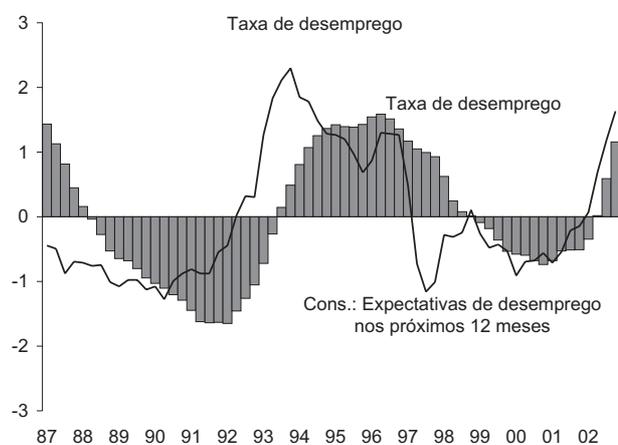
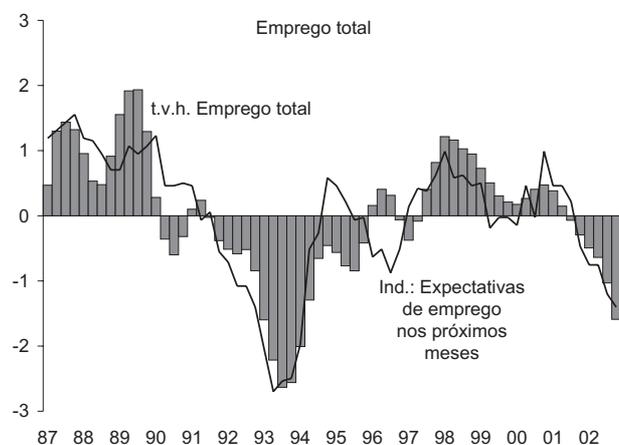
(7) Para este efeito foi considerado o modelo aditivo, tendo-se decomposto a série original em tendência, componente cíclica e componente aleatória.

Quadro 3

**ANÁLISE DE CORRELAÇÃO – EXPLORAÇÃO DE VARIÁVEIS ADICIONAIS  
NOS INQUÉRITOS QUALITATIVOS**

VR: Tx.variação homóloga do emprego total	Coeficiente de correlação de x(t) com a Variável de Referência (t+i)								
	i=-4	i=-3	i=-2	i=-1	i=0	i=1	i=2	i=3	i=4
Inquérito à Indústria Transformadora									
Expectativas de emprego nos próximos meses . . . . .	0.42	0.54	0.68	0.79	0.85	0.84	0.77	0.68	0.60
Inquérito ao Comércio a Retalho									
Expectativas de emprego nos próximos meses . . . . .	0.64	0.61	0.58	0.57	0.59	0.59	0.54	0.43	0.26
Inquérito ao Comércio por Grosso									
Expectativas de emprego nos próximos meses . . . . .	0.15	0.07	0.11	0.36	0.59	0.68	0.70	0.69	0.60
Inquérito ao Comércio Total									
Expectativas de emprego nos próximos meses . . . . .	0.32	0.22	0.22	0.41	0.60	0.67	0.67	0.63	0.52
<b>VR: Taxa de desemprego</b>	<b>Coeficiente de correlação de x(t) com a Variável de Referência (t+i)</b>								
	i=-4	i=-3	i=-2	i=-1	i=0	i=1	i=2	i=3	i=4
Inquérito aos Consumidores									
Expectativas de desemprego nos próximos 12 meses . .	0.00	0.13	0.26	0.41	0.55	0.67	0.76	0.83	0.87
<b>VR: Poupança (em % do rendimento disponível)</b>	<b>Coeficiente de correlação de x(t) com a Variável de Referência (t+i)</b>								
	i=-4	i=-3	i=-2	i=-1	i=0	i=1	i=2	i=3	i=4
Inquérito aos Consumidores									
Poupança no presente . . . . .	0.49	0.52	0.55	0.57	0.52	0.47	0.39	0.30	0.26
Poupança nos próximos 12 meses . . . . .	0.47	0.51	0.53	0.54	0.48	0.42	0.35	0.29	0.27
Grandes compras no presente . . . . .	0.51	0.53	0.57	0.58	0.56	0.53	0.48	0.43	0.42
Grandes compras nos próximos 12 meses . . . . .	0.68	0.70	0.71	0.74	0.74	0.75	0.73	0.72	0.70
<b>VR: Tx.variação homóloga das exportações nominais</b>	<b>Coeficiente de correlação de x(t) com a Variável de Referência (t+i)</b>								
	i=-4	i=-3	i=-2	i=-1	i=0	i=1	i=2	i=3	i=4
Inquérito à Indústria Transformadora									
Carteira de encomendas para exportação . . . . .	0.16	0.34	0.53	0.62	0.64	0.53	0.38	0.21	0.04
Expectativas de exportação nos próximos meses . . . . .	0.24	0.47	0.54	0.62	0.64	0.55	0.44	0.28	0.15
<b>VR: Tx.variação homóloga das exportações reais</b>	<b>Coeficiente de correlação de x(t) com a Variável de Referência (t+i)</b>								
	i=-4	i=-3	i=-2	i=-1	i=0	i=1	i=2	i=3	i=4
Inquérito à Indústria Transformadora									
Carteira de encomendas para exportação . . . . .	0.05	0.23	0.42	0.52	0.55	0.45	0.31	0.16	0.02
Expectativas de exportação nos próximos meses . . . . .	0.11	0.37	0.44	0.52	0.56	0.46	0.38	0.23	0.11
<b>VR: Tx.variação homóloga do IPC</b>	<b>Coeficiente de correlação de x(t) com a Variável de Referência (t+i)</b>								
	i=-4	i=-3	i=-2	i=-1	i=0	i=1	i=2	i=3	i=4
Inquérito aos Consumidores									
Tendência dos preços nos últimos 12 meses . . . . .	0.78	0.77	0.77	0.77	0.77	0.76	0.72	0.68	0.62
Tendência dos preços nos próximos 12 meses . . . . .	0.17	0.14	0.14	0.15	0.15	0.17	0.15	0.14	0.11
Inquérito à Indústria Transformadora									
Expectativas de preços de venda nos próximos meses .	0.54	0.57	0.61	0.63	0.67	0.70	0.72	0.73	0.73
Inquérito ao Comércio por Grosso									
Preços de Venda . . . . .	0.00	-0.03	0.02	0.05	0.17	0.31	0.39	0.42	0.24
Inquérito ao Comércio Total									
Preços de Venda . . . . .	-0.06	-0.05	0.00	0.05	0.17	0.33	0.41	0.45	0.27
<b>VR: Tx.variação homóloga do deflator do cons. privado</b>	<b>Coeficiente de correlação de x(t) com a Variável de Referência (t+i)</b>								
	i=-4	i=-3	i=-2	i=-1	i=0	i=1	i=2	i=3	i=4
Inquérito aos Consumidores									
Tendência dos preços nos últimos 12 meses . . . . .	0.75	0.73	0.70	0.68	0.65	0.65	0.61	0.57	0.52
Tendência dos preços nos próximos 12 meses . . . . .	0.07	0.06	0.03	0.03	0.01	0.03	0.02	0.01	-0.01
Inquérito à Indústria Transformadora									
Expectativas de preços de venda nos próximos meses .	0.62	0.69	0.74	0.78	0.79	0.79	0.77	0.74	0.70
Inquérito ao Comércio por Grosso									
Preços de Venda . . . . .	-0.07	0.02	0.07	0.10	0.18	0.32	0.37	0.36	0.26
Inquérito ao Comércio Total									
Preços de Venda . . . . .	-0.10	-0.02	0.02	0.05	0.15	0.30	0.34	0.34	0.25
<b>VR: Tx.variação homóloga do deflator do PIB</b>	<b>Coeficiente de correlação de x(t) com a Variável de Referência (t+i)</b>								
	i=-4	i=-3	i=-2	i=-1	i=0	i=1	i=2	i=3	i=4
Inquérito aos Consumidores									
Tendência dos preços nos últimos 12 meses . . . . .	0.75	0.74	0.69	0.66	0.65	0.69	0.64	0.58	0.52
Tendência dos preços nos próximos 12 meses . . . . .	0.16	0.16	0.10	0.06	0.03	0.08	0.05	0.02	-0.02
Inquérito à Indústria Transformadora									
Expectativas de preços de venda nos próximos meses .	0.48	0.54	0.63	0.68	0.73	0.78	0.79	0.79	0.75
Inquérito ao Comércio por Grosso									
Preços de Venda . . . . .	-0.25	-0.18	-0.08	0.04	0.19	0.32	0.40	0.44	0.32
Inquérito ao Comércio Total									
Preços de Venda . . . . .	-0.26	-0.17	-0.09	0.04	0.15	0.26	0.31	0.39	0.28

Gráficos 3  
INDICADORES QUALITATIVOS E TVH DAS VARIÁVEIS ADICIONAIS



Nota:

(a) A escala das variáveis foi alterada de forma a obter média nula e desvio-padrão unitário.

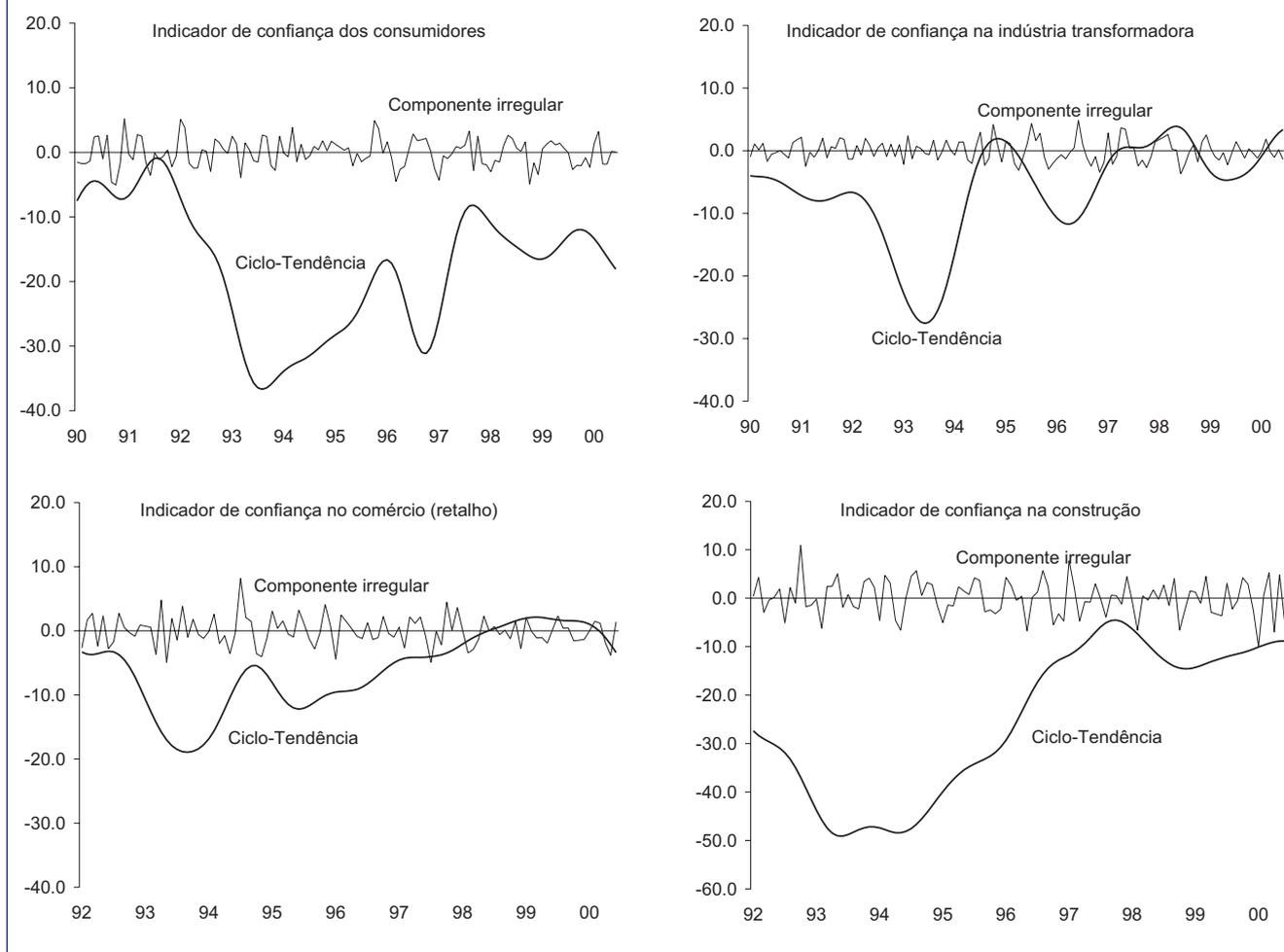
Quadro 4

## COMPONENTE IRREGULAR E CICLO-TENDÊNCIA

Síntese de Indicadores de Qualitativos nota: ciclo-tendência = [12 meses; +∞ [	número de meses (n)					
	1	2	3	4	5	6
Indicador de Confiança dos Consumidores .....	2.06	1.30	0.88	0.72	0.64	0.53
Indicador de Confiança na Indústria Transformadora .....	2.23	1.26	0.82	0.65	0.57	0.45
Indicador de Sentimento Económico .....	2.18	1.16	0.71	0.54	0.50	0.37
Indicador de Confiança do Comércio a Retalho .....	4.86	2.35	1.80	1.26	0.90	0.78
Indicador de Confiança na Construção .....	5.06	2.70	1.80	1.33	1.03	0.84
<b>Emprego Total</b>						
Inquérito à Indústria Transformadora .....	1.68	1.20	0.91	0.68	0.52	0.39
Inquérito ao Comércio a Retalho .....	3.62	2.59	1.78	1.52	1.30	1.05
Taxa de desemprego (Inq.Cons.) .....	2.37	1.15	0.92	0.67	0.58	0.48
Exportações (Inq.Indústria) .....	2.22	1.19	0.80	0.61	0.48	0.43
<b>Poupança (em % do Rendimento Disponível)</b>						
Poupança nos próximos 12 meses (Inq.Cons.) .....	4.37	2.42	1.52	1.24	1.03	0.84
Grandes compras nos próximos 12 meses (Inq.Cons.) .....	4.61	2.63	1.68	1.42	0.97	0.85
<b>Índice de Preços no Consumidor (IPC) - Tendência de preços nos próximos 12 meses</b>						
Inquérito ao Consumo .....	2.79	1.60	1.10	0.80	0.69	0.57
Inquérito à Indústria Transformadora .....	2.62	1.55	1.19	0.85	0.69	0.54

Gráficos 4

## INDICADORES DE CONFIANÇA: RESÍDUO E CICLO-TENDÊNCIA



(1995), considerando flutuações com periodicidade inferior a 12 meses<sup>(8)</sup> como componente irregular e  $k=36$ , habitualmente utilizado para dados mensais. Esta análise centrou-se nos indicadores de confiança da Comissão e nas séries dos s.r.e. relacionadas com o emprego total, a taxa de desemprego, a poupança, as exportações nominais e os preços. O Quadro 4 sintetiza os cálculos efectuados, destacando-se o número de meses para o qual o rácio se torna inferior à unidade. Nos Gráficos 4 visualizam-se a componente irregular e a ciclo-tendência das séries dos indicadores de confiança.

É possível concluir que:

- (a) Os indicadores de confiança dos consumidores, na indústria transformadora e o Indicador de Sentimento Económico apresentam menor ruído, sendo necessários apenas três meses de saldos de respostas extremas para que o rácio MCD seja menor que um. Esta observação sugere o uso de médias móveis de 3 meses na análise destas séries;
- (b) Por sua vez, os indicadores de confiança no comércio a retalho e na construção são muito afectados por flutuações erráticas, pelo que as últimas observações mensais das séries devem ser utilizadas com grande precaução no âmbito da análise de conjuntura. Este resultado aconselha uma ressalva adicional na utilização do inquérito ao comércio a retalho, uma vez que a correlação com as variáveis macro é, regra geral, bastante elevada;
- (c) As séries do mercado de trabalho, as exportações nominais e as expectativas da indústria transformadora relativamente aos preços possuem uma baixa componente irregular. Resultados menos positivos foram obtidos para a poupança, emprego no comércio a retalho e tendência do nível de preços quando avaliada pelos consumidores.

## 5. COMPONENTES PRINCIPAIS

A análise de componentes principais permite avaliar até que ponto as respostas às diversas questões dos inquéritos apresentam um desenvolvimento comum ou se, pelo contrário, contêm alguma informação específica. O grau de proximidade entre os resultados pode ser medido pela proporção da variância das perguntas consideradas que é explicada pela primeira componente principal.

No Quadro 5 expõem-se os valores para os seis inquéritos, utilizando-se inicialmente as questões incluídas no cálculo do indicador de confiança respectivo e, de seguida, todo o questionário.

Conclui-se que, em especial para os inquéritos aos consumidores, à indústria transformadora e à construção, a proporção da variância explicada pela primeira componente principal é bastante forte, podendo significar que, nestes casos, os agentes tendem a responder com base num sentimento geral de optimismo ou pessimismo face à situação económica. Para os inquéritos ao comércio, os valores encontrados são mais baixos, não variando significativamente quando se englobam todas as perguntas. O mesmo já não se passa para o primeiro conjunto de inquéritos, que exploram variáveis tão diversas como sejam o emprego, a poupança ou os preços.

As correlações observadas entre as componentes principais dos inquéritos e as variáveis de referência são elevadas, conforme mostram os Gráficos 5 para o consumo privado e para o PIB, chegando mesmo a ultrapassar os coeficientes calculados para o Indicador de Confiança dos Consumidores (de 0.78 para 0.82) e o Indicador de Sentimento Económico (de 0.72 para 0.77). Estes resultados sugerem que a actual definição dos indicadores de confiança — baseadas no cálculo de médias aritméticas simples — poderá não ser a mais apropriada para estabelecer relações directas com os agregados macroeconómicos de referência.

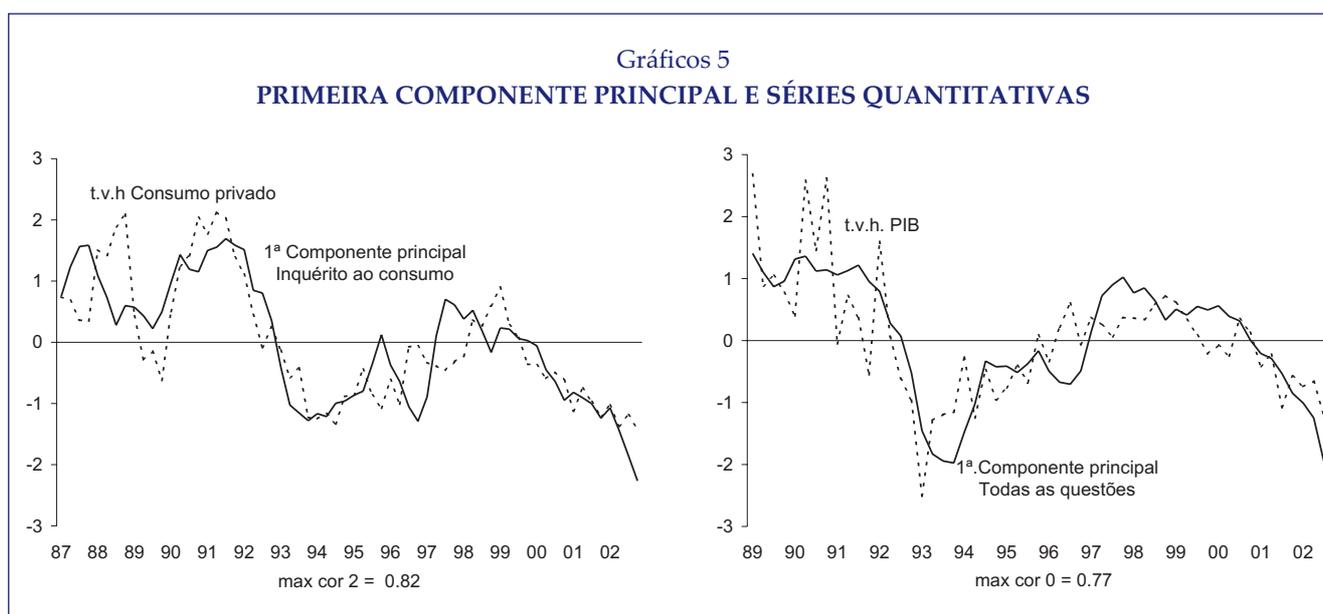
---

(8) Outras bandas foram testadas, como por exemplo os limites superiores de 6 e 9 meses, mas a análise relativa pretendida não vem alterar as conclusões expressas neste artigo.

Quadro 5

**PROPORÇÃO DA VARIÂNCIA DO CONJUNTO  
DE QUESTÕES EXPLICADA PELA 1ª COMPONENTE PRINCIPAL**

Período	Inquérito	Questões incluídas no cálculo do Indicador de Confiança	Todas as questões do inquérito
1987:01 a 2003:06	Consumo	0.81	0.63
1987:01 a 2003:06	Indústria	0.83	0.76
1989:01 a 2003:06	Construção	0.87	0.73
1989:01 a 2003:06	Comércio a Retalho	0.62	0.67
1994:06 a 2003:06	Comércio por Grosso	0.58	0.54
1994:06 a 2003:06	Comércio Total	0.64	0.59



## 6. CONCLUSÕES

A análise efectuada ao longo deste estudo revelou que:

- A informação contida nos inquéritos qualitativos de opinião é extremamente útil para o acompanhamento da análise de conjuntura;
- Refira-se, em particular, a forte associação estatística — coincidente ou avançada (geralmente num trimestre) — entre os s.r.e. do inquérito de conjuntura aos consumidores e as várias componentes do consumo privado (com valores próximos de 0.80);
- Relativamente à actividade, os indicadores qualitativos não proporcionam, em termos gerais, indicações de carácter avançado. No entanto, porque são disponibilizados com algum avanço face aos quantitativos, a evolução destas séries acaba por dar indicações mais atempadas sobre o comportamento do Produto. A informação mais útil é retirada do inquérito à indústria transformadora na questão referente às expectativas de produção nos próximos meses e no próprio Indicador de Sentimento Económico, síntese da situação económica geral;
- Os inquéritos de opinião permitem ainda que se explorem variáveis adicionais. Por

exemplo, o inquérito à indústria transformadora fornece informações com relativo avanço sobre a evolução dos preços no curto prazo;

- (e) A generalidade dos inquéritos considerados apresenta indicações avançadas sobre a evolução do nível de emprego. Adicionalmente, os consumidores antecipam de forma relativamente precisa a evolução futura da taxa de desemprego;
- (f) As perguntas referentes à carteira de encomendas para exportação e às expectativas de exportação apresentam alguma associação estatística com a taxa de crescimento das exportações, principalmente quando expressa em termos nominais;
- (g) Com o objectivo de avaliar a qualidade das respostas aos inquéritos foi calculado um rácio de ruído/informação. Os resultados mostram que os indicadores de confiança dos consumidores, na indústria transformadora e o Indicador de Sentimento Económico possuem uma componente irregular menos importante, fornecendo assim indicações globalmente adequadas para a análise do comportamento a curto prazo das variáveis associadas. Nesses casos, são necessários apenas três meses de respostas para que a interpretação dos indicadores seja efectivamente informativa;
- (h) Os inquéritos ao comércio a retalho e à construção têm um desempenho inferior quando comparados com os restantes questionários. Assim se conclui não só porque as associações estatísticas são mais baixas como também a componente errática das séries é muito elevada;
- (i) A análise de componentes principais sugere que as respostas aos inquéritos apresentam uma evolução mais ou menos comum, pelo que, em todas as questões, os agentes económicos tendem a expressar o seu sentimento geral face à actual conjuntura económica;
- (j) Nem sempre os indicadores de confiança construídos com base na metodologia das médias aritméticas simples constituem as melhores aproximações às variáveis em estudo no caso português. Com efeito, os resultados preliminares apresentados na secção 5 deste artigo sugerem que as questões

individuais dos inquéritos, se combinadas de forma mais eficiente, poderão apresentar uma associação estatística mais forte com as variáveis macroeconómicas de interesse.

## REFERÊNCIAS

- Baxter M. e King R., "Measuring Business Cycles: Approximate Band-Pass Filters for economic time series", *NBER WP* 5022.
- Britton E., Cutler J. e Wardlow A., "The Bank's use of survey data", Bank of England, *Quarterly Bulletin* (Maio 1999).
- Carnazza P. e PARIGI G., "The evolution of Confidence for European Consumers and Businesses in France, Germany and Italy", Banca d'Italia, Nº 406 (Junho 2001).
- Esteves R., "A quantificação da informação fornecida por inquéritos qualitativos – a procura externa de bens e serviços", Banco de Portugal, *Boletim Económico* (Setembro 1998).
- Goldrian G., Lindbauer J.D. e Nerb G., "Evaluation and development of confidence indicators based on harmonised business and consumer surveys, European Commission", *Economic Paper* 151 (Maio 2001).
- Hüfner F. e Schröder, "Forecasting Economic Activity in Germany – How useful are Sentimento Indicators?", ZEW, *Discussion Paper* Nº 02-56 (2002).
- "Indicadores de Conjuntura", Banco de Portugal (Setembro 2001) (Maio 2003).
- "Inquérito Mensal de Conjuntura ao Comércio", Instituto Nacional de Estatística (Junho de 1994 a Junho de 2003).
- Inquérito de Conjuntura ao Comércio – Metodologia*, Instituto Nacional de Estatística (1992);
- Manteu C., "The use of survey data by Banco de Portugal", Banco de Portugal (2000).
- Mourougane A. e Roma M., "Can Confidence Indicators be useful to predict short term real GDP Growth?", *ECB WP Series* 133 (2001).
- Neves, Pedro D., "Indicadores para análise económica", *mimeo*, (2003).
- Rua A., "Indicadores compósitos para a actividade económica na área do euro", Banco de Portugal, *Boletim Económico* (Setembro 2002);
- Santero T. e Westerlund N., "Confidence Indicators and their relationships to changes in economic activity," *WP*, OCDE (1996).

Souleles N., "Consumer Sentiment: Its rationality and usefulness in forecasting expenditure – Evidence from the Michigan Micro Data", *NBER WP Series* 8410 (2001).

"The information content of composite indicators of the euro area business cycle", BCE, *Monthly Bulletin* (Novembro 2001).

"The System of Business surveys in the European Community: an effective and widely respected instrument", Supplement B – *Business and consumer survey results*, *European Commission* (Julho 1991).



*Cronologia das principais medidas financeiras*



### Janeiro

- 15 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal nº 1/2003, DR nº 12, 1ª Série B)** Estabelece, considerando o disposto no artº 42-A e no artº 199-G do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, o regime a que deve obedecer a constituição de filiais de instituições de crédito e sociedades financeiras em países que não sejam membros da Comunidade Europeia.
- 15 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal nº 2/2003, DR nº 12, 1ª Série B)** Estabelece, considerando o disposto no artº 43-A e no nº 4 do artº 117 do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, o regime a que deve obedecer a aquisição, por instituições de crédito, de determinadas participações em outras instituições de crédito com sede no estrangeiro ou em instituições financeiras.
- 15 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal nº 3/2003, DR nº 12, 1ª Série B)** Procede à redefinição dos elementos de informação que devem acompanhar as comunicações relativas às participações qualificadas. Altera o preâmbulo e o nº 1, e adita um nº 2º-A ao aviso nº 3/94, de 22-06.
- 15 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal nº 4/2003, DR nº 12, 1ª Série B)** Altera, tendo em conta as modificações introduzidas no Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras pelo Dec.-Lei nº 201/2002, de 26-09, o aviso nº 10/94, de 18-11 (limites aos “grandes riscos”), redefinindo os tipos de instituições de crédito e de sociedades financeiras sujeitas à sua disciplina.
- 15 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal nº 5/2003, DR nº 12, 1ª Série B)** Redefine, considerando o disposto no artº 113 do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, com a alteração introduzida pelo Dec.-Lei nº 201/2002, de 26-09, os limites ao valor líquido do activo imobilizado das instituições de crédito, bem como ao valor total das acções ou outras partes de capital que as mesmas podem deter.
- 15 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal nº 6/2003, DR nº 12, 1ª Série B)** Estabelece, considerando o disposto no nº 3 do artº 115 do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, com a alteração introduzida pelo Dec.-Lei nº 201/2002, de 26-09, os termos e a periodicidade da publicação das contas pelas instituições sujeitas à supervisão do Banco de Portugal. O presente aviso é aplicável à publicação das contas do exercício de 2002.
- 15 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal nº 7/2003, DR nº 12, 1ª Série B)** Altera, ao abrigo do nº 2 do artº 75 e do artº 195, ambos do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, o aviso nº 1/95, de 17-02, aditando-lhe um nº 4º-A, relativo à atribuição de datas valor aos débitos e créditos em contas de depósitos à ordem, nomeadamente para efeitos de contagem de juros e de disponibilização de quantias creditadas. O presente aviso entra em vigor no prazo de 60 dias a contar da data da sua publicação.
- 23 de Janeiro (Regulamento nº 1/2003 da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, DR nº 19, 2ª Série)** Fixa a taxa anual, devida pelas entidades emitentes à CMVM, pela supervisão da prestação periódica de informação financeira. Adita um art. 12-A e revoga a alínea c) do nº1 do artº 10 do Regulamento nº 8/2001, de 28-12.
- 29 de Janeiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 7/03/DSBDR)** Comunica que o relatório semestral a elaborar pelos auditores externos das instituições, a que se refere a Carta-Circular nº 17/2002/DSB, de 14-02, deverá ser enviado ao Banco de Portugal até ao final do trimestre subsequente à data de referência do reporte, com efeito a partir da informação relativa a 31-12-2002.
- 30 de Janeiro (Despacho do Ministério das Finanças nº 1825/2003, DR nº 25, 2ª Série)** Autoriza, ao abrigo do disposto no nº 2 do artº 66 da Lei nº 32-B/2002, de 30-12, o Instituto de Gestão do Crédito Público a intervir no mercado secundário da dívida pública como parte em operações de reporte, tendo por objecto valores mobiliários representativos da dívida pública directa do Estado admitidos ao mercado especial de dívida pública (MEDIP).

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

*30 de Janeiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 1/DMR)*

Comunica, na sequência da Carta-Circular nº 347/DMR, de 27-10-99, que a taxa de remuneração dos Títulos de Depósito da Série B, para vigorar no período trimestral de contagem de juros que se inicia em 4-2-2003, é de 2,87%.

*31 de Janeiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 8/03/DSBDR)*

Comunica que o Banco de Portugal, tendo em conta o disposto nos nºs. 1.2 e 1.3 do Anexo do Aviso nº 4/2002, aceita que, no cálculo das menos-valias latentes em participações na Sociedade Interbancária de Serviços, SA (SIBS), o “valor presumível da transacção” se baseie no preço praticado pela SIBS na última cedência directa de acções realizada.

*31 de Janeiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 9/03/DSBDR)*

Informa sobre a interpretação dada pelo Banco de Portugal a alguns preceitos contidos no Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, na redacção dada pelo Dec.-Lei nº 201/2002, de 26-9, relacionados com o registo de acumulação de cargos (artº 33), registo dos membros dos órgãos sociais (artº 69), e prazos, informações complementares e certidões (artº 71).

### Fevereiro

*8 de Fevereiro (Aviso do Banco de Portugal nº 8/2003, DR nº 33, 1ª Série B)*

Procede à revisão do regime de provisionamento do crédito vencido (em função do tipo de garantia e do princípio da progressividade dos níveis mínimos de provisionamento), reformula o conceito de crédito de cobrança duvidosa (em função do prazo inicial das operações, da probabilidade atribuída a futuros incumprimentos e numa óptica de carteira) e diferencia, entre as provisões para riscos gerais de crédito, o crédito garantido por hipoteca sobre imóvel destinado à habitação do mutuário. Altera os nºs. 3º, 4º, 5º e 7º do aviso nº 3/95, de 30-6. O presente aviso entra em vigor no último dia do mês em que for publicado, com excepção da alteração ao nº 1 do nº 4º do citado aviso, a qual entra em vigor seis meses após aquela data.

*11 de Fevereiro (Directiva 2002/87/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, JOCE nº 35, Série L)*

Estabelece disposições relativas à supervisão complementar de instituições de crédito, empresas de seguros e empresas de investimento de um conglomerado financeiro e que altera as Directivas 73/239/CEE, 79/267/CEE; 92/49/CEE, 92/96/CEE, 93/6/CEE e 93/22/CEE do Conselho e as Directivas 98/78/CE e 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho. Os Estados Membros devem pôr em vigor as disposições legislativas, regulamentares e administrativas necessárias para dar cumprimento à presente directiva antes de 11-8-2004 e informar directamente a Comissão desse facto.

*17 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal nº 3/2003)*

Cria as condições para que a moeda metálica excedentária possa ser entregue em depósito no Banco de Portugal.

*19 de Fevereiro (Portaria nº 160/2003, DR nº 42, 1ª Série B)*

Determina, ao abrigo do disposto no nº 4 do artº 295 do Código das Sociedades Comerciais, que às sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercados regulamentados sujeitos à supervisão da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários não se aplica o estabelecido no nº 2 do artº 259 do Código das Sociedades Comerciais relativamente às reservas constituídas pelos valores referidos na alínea a) daquele número, quando destinadas à cobertura de prejuízos ou resultados transitados negativos.

### Março

*1 de Março (Regulamento nº 12/2003 do Instituto de Seguros de Portugal, DR nº 51, 2ª Série)*

Estabelece, ao abrigo do nº 2 do artº 10 do Dec.-Lei nº 158/2002, de 2-7, um conjunto de regras relativas ao enquadramento dos fundos de poupança constituídos sob a forma de fundos de pensões. Revoga os nºs. 50 a 58 da Norma nº 298/91, de 13-11.

*12 de Março (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 21/2003/DSB)*

Recomenda às instituições de crédito e sociedades financeiras que examinem com especial atenção as operações contratadas com diversas pessoas singulares ou colectivas residentes em determinados territórios, no âmbito

	das medidas preventivas do branqueamento de capitais. Revoga as Cartas-Circulares n.ºs. 91/2002/DSB, de 06/11 e 5/2003/DSB, de 16-1.
<b>20 de Março (Carta-Circular do Banco de Portugal n.º 25/03/DSBRE)</b>	Divulga o entendimento da Direcção-Geral dos Impostos acerca da transferência, sem perda de benefícios fiscais, de saldos de contas poupança-habitação para outras instituições de crédito.
<b>21 de Março (Aviso do Banco de Portugal n.º 9/2003, DR n.º 68,1ª Série B)</b>	Altera o Aviso n.º 3/95, de 30-6, aditando ao n.º 1.1 do n.º 1 do n.º 15 uma alínea n), a fim de incluir o Fundo de Contragarantia Mútuo no conjunto de entidades cujos activos não estão sujeitos à obrigação de constituição de provisões para riscos específico e gerais de crédito.
<b>22 de Março (Regulamento n.º 14/2003 do Instituto de Seguros de Portugal, DR n.º 69, 3ª Série)</b>	Estabelece, considerando as regras relativas à composição do património dos diferentes tipos de fundos de pensões estabelecidas na norma n.º 21/2002-R, de 28-11, no DL n.º 158/2002, de 2-7, na Portaria n.º 1451/2002, de 11-11, e no DL n.º 204/95, de 5-8, as normas a observar pelas entidades gestoras de fundos de pensões no que respeita ao reporte de informação relativa à composição dos activos dos fundos de pensões por si geridos. Revoga a Norma n.º 10/99-R, de 7-9, mantendo-se, no entanto, em vigor a instrução informática n.º 26 a ela anexa. A presente norma aplica-se pela primeira vez à informação a prestar relativamente à composição dos activos dos fundos de pensões referente a 31-12-2002.
<b>25 de Março (Carta-Circular do Banco de Portugal n.º 26/03/DSBDR)</b>	Recomenda que sejam analisadas cuidadosamente as declarações de rendimentos para efeitos de concessão de crédito à habitação, uma vez que a Direcção-Geral de Impostos alertou para o facto de algumas se não mostram em conformidade com as entregues nos serviços fiscais.
<b>26 de Março (Regulamento da CMVM n.º 2/2003, DR n.º 72, 2ª Série)</b>	Procede à alteração do art.º 68 do Regulamento n.º 12/2000, por forma a garantir a disponibilização por parte dos intermediários financeiros aos respectivos clientes, dos valores devidos por operações relativas a valores mobiliários no próprio dia da liquidação da operação. O presente Regulamento entra em vigor no dia 1-4-2003.
<b>27 de Março (Carta-Circular do Banco de Portugal n.º 2/DMR)</b>	Comunica, com efeitos a partir de 1-4-2003, o novo preçário de serviços prestados pelo SITEME, o qual substitui o que foi anteriormente distribuído em anexo à Carta-Circular n.º 6/DMR, de 10-2-2000.
<b>Abril</b>	
<b>1 de Abril (Regulamento da CMVM n.º 3/2003, DR n.º 77, 2ª Série)</b>	Limita o âmbito da obrigação da abertura de contas individualizadas junto dos intermediários financeiros aos valores mobiliários detidos por instituições de investimento colectivo e fundos de pensões. Altera o art.º 35 do regulamento n.º 14/2000, de 23-03. O presente regulamento entra em vigor em 1-4-2003.
<b>11 de Abril (Portaria n.º 296/2003, DR n.º 86, 1ª Série B)</b>	Determina, nos termos do n.º 3 do art.º 1 do Dec.-Lei n.º 88/94, de 2-4, que os valores mobiliários representativos de dívida pública emitidos ao abrigo da Resolução do Conselho de Ministros n.º 10/2003, de 28-1, sejam acrescentados à lista publicada através da Portaria n.º 377-A/94, de 15-6.
<b>17 de Abril (Carta-Circular do Banco de Portugal n.º 31/03/DSBDR)</b>	Transmite orientações relativamente ao tratamento contabilístico dos Agrupamentos Complementares de Empresas (ACE) com ligações a instituições de crédito.
<b>24 de Abril (Dec.-Lei n.º 83/2003, DR n.º 96, 1ª Série A)</b>	No uso da autorização legislativa concedida pela Lei n.º 25/2002, de 2-11, altera o Dec.-Lei n.º 454/91, de 28-12, concedendo a todas as instituições de crédito o acesso à informação disponibilizada pelo Banco de Portugal relativa aos utilizadores de cheque que oferecem risco.
<b>26 de Abril (Dec.-Lei n.º 86/2003, DR n.º 97, 1ª Série A)</b>	Estabelece as normas gerais aplicáveis à intervenção do Estado na definição, concepção, preparação, concurso, adjudicação, alteração, fiscalização e

	acompanhamento global das parcerias público-privadas. Altera os arts. 1, 12 e 18 e revoga o artº 4 do Dec.-Lei nº 185/2002, de 20-8.
<i>28 de Abril (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 3/2003/DMR)</i>	Comunica que a taxa de remuneração dos Títulos de Depósito da Série B, para vigorar no período trimestral de contagem de juros que se inicia em 4-5-2003, é de 2,53%.
<i>30 de Abril (Dec.-Lei nº 91/2003, DR nº 100, 1ª Série A)</i>	Altera o regime jurídico dos bilhetes do Tesouro (BT). Dá nova redacção aos artºs. 2 e 7 do Dec.-Lei nº 279/98, de 17-09.
<b>Maio</b>	
<i>3 de Maio (Portaria nº 530/2003, DR nº 102, 2ª Série)</i>	Altera, ao abrigo do nº 1 do artº 173 do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Dec.-Lei nº 298/92, de 31-12, o Regulamento do Fundo de Garantia de Depósitos. Revoga a alínea c) do nº 1 do artº 3 e dá nova redacção aos arts. 4, 6, 16, 17 e 19 do referido regulamento, aprovado pela Portaria nº 285-B/95, de 15-09.
<i>12 de Maio (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 33/03/DSB)</i>	Esclarece dúvidas quanto à extensão das matérias sobre as quais o órgão de fiscalização se deve pronunciar, por forma a garantir uma maior harmonização do conteúdo do Parecer a remeter ao Banco de Portugal sobre o sistema de controlo interno.
<i>13 de Maio (Dec.-Lei nº 99/2003, DR nº 110, 1ª Série A)</i>	Altera o regime jurídico do sistema poupança-emigrante. Dá nova redacção aos artºs. 7 e 12 e revoga a alínea e) do nº 1 do artº 3 e o artº 17 do Dec.-Lei nº 323/95, de 29-11, com a redacção que lhe foi dada pelo Dec.-Lei nº 65/96, de 31-05.
<i>15 de Maio (Instrução do Banco de Portugal nº 9/2003)</i>	Na sequência das alterações regulamentares ao regime de provisionamento do risco de crédito, determina às Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras o envio do mapa de provisões, devidamente preenchido, nos trinta dias seguintes ao termo de cada trimestre. Revoga a Instrução nº 91/96, publicada no BNPB nº 1, de 17-06-96.
<i>15 de Maio (Instrução nº 4/2003 do Instituto de Gestão do Crédito Público, DR nº 112, 2ª Série)</i>	Estabelece, ao abrigo do artº 7 do Dec.-Lei nº 279/98, de 17-09, as condições gerais dos bilhetes do Tesouro (BT), bem como o estatuto de operadores de mercado.
<i>19 de Maio (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 34/03/DSB)</i>	Recomenda às instituições que registem, numa perspectiva de grupo, um envolvimento significativo em operações de titularização, a manutenção de um nível de fundos próprios adequado à globalidade dos riscos que tais operações comportam e, designadamente em relação a novas operações de titularização, abster-se de reconhecer qualquer libertação de fundos próprios e proceder à periodificação, ao longo do prazo das mesmas operações, das mais valias apuradas na cedência dos activos.
<i>28 de Maio (Relatório e Contas de 2002 da CMVM, DR nº 123, 3ª Série, Suplemento 3, Parte A)</i>	Publica o relatório da actividade desenvolvida pela CMVM durante o ano de 2002.
<b>Junho</b>	
<i>4 de Junho (Decreto-Lei nº 107/2003, DR nº 129, 1ª Série A)</i>	Altera disposições (entre outros) do Código dos Valores Mobiliários, no domínio do registo das emissões de obrigações colocadas através de oferta pública e dos requisitos relacionados com a auditoria às contas especiais.
<i>11 de Junho (Lei nº 18/2003, DR nº 134, 1ª Série A)</i>	Aprova o regime jurídico da concorrência.
<i>14 de Junho (Decisão do PE e do Conselho nº 2003/429/CE, JOCE nº 147, Série L)</i>	Decisão do Parlamento Europeu e do Conselho relativa ao ajustamento das Perspectivas Financeiras para o alargamento. Ver também Decisão do Parlamento Europeu e do Conselho de 19-5-2003 (2003/430/CE) sobre a revisão das Perspectivas Financeiras, publicada no mesmo JOCE, supramencionado.

**16 de Junho (Instruções do Banco de Portugal nºs 11 e 12/2003, BO nº 6/2003)**

Estabelece a obrigatoriedade de as instituições de crédito e sociedades financeiras prestarem informação financeira por segmentos (áreas de actividade e regiões geográficas).

**27 de Junho (Regulamento da CMVM nº 4/2003, DR nº 146, 2ª Série)**

Fixa o valor da taxa a cobrar pelos serviços prestados pela CMVM às sociedades de titularização de créditos. Adita uma alínea i) ao nº 1 do artº 5 do Regulamento nº 8/2001, de 28-12.

**28 de Junho (Decreto-Lei nº 132/2003, DR nº 147, 1ª Série A)**

Define as sanções aplicáveis no caso de incumprimento das obrigações impostas pelo Regulamento (CE) nº 2560/2001, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19-12, que consagra o princípio da igualdade de encargos entre os pagamentos transfronteiros e os internos, denominados em euros, de valor não superior a 50.000 euros.

### Julho

**8 de Julho (Resolução do Conselho de Ministros nº 89/2003, DR nº 155, 1ª Série B)**

Altera a Resolução do Conselho de Ministros nº 10/2003, de 28-1, que autoriza o Instituto de Gestão do Crédito Público, a contrair em nome e representação da República, empréstimos destinados ao financiamento do défice orçamental, à assunção de passivos e regularização de responsabilidades e ao refinanciamento da dívida pública, em consequência da decisão do Governo de retomar a emissão de bilhetes do Tesouro (BT) como instrumento de financiamento permanente do Estado e também da alteração do regime jurídico desta categoria de valores mobiliários operada pelo DL nº 91/2003, de 30-4. Altera o limite da emissão de dívida pública fundada sob a forma de bilhetes do Tesouro para o montante máximo de 5.500 milhões de euros, e o limite da emissão de outra dívida pública fundada, denominada em moeda com ou sem curso legal em Portugal, sob formas de representação distintas das indicadas anteriormente para o montante de 2 milhões de euros.

**11 de Julho (Decreto-Lei nº 148/2003, DR nº 158, 1ª Série A)**

Transpõe para o ordenamento jurídico interno a Directiva nº 2000/52/CE, da Comissão, de 26-7, que altera a Directiva nº 80/723/CEE, da Comissão, de 25-6, relativa à transparência das relações financeiras entre as entidades públicas dos Estados membros e as empresas públicas, bem como à transparência financeira relativamente a determinadas empresas. As relações de transparência financeira reguladas no presente diploma não se aplicam ao Banco de Portugal.

**11 de Julho (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 54/03/DSBDR)**

Comunica o entendimento do Banco de Portugal acerca das comissões e outras prestações pagas pelos mutuários às instituições de crédito nos termos da alínea d) do nº 1 do artº 4 do DL nº 220/94, de 23-8, relativamente à gestão e manutenção de contas de depósitos à ordem associadas a contratos de crédito à habitação.

**17 de Julho (Regulamento da CMVM nº 6/2003, DR nº 163, 2ª Série)**

Procede à alteração do regulamento nº 4/2002, de 9-2, que estabelece as condições em que as entidades gestoras de fundos de investimento mobiliário podem constituir fundos de índices e fundos garantidos, republicando-o, na íntegra, com as modificações introduzidas.

**17 de Julho (Directiva nº 2003/51/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, JOCE nº 178, Série L)**

Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho que altera as Directivas 78/660/CEE, 83/349/CEE, 86/635/CEE e 91/674/CEE do Conselho, relativas às contas anuais e às contas consolidadas de certas formas de sociedades, bancos e outras instituições financeiras e empresas de seguros. Os Estados-Membros devem pôr em vigor as disposições legislativas, regulamentares e administrativas necessárias para dar cumprimento à presente Directiva antes de 1-1-2005 e informar imediatamente a Comissão desse facto.

**21 de Julho (Instrução do IGCP nº 5/2003, DR nº 166, 2ª Série)**

Altera, ao abrigo do artº 7 do DL nº 279/98, de 17-9, alterado pelo DL nº 91/2003, de 30-4, a instrução nº 4/2003 que estabelece as condições gerais dos bilhetes do Tesouro (BT), bem como o estatuto dos operadores de mercado.

**22 de Julho (Regulamento da CMVM nº5/2003, DR nº 167, 2ª Série)**

Regula, ao abrigo dos artºs 230 e 242 do Código dos Valores Mobiliários, a admissão à negociação em mercado de participações em organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM) abertos, de tipo contratual ou societário. Dá nova redacção ao artº 52 e altera o anexo IV do regulamento nº 10/2000, o qual é republicado com as modificações introduzidas.

**28 de Julho (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 70/2003/DSBDR)**

Recomenda às instituições de crédito e sociedades financeiras que examinem com especial atenção as operações contratadas com pessoas singulares ou colectivas, residentes ou estabelecidas nos seguintes países e territórios: Cook Islands, Egipto, Filipinas, Guatemala, Indonésia, Myanmar, Nauru, Nigéria e Ucrânia, no âmbito das medidas preventivas do branqueamento de capitais. Relativamente a Nauru, mantém-se a aplicação de contramedidas suplementares, devido ao facto de esta jurisdição não ter corrigido satisfatoriamente as graves deficiências do seu sistema de prevenção e combate ao branqueamento de capitais. Revoga a Carta-Circular nº 21/2003/DSB, de 12-03.

**31 de Julho (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 5/DMR)**

Comunica, na sequência da carta-circular nº 347/DMR, de 27-10-99, que a taxa de remuneração dos Títulos de Depósito da série B, para vigorar no período trimestral de contagem de juros que se inicia em 4-8-2003, é de 2,09%.

### Agosto

**4 de Agosto (Regulamento do ISP nº 34/2003, DR nº 178, 2ª Série)**

Estabelece, ao abrigo do nº1 do artº 90 do DL nº 94-B/98, de 17-4, na redacção do DL nº 8-C/2002, de 11-1, um conjunto de regras relativas à natureza dos activos que podem representar as provisões técnicas, aos limites de diversificação e dispersão prudenciais e aos princípios gerais de congruência desses activos, bem como a enunciação de um conjunto de princípios a seguir pelas empresas de seguros na definição, implementação e controlo das políticas de investimento. Com a publicação da presente norma deixam de estar em vigor as regras relativas aos activos representativos das provisões técnicas constantes da Portaria nº 299/99, de 30-4, considerando-se feitas para a presente norma as remissões efectuadas para a referida portaria. Revoga as disposições do capítulo II da norma nº 9/99-R, de 7-9. As empresas de seguros devem dar cumprimento às disposições relativas à definição, implementação e controlo das políticas de investimento, o mais tardar, até 31-12-2003.

**8 de Agosto (Regulamento do ISP nº 38/2003, DR nº 182, 2ª Série)**

Estabelece, ao abrigo do disposto no nº 9 do artº 6 do DL nº 90/2003, de 30-4, alterações ao regime do registo especial dos activos representativos das provisões técnicas em função da hipótese de liquidação das empresas de seguros, como forma de proteger os interesses dos credores de seguros, por imposição da Directiva nº 2001/17/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19-3, transposta para o direito interno pelo referido decreto-lei, e altera, em conformidade, a norma nº 19/2002-R, de 24-7.

**9 de Agosto (Regulamento do ISP nº 39/2003, DR nº 183, 2ª Série)**

Define um conjunto de princípios e regras aplicáveis à codificação dos activos que constituem as carteiras de investimento das empresas de seguros e o património dos fundos de pensões. A presente norma entra em vigor no dia seguinte à sua publicação, devendo na informação relativa à representação das provisões técnicas e à composição dos activos dos fundos de pensões, referente a 30 de Setembro, o código do activo ser preenchido com o código base definido nesta norma.

**13 de Agosto (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 74/03/DSBDR)**

Transmite o entendimento do Banco de Portugal acerca dos critérios que se devem aplicar às *tranches* de notes que não têm o maior grau de subordinação e que não possuem notação de *rating*, para efeito do cálculo de rácios e outros limites prudenciais.

<b>18 de Agosto (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 75/03/DSBDR)</b>	Dada a existência de “cláusulas de substituição” em operações de titularização de créditos a médio e longo prazos, no domínio de empréstimos hipotecários destinados à habitação, transmite o entendimento do Banco de Portugal acerca da substituição de créditos do <i>pool</i> de activos titularizados motivada pela alteração das condições contratuais.
<b>18 de Agosto (Instrução do Banco de Portugal nº 18/2003)</b>	Procede a alterações à Instrução nº 27/2000, com o objectivo de, nomeadamente, adaptar o regime de provisionamento relativamente aos casos em que as instituições cedentes de créditos em operações de titularização sejam detentoras de <i>clean-up calls</i> .
<b>18 de Agosto (Instrução do Banco de Portugal nº 19/2003)</b>	Procede a alterações à Instrução nº 94/96, com o objectivo de clarificar a noção de mercado organizado, para efeitos da constituição de provisões para risco país, e de definir os métodos de valorização dos activos transaccionados nesses mercados.
<b>18 de Agosto (Instrução do Banco de Portugal nº 20/2003)</b>	Estabelece o sistema de prestação de informação sobre as menos valias em participações financeiras, e respectivas provisões, e determina quando deve ser enviado, ao Banco de Portugal, devidamente preenchido, o mapa de reporte dessa informação.
<b>19 de Agosto (Dec.-Lei nº 183/2003, DR nº 190, 1ª Série A)</b>	Altera os artºs 9 e 26 e adita um artº 25-A ao Estatuto da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, aprovado pelo DL nº 473/99, de 8-11 e revoga o artº 211 do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo DL nº 486/99, de 13-11, bem como a Portaria nº 1303/2001, de 22-11, na redacção dada pela Portaria nº 323/2002, de 27-3. O presente diploma entra em vigor a 30 de Agosto de 2003.
<b>22 de Agosto (Lei nº 38/2003, DR nº 193, 1ª Série A)</b>	Autoriza o Governo a legislar em matéria de associações de defesa dos investidores em valores mobiliários.
<b>29 de Agosto (Regulamento da CMVM nº 7/2003, DR nº 200, 2ª Série, Suplemento)</b>	Estabelece a nova estrutura das taxas de supervisão devidas à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, eliminando umas, desagrandando outras, a qual passa a vigorar a partir de 1 de Setembro de 2003.
<b>30 de Agosto (Portaria nº 913-I/2003, DR nº 200, 1ª Série B, Suplemento 4)</b>	Consagra o novo sistema de taxas de supervisão do mercado de valores mobiliários. A presente portaria entra em vigor em 1 de Setembro de 2003.
<b>Setembro</b>	
<b>10 de Setembro (Dec.-Lei nº 203/2003, DR nº 209, Série A)</b>	Estabelece um regime especial de contratação de apoios e incentivos exclusivamente aplicáveis a grandes projectos de investimento enquadráveis no âmbito das atribuições da Agência Portuguesa para o Investimento, E.P.E. (API), nos termos definidos no DL nº 225/2002, de 30-10 e revoga o regime de registo de operações de investimento estrangeiro.
<b>10 de Setembro (Aviso do Banco de Portugal nº 10/2003, DR nº 215, 1ª Série B)</b>	Define o quadro regulamentar relativo às cobranças por débito em conta de depósitos, efectuados no âmbito intrabancário, uniformizando o processo de cobranças electrónicas e clarificando os direitos e deveres das partes envolvidas, e manda-lhes aplicar, subsidiariamente, as normas reguladoras do sistema de débitos directos (SDD). O presente aviso entra em vigor em 1-1-2004.
<b>17 de Setembro (Aviso do Banco de Portugal nº 11/2003, DR nº 222, 1ª Série B)</b>	Altera o aviso nº 11/94, de 21-22, no que se refere à taxa contributiva de base para determinação das contribuições anuais para o Fundo de Garantia de Depósitos, fixando-a em 0,05% para o ano de 2004.
<b>18 de Setembro (Instrução do Banco de Portugal nº 23/2003)</b>	Fixa em 50% o limite do compromisso irrevogável de pagamento a aplicar nas contribuições para o Fundo de Garantia de Depósitos do ano 2004.
<b>24 de Setembro (Instrução do Banco de Portugal nº 24/2003)</b>	Estabelece que o regime transitório estabelecido no nº 9º do Aviso nº 10/2001 deixa de ser aplicável às operações de titularização que se realizem após 30 de Setembro de 2003.



*Working papers*



## WORKING PAPERS

## 1998

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

## 1999

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

## 2000

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

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

**2001**

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

**2002**

- 1/02 QUANTILE REGRESSION ANALYSIS OF TRANSITION DATA  
— *José A.F. Machado, Pedro Portugal*
- 2/02 SHOULD WE DISTINGUISH BETWEEN STATIC AND DYNAMIC LONG RUN EQUILIBRIUM IN ERROR CORRECTION MODELS?  
— *Susana Botas, Carlos Robalo Marques*
- 3/02 MODELLING TAYLOR RULE UNCERTAINTY  
— *Fernando Martins, José A. F. Machado, Paulo Soares Esteves*
- 4/02 PATTERNS OF ENTRY, POST-ENTRY GROWTH AND SURVIVAL: A COMPARISON BETWEEN DOMESTIC AND FOREIGN OWNED FIRMS  
— *José Mata, Pedro Portugal*
- 5/02 BUSINESS CYCLES: CYCLICAL COMOVEMENT WITHIN THE EUROPEAN UNION IN THE PERIOD 1960-1999. A FREQUENCY DOMAIN APPROACH  
— *João Valle e Azevedo*

- 6/02 AN "ART", NOT A "SCIENCE"? CENTRAL BANK MANAGEMENT IN PORTUGAL UNDER THE GOLD STANDARD, 1854-1891  
— Jaime Reis
- 7/02 MERGE OR CONCENTRATE? SOME INSIGHTS FOR ANTITRUST POLICY  
— Margarida Catalão-Lopes
- 8/02 DISENTANGLING THE MINIMUM WAGE PUZZLE: ANALYSIS OF WORKER ACCESSIONS AND SEPARATIONS FROM A LONGITUDINAL MATCHED EMPLOYER-EMPLOYEE DATA SET  
— Pedro Portugal, Ana Rute Cardoso
- 9/02 THE MATCH QUALITY GAINS FROM UNEMPLOYMENT INSURANCE  
— Mário Centeno
- 10/02 HEDONIC PRICES INDEXES FOR NEW PASSENGER CARS IN PORTUGAL (1997-2001)  
— Hugo J. Reis, J.M.C. Santos Silva
- 11/02 THE ANALYSIS OF SEASONAL RETURN ANOMALIES IN THE PORTUGUESE STOCK MARKET  
— Miguel Balbina, Nuno C. Martins
- 12/02 DOES MONEY GRANGER CAUSE INFLATION IN THE EURO AREA?  
— Carlos Robalo Marques, Joaquim Pina
- 13/02 INSTITUTIONS AND ECONOMIC DEVELOPMENT: HOW STRONG IS THE RELATION?  
— Tiago V. de V. Cavalcanti, Álvaro A. Novo

## 2003

- 1/03 FOUNDING CONDITIONS AND THE SURVIVAL OF NEW FIRMS  
— P.A. Geroski, José Mata, Pedro Portugal
- 2/03 THE TIMING AND PROBABILITY OF FDI:  
An Application to the United States Multinational Enterprises  
— José Brandão de Brito, Felipa de Mello Sampayo
- 3/03 OPTIMAL FISCAL AND MONETARY POLICY: EQUIVALENCE RESULTS  
— Isabel Correia, Juan Pablo Nicolini, Pedro Teles
- 4/03 FORECASTING EURO AREA AGGREGATES WITH BAYESIAN VAR AND VECM MODELS  
— Ricardo Mourinho Félix, Luís C. Nunes
- 5/03 CONTAGIOUS CURRENCY CRISES: A SPATIAL PROBIT APPROACH  
— Álvaro Novo
- 6/03 THE DISTRIBUTION OF LIQUIDITY IN A MONETARY UNION WITH DIFFERENT PORTFOLIO RIGIDITIES  
— Nuno Alves
- 7/03 COINCIDENT AND LEADING INDICATORS FOR THE EURO AREA: A FREQUENCY BAND APPROACH  
— António Rua, Luís C. Nunes
- 8/03 WHY DO FIRMS USE FIXED-TERM CONTRACTS?  
— José Varejão, Pedro Portugal
- 9/03 NONLINEARITIES OVER THE BUSINESS CYCLE: AN APPLICATION OF THE SMOOTH TRANSITION AUTOREGRESSIVE MODEL TO CHARACTERIZE GDP DYNAMICS FOR THE EURO-AREA AND PORTUGAL  
— Francisco Craveiro Dias
- 10/03 WAGES AND THE RISK OF DISPLACEMENT  
— Anabela Carneiro, Pedro Portugal
- 11/03 SIX WAYS TO LEAVE UNEMPLOYMENT  
— Pedro Portugal, John T. Addison

- 12/03** EMPLOYMENT DYNAMICS AND THE STRUCTURE OF LABOR ADJUSTMENT COSTS  
— *José Varejão, Pedro Portugal*
- 13/03** THE MONETARY TRANSMISSION MECHANISM: IS IT RELEVANT FOR POLICY?  
*Bernardino Adão, Isabel Correia, Pedro Teles*
- 14/03** THE IMPACT OF INTEREST-RATE SUBSIDIES ON LONG-TERM HOUSEHOLD DEBT:  
EVIDENCE FROM A LARGE PROGRAM  
— *Nuno C. Martins, Ernesto Villanueva*
- 15/03** THE CAREERS OF TOP MANAGERS AND FIRM OPENNESS: INTERNAL VERSUS EXTERNAL  
LABOUR MARKETS  
— *Francisco Lima, Mário Centeno*