

Banco de Portugal

Boletim económico

Setembro de 2004

Textos de política e situação económica

- A economia portuguesa em 2004 5
- O sistema bancário no primeiro semestre de 2004 53
- Principais desenvolvimentos no mercado de câmbios e de produtos derivados português em 2004 81

Artigos

- Grau de esforço associado ao endividamento das famílias: uma análise baseada em dados microeconómicos 109
- Análise de liquidez e execução de ordens no mercado de acções em Portugal 117
- Regimes cambiais: panorama geral desde as crises nas economias de mercado emergente em meados dos anos 90 129

Cronologia das principais medidas financeiras

- Janeiro a Setembro de 2004 I

Working papers

- 1998 a 2004 i

Estudos Económicos

Volume 10

Número 3

Textos de política e situação económica

A ECONOMIA PORTUGUESA EM 2004

1. INTRODUÇÃO

Em 2004, o PIB português deverá crescer, em termos reais, entre 1 e 1½ por cento, o que compara com uma variação negativa aproximadamente simétrica (-1.3 por cento) em 2003 (Quadro 1.1). A actual previsão confirma essencialmente a que tinha sido apresentada para o crescimento do PIB no *Boletim Económico* de Junho de 2004, correspondendo apenas a um estreitamento do intervalo, com a manutenção do ponto central em 1¼ por cento. Porém, a composição do crescimento aparece agora substancialmente diferente da então apresentada.

As variações reais do consumo privado e das exportações deverão ultrapassar os limites superiores dos respectivos intervalos de previsão divulgados em Junho, e a variação da formação bruta de capital fixo (FBCF) deverá situar-se na parte superior do intervalo correspondente. No entanto, a principal diferença de composição face ao quadro económico traçado em Junho prende-se com a surpreendente evolução das importações de bens e

serviços, que deverão apresentar em 2004 uma taxa de crescimento em volume entre 7 e 9 por cento, cerca do dobro do que tinha sido perspectivado no Boletim de Junho. Desta forma, embora se confirme a previsão da taxa de crescimento do PIB, considera-se agora que existirá um contributo relativamente forte da procura interna para esse crescimento e que o contributo das exportações líquidas de importações será negativo, apesar do referido comportamento favorável das exportações.

Uma implicação desta alteração de composição do crescimento da actividade será um significativo agravamento do défice conjunto das balanças corrente e de capital, por via da deterioração da balança de mercadorias, para o que contribui também uma perda de termos de troca, só em parte associada ao aumento do preço internacional do petróleo. De facto, prevê-se que o défice conjunto das balanças corrente e de capital atinja entre 4¼ e 5¾ do PIB, que compara com 3.6 por cento em 2003⁽¹⁾.

Quadro 1.1

PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICOS

Taxas de variação em percentagem

	2003	2004	Por memória:
			2004
			BE Junho 2004
Consumo privado	-0.7	1 ½ ; 2 ½	¼ ; 1 ¾
Consumo público	0.5	0.6	-0.6
FBCF	-9.6	¾ ; 2 ¾	-¼ ; 2 ¾
Procura interna	-2.5	¾ ; 2 ¾	0 ; 2
Exportações	4.1	7 ; 8	5 ; 6 ½
Procura global	-1.0	2 ½ ; 3 ½	1 ; 3
Importações	-0.5	7 ; 9	2 ¾ ; 5 ¾
PIB	-1.3	1 ; 1 ½	¾ ; 1 ¾
Balança corrente + balança de capital (%PIB)	-3.6	-5 ¾ ; -4 ¼	-4 ; -2
Índice Harmonizado de Preços no Consumidor	3.3	2.4 ; 2.6	2.2 ; 3

Desta forma, não obstante o crescimento bastante moderado do PIB, em 2004 foi interrompido, espera-se que temporariamente, o processo de ajustamento endógeno gradual da situação financeira agregada do sector privado que vinha a caracterizar a evolução da economia portuguesa desde 2001. Dado que as administrações públicas deverão manter em 2004 necessidades líquidas de financiamento próximas das observadas em 2003 (mesmo quando abstraídas as operações especiais de natureza temporária que têm beneficiado o saldo das contas públicas portuguesas), o aumento das necessidades líquidas de financiamento da economia portuguesa traduz uma diminuição da capacidade líquida de financiamento das famílias e empresas residentes. Em 2003, pela primeira vez desde meados da década de 90, o sector privado tinha mostrado uma capacidade líquida de financiamento, de cerca de 1½ por cento quando ajustadas as referidas operações orçamentais de natureza temporária. A confirmarem-se as actuais previsões do Banco de Portugal para 2004, a capacidade líquida de financiamento do conjunto das famílias e empresas residentes deverá ser praticamente nula.

No caso dos particulares, uma manifestação adicional desta evolução da situação financeira é a provável redução em 2004 da respectiva taxa de poupança em cerca de ½ ponto percentual (p.p.) do rendimento disponível. Esta diminuição da taxa de poupança ocorre num contexto de continuada expansão da componente “forçada” desta poupança afecta à amortização da dívida anteriormente contraída pelas famílias, e de comportamento claramente favorável do rendimento disponível, que terá acelerado cerca de 2 p.p. em termos reais, retomando uma taxa de crescimento positiva. Todavia, a recuperação do consumo privado das famílias residentes terá sido ainda mais intensa, após a ligeira queda em 2003 e crescimentos bastante moderados nos dois anos anteriores.

É possível argumentar que existem factores de incerteza estatística que podem estar a provocar alguma sobre-estimação do consumo das famílias residentes, por contrapartida da sub-estimação do

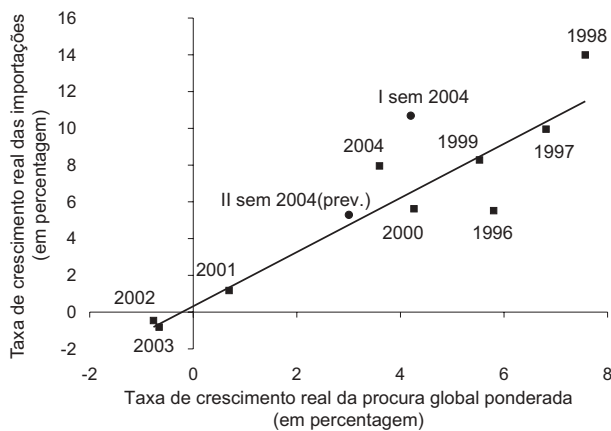
consumo de não residentes que se deslocaram a Portugal em turismo. Desde que a circulação monetária passou a ser em notas e moedas de euro, torna-se particularmente difícil de identificar como receitas de turismo o montante de notas e moedas denominadas em euros que é despendido pelos não residentes, em particular dada a realização em 2004 do campeonato europeu de futebol. Note-se que esta incerteza não afecta a estimativa do PIB, afectando apenas a estimativa de repartição da despesa no território entre despesa realizada por residentes e não residentes e, consequentemente, também outras variáveis como a taxa de poupança dos particulares e o saldo da balança de bens e serviços. De qualquer forma, mesmo que haja alguma sobre-estimação do consumo de residentes, e correspondente sub-estimação da taxa de poupança, a expressão quantitativa do fenómeno deverá ser relativamente reduzida e não poderá alterar qualitativamente o panorama traçado para a evolução da situação financeira agregada das famílias portuguesas.

Como referido, a previsão para a taxa de variação da FBCF foi revista para parte superior do intervalo de projecção divulgado em Junho, com o ponto central do intervalo a ser deslocado para cima em ½ p.p. Estima-se agora um crescimento real positivo entre ¾ e 2¾ por cento, após reduções de 4.9 e 9.6 por cento em 2002 e 2003, respectivamente. Por tipo de bens, apenas a FBCF em construção deverá ainda apresentar uma variação real negativa, enquanto se espera que as outras componentes recuperem para taxas de crescimento positivas, com destaque para um forte aumento, entre 6 e 10 por cento, do investimento em máquinas e produtos metálicos.

No *Boletim Económico* de Junho tinham sido claramente identificados factores de risco relacionados com os comportamentos das procuras internas privada e pública em 2004 poderem vir a revelar-se mais fortes do que previsto, embora não se antecipasse a magnitude dessa revisão e, sobretudo, o seu efeito no crescimento das importações, que basicamente impediu que o maior dinamismo da procura global se transmitisse de forma sensível ao crescimento do produto. O Gráfico 1.1 ilustra o carácter anómalo do crescimento real observado das importações de bens e serviços no primeiro semestre de 2004. Constata-se que a taxa de variação em volume das importações está bastante acima da re-

(1) No *Relatório Anual* de 2003 e no *Boletim Económico* de Junho de 2004, a estimativa do valor do défice para 2003 era de 3.0 por cento do PIB, tendo sido revista em Setembro pelo Banco de Portugal na sequência de uma revisão de estatísticas do comércio internacional divulgada pelo Instituto Nacional de Estatística em Agosto.

Gráfico 1.1
**PROCURA GLOBAL PONDERADA
 E IMPORTAÇÕES DE BENS E SERVIÇOS**



Fonte: Banco de Portugal.

lação média entre esta variável e o indicador de procura global ponderada, em que as taxas de variação das várias componentes da procura interna e das exportações foram ponderadas pelas respectivas percentagens de conteúdo importado médio.

A avaliar pelo indicador coincidente mensal do Banco de Portugal (Gráfico 1.2), a variação homóloga do PIB atingiu o valor mais negativo no final do primeiro semestre de 2003, iniciando depois uma trajectória de recuperação até ao segundo trimestre de 2004. Ao longo do terceiro trimestre, o crescimento homólogo do PIB terá permanecido relativamente estabilizado. A previsão para o conjunto de 2004 apresentada neste *Boletim* assume que nos últimos meses do ano se assistirá a alguma moderação da intensidade do crescimento da procura interna e, em menor grau, do PIB, como parece ser indiciado por alguns indicadores de conjuntura mais recentes. Neste sentido, foi admitido que parte do dinamismo observado pela procura interna e pelas importações teve um carácter temporário, e que progressivamente haverá um retorno a um padrão de crescimento mais equilibrado. De facto, se fosse simplesmente extrapolado para o conjunto do ano o comportamento observado dos indicadores de procura interna, em especial de consumo privado, e de importações, o agravamento do défice externo e das capacidades/necessidades líquidas financiamento das famílias e empresas seria ainda mais acentuado. Porém, o carácter anómalo de al-

Gráfico 1.2
INDICADOR COINCIDENTE DA ACTIVIDADE



Fonte: Banco de Portugal.

gumas das evoluções dos agregados no primeiro semestre sugere que é razoável tratá-las como sendo, pelo menos em parte, temporárias. Obviamente, tal implica um grau de incerteza mais elevado do que é habitual sobre a conjuntura económica portuguesa no presente e no futuro próximo. Esta incerteza concentra-se na composição do crescimento e no financiamento desse crescimento, mais do que na magnitude da taxa de variação do PIB.

Em linha com a recuperação do produto no primeiro semestre de 2004, o emprego total, avaliado pelo Inquérito ao Emprego do Instituto Nacional de Estatística (INE) mostrou uma quase estabilização face ao período homólogo, apresentando uma variação ligeiramente positiva. Uma análise em amostra constante revela que esta evolução resulta duma criação líquida de emprego associada com trabalhadores por conta própria sem trabalhadores ao serviço e com trabalhadores por conta de outrem com vínculo laboral temporário, que mais do que compensou a perda líquida de postos de trabalho com vínculo contratual permanente. A taxa de desemprego tem-se mantido também relativamente estabilizada face a 2003, sendo que no segundo trimestre de 2004 foi de 6.3 por cento, taxa apenas ligeiramente superior à registada no trimestre homólogo. Esta quase manutenção da taxa de desemprego reflectiu uma forte desaceleração do crescimento homólogo do número de desempregados, que passou de 26.5 por cento no conjunto do ano de 2003 (41.7 por cento na primeira metade do ano) para 2.4 por cento no primeiro semestre de 2004. É

de salientar, no entanto, que se está a verificar um forte aumento da incidência de desemprego de longa duração. Por outro lado, à semelhança do que tem ocorrido nos últimos anos, o número de trabalhadores desempregados que beneficia de subsídio de desemprego voltou a aumentar mais do que o número total de desempregados. Um indicador que corrobora esta evolução é o aumento da taxa de cobertura do subsídio de desemprego entre os desempregados, que passou de 43 para 47 por cento entre o primeiro semestre de 2003 e o semestre homólogo de 2004.

De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, em 2004 as remunerações por trabalhador no sector privado da economia (isto é, excluindo as administrações públicas) terão aumentado em média 3.7 por cento, o que representa uma subida de $\frac{1}{2}$ ponto percentual face a 2003. No que respeita aos custos unitários de trabalho, a ligeira aceleração salarial foi mais do que compensada pelo aumento de cerca de 1 por cento da produtividade aparente do trabalho, que reverteu a quebra observada em 2003. Assim, os custos unitários de trabalho terão crescido no sector privado entre $2\frac{1}{2}$ e 3 por cento, o que representa um abrandamento de 1 a $1\frac{1}{2}$ p.p. em relação a 2003. Contudo, dever-se-á ter mantido praticamente inalterado o diferencial positivo de cerca de $1\frac{1}{2}$ p.p. entre os crescimentos deste indicador para Portugal e do correspondente indicador para o conjunto da área do euro. Deste modo, apesar da maior contenção salarial no período mais recente, o persistente diferencial positivo no crescimento dos custos unitários de trabalho face à área do euro, bem como a situação de continuado crescimento dos salários reais acima da produtividade, mostram que o esforço de contenção salarial tem que ser prosseguido para não comprometer adicionalmente as condições de competitividade da economia portuguesa.

A inflação média anual em 2004, medida com base no Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) deverá situar-se entre 2.4 e 2.6 por cento, o que traduz uma diminuição em relação ao valor desta taxa em 2003 (3.3 por cento). Comparando com o intervalo de previsão divulgado pelo Banco de Portugal no *Boletim Económico* de Junho (Quadro 1.1), o centro do intervalo agora apresentado situa-se ligeiramente abaixo do centro do anterior intervalo (2.5 em vez de 2.6 por cento). Apesar da diminuição da taxa média anual previs-

ta, a evolução intra-anual da taxa de variação homóloga do IHPC manteve-se relativamente estabilizada entre 2.1 e 2.4 por cento desde o final de 2003 até Maio. Nos meses de Verão, com particular incidência em Junho, observou-se uma subida acentuada da variação homóloga, que atingiu 3.7 por cento, associada ao forte aumento de preços de hotelaria no período de realização em Portugal do campeonato europeu de futebol. Este aumento anómalo foi-se dissipando ao longo do Verão, e em Setembro a taxa de variação homóloga tinha-se reduzido para 2.1 por cento. Como seria natural esperar, a perturbação associada aos preços da hotelaria afectou menos o Índice de Preços no Consumidor (IPC) do que o IHPC⁽²⁾. Tendo presente a diferença entre os dois índices, compreende-se que o pico da taxa de variação homóloga do IPC no Verão tenha sido de 2.8 por cento, para depois também descer para 2.1 por cento em Setembro, e que a taxa média em 2004 venha a ser ligeiramente mais baixa do que a correspondente taxa do IHPC. A previsão do Banco de Portugal é que a taxa média anual do IPC se situe 0.1 p.p. abaixo da do IHPC, entre 2.3 e 2.5 por cento (3.3 por cento em 2003).

A taxa de variação homóloga do IPC em Setembro de 2004 coincide com a taxa de variação do índice que se obtém excluindo os preços mais voláteis, tipicamente os dos bens alimentares não transformados e os dos bens energéticos. Tal significa que o contributo da subida dos preços dos bens energéticos (que em Setembro atingia 6.9 por cento em termos homólogos, uma aceleração de cerca de $5\frac{1}{2}$ p.p. face ao final de 2003) está a ser integralmente compensada por um comportamento muito favorável dos preços dos bens alimentares não transformados (que em Setembro registavam uma taxa homóloga negativa, de -1.6 por cento, a qual compara com uma variação positiva de 2.5 por cento em Dezembro de 2003). Outro facto relevante que sobressai da análise da evolução recente da inflação portuguesa é o nível ainda muito elevado, comparativamente à taxa de inflação global, da variação de preços da componente de serviços. Desde

(2) Os ponderadores utilizados para agregar os índices elementares de preços reflectem, no caso do IPC, a estrutura de despesas das famílias residentes, enquanto a estrutura de ponderação subjacente ao IHPC tem também em conta a despesa realizada no território nacional por não residentes (donde resulta um maior peso para a evolução dos preços das estadas em hotéis).

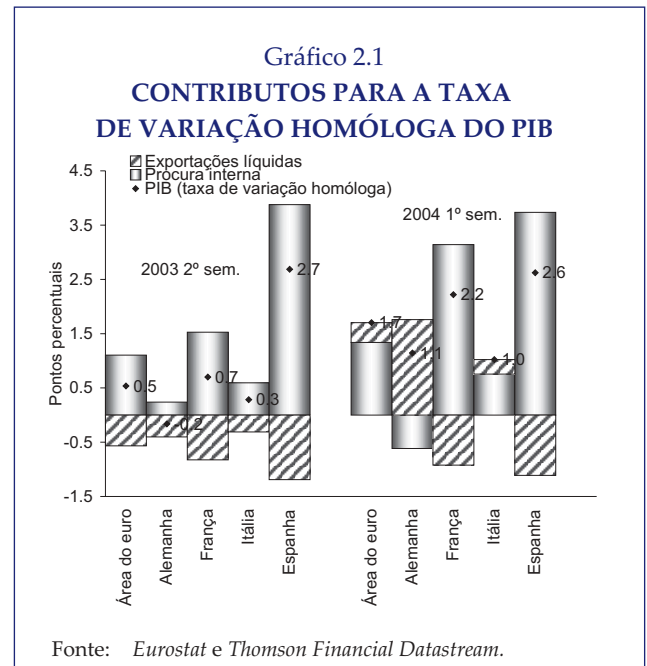
meados de 2003, após a dissipação dos efeitos do aumento da taxa normal do IVA, a inflação nos serviços tem-se mantido em valores próximos de 4 por cento (a taxa de variação homóloga em Setembro foi de 3.8 por cento), sem dar sinais de diminuição sustentada. Abstraindo da referida variação temporária dos preços de estada em hotéis, o diferencial de variações homólogas face ao conjunto da área do euro mantém-se estável desde meados de 2003 num nível ligeiramente acima de 1 p.p., não podendo ser explicado por diferenciais de crescimento económico e produtividade.

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

2.1. Principais desenvolvimentos económicos internacionais

O fortalecimento da actividade económica mundial prosseguiu em 2004, num quadro de expansão acentuada das trocas comerciais, de continuação da recuperação do investimento empresarial e de manutenção de políticas macroeconómicas acomodáticas nas principais economias. De acordo com as mais recentes previsões do Fundo Monetário Internacional (FMI), divulgadas em Setembro, o crescimento do PIB mundial deverá atingir cerca de 5 por cento no conjunto do ano, a mais elevada taxa de crescimento registada em quase 3 décadas. Estas projecções traduzem uma revisão em alta face ao crescimento mundial previsto em Abril, o que sugere que as tensões geopolíticas, o aumento significativo do preço do petróleo e a persistência de importantes desequilíbrios a nível global, embora condicionando as perspectivas para 2005, não afectarão significativamente o crescimento da economia mundial no ano corrente (Quadro 2.1).

As principais áreas geográficas continuam a apresentar ritmos de crescimento diferenciados, embora as diferenças sejam agora menos acentuadas do que em 2003. O crescimento tem sido particularmente robusto nos Estados Unidos e nas economias asiáticas, incluindo o Japão. As economias norte-americana e japonesa deverão crescer acima de 4 por cento no conjunto do ano. Nos Estados Unidos, a expansão da actividade intensificou-se, beneficiando em particular de um forte crescimento do investimento empresarial. A produtividade



mantém um crescimento muito elevado e o mercado de trabalho tem registado alguma recuperação. A manutenção de um forte crescimento da actividade contribuiu para um novo agravamento do défice da balança corrente, que deverá atingir 5.4 por cento do PIB em 2004. No Japão, o crescimento em 2004 deverá ser significativamente superior ao esperado no início do ano, reflectindo não apenas a forte expansão das exportações, mas também o comportamento favorável do investimento das empresas, num contexto de progressos em matéria de ajustamento estrutural dos sectores financeiro e empresarial. Na China, o crescimento do PIB deverá estabilizar face a 2003, a um nível próximo de 9 por cento. Os sinais crescentes de sobre-aquecimento da economia têm levado as autoridades chinesas a adoptar, ao longo do último ano, um conjunto de medidas administrativas visando, nomeadamente, tornar mais restritivos os critérios de aprovação de crédito a projectos de investimento.

A área do euro, principal destino das trocas comerciais portuguesas, continua a registar o pior desempenho entre as economias avançadas, sendo as previsões mais recentes para o crescimento do PIB em 2004 próximas de 2 por cento. O crescimento do PIB atingiu taxas próximas do potencial no primeiro semestre, que deverão manter-se na segunda metade do ano. A recuperação da actividade no conjunto da área tem assentado sobretudo no dinamismo das exportações, que beneficiaram do forte crescimento do comércio mundial e, em particular,

Quadro 2.1

PRODUTO INTERNO BRUTO, INFLAÇÃO E BALANÇA CORRENTE

	Peso no PIB mundial ^(a)	PIB				Preços no consumidor				Balança corrente			
		Taxa de variação				Taxa de variação				Em percentagem do PIB			
		2002	2003	2004	2004	2002	2003	2004	2004	2002	2003	2004	2004
					(rev. face a Abr. de 2004)				(rev. face a Abr. de 2004)				(rev. face a Abr. de 2004)
Economia mundial		3.0	3.9	5.0	0.3	3.5	3.7	3.8	0.3	-	-	-	-
Países de economia emergente e em desenvolvimento	44.5	4.8	6.1	6.6	0.5	6.0	6.1	6.0	0.3	1.3	2.1	2.5	1.4
Países asiáticos em desenvolvimento	23.8	6.6	7.7	7.6	0.2	2.1	2.6	4.5	0.5	2.9	3.1	2.2	0.5
China	12.6	8.3	9.1	9.0	0.5	-0.8	1.2	4.0	0.5	2.8	3.2	2.4	0.8
Índia	5.7	5.0	7.2	6.4	-0.4	4.3	3.8	4.7	0.4	1.0	1.1	0.5	0.3
ASEAN-4 ^(b)	3.5	4.3	5.1	5.5	0.0	5.8	4.0	4.7	1.0	5.8	6.1	5.0	0.4
América Latina	7.6	-0.1	1.8	4.6	0.7	9.0	10.6	6.5	0.3	-1.0	0.3	0.5	0.9
Brasil	2.8	1.9	-0.2	4.0	0.5	8.4	14.8	6.6	0.7	-1.7	0.8	1.2	1.6
Argentina	0.8	-10.9	8.8	7.0	1.5	25.9	13.4	4.8	-1.9	9.0	6.2	1.1	-3.5
México	1.8	0.8	1.3	4.0	0.8	5.0	4.5	4.4	0.1	-2.2	-1.5	-1.2	0.8
Comunidade de Estados Independentes (CIS)	3.7	5.4	7.8	8.0	2.0	13.8	12.0	9.9	-0.4	7.0	6.4	8.3	2.2
Rússia	2.6	4.7	7.3	7.3	1.3	15.8	13.7	10.3	-0.9	8.9	8.3	9.9	2.0
Europa central e de leste	3.3	4.4	4.5	5.5	1.0	14.8	9.2	6.9	0.0	-3.5	-4.2	-4.4	-0.6
Países de economia emergente excluindo Turquia ^(c)	2.3	3.0	3.9	4.9	0.6	5.3	3.8	5.3	0.2	-4.3	-4.6	-4.5	-0.4
Turquia	0.9	7.9	5.8	7.0	2.0	45.0	25.3	11.4	-0.6	-0.8	-2.9	-4.0	-1.0
África	3.2	3.5	4.3	4.5	0.3	9.7	10.3	8.4	-0.2	-1.5	-0.1	0.4	1.7
Médio Oriente	2.8	4.3	6.0	5.1	1.0	7.5	8.0	9.2	0.3	4.5	8.1	12.7	6.7
Economias avançadas	55.5	1.6	2.1	3.6	0.2	1.5	1.8	2.1	0.4	-0.8	-0.8	-0.8	-0.2
EUA	21.1	1.9	3.0	4.3	-0.3	1.6	2.3	3.0	0.7	-4.5	-4.8	-5.4	-1.2
Japão	7.0	-0.3	2.5	4.4	1.1	-0.9	-0.2	-0.2	0.2	2.8	3.2	3.4	0.3
Área do euro	15.9	0.9	0.6	2.1	0.4	2.3	2.1	2.1	0.3	1.2	0.6	0.8	0.1
Reino Unido	3.2	1.8	2.2	3.3	0.3	1.3	1.4	1.4	-0.2	-1.7	-1.9	-2.0	0.1
Novas economias industrializadas da Ásia ^(d)	3.3	5.0	3.0	5.5	0.2	0.9	1.4	2.4	0.3	5.8	7.6	6.8	0.6

Fontes: Fundo Monetário Internacional excepto para Reino Unido e Área do Euro (Comissão Europeia).

Notas:

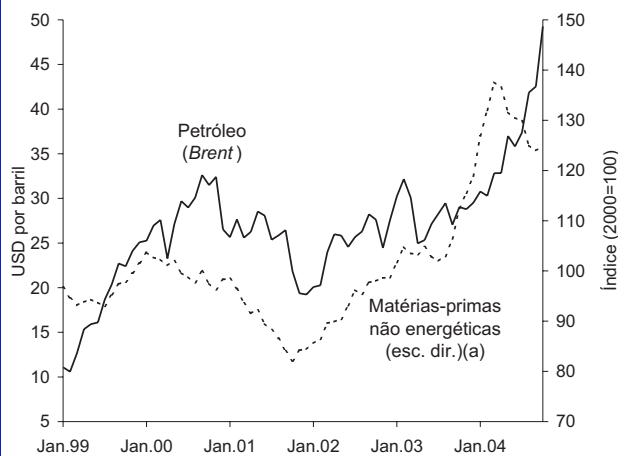
(a) Com base no PIB avaliado em paridades do poder de compra.

(b) Indonésia, Malásia, Filipinas e Tailândia.

(c) Dez países que aderiram à UE em Maio de 2004 (Chipre, Eslovénia, Estónia, Hungria, Letónia, Lituânia, Malta, Polónia, República Checa e República Eslovaca), Bulgária e Roménia.

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

Gráfico 2.2
PREÇOS INTERNACIONAIS
DE MATÉRIAS-PRIMAS
Em dólares norte-americanos



Fontes: Thomson Financial Datastream e HWWA.

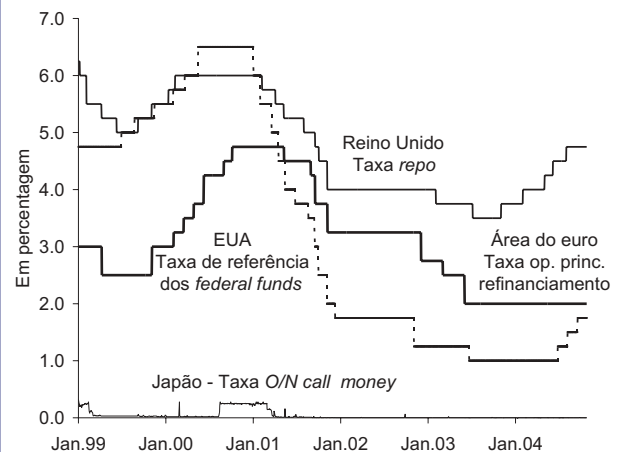
Nota:

(a) Pesos baseados nas importações (de países terceiros) dos doze países participantes na área do euro, no período 1999-2001.

do fortalecimento das economias dos seus principais parceiros comerciais. A procura interna mantém um comportamento moderado, reflectindo nomeadamente a continuação do ajustamento dos balanços das empresas e uma incerteza elevada quanto aos efeitos das reformas estruturais, em particular nos domínios do mercado de trabalho e da segurança social, que estão em curso, ou que terão de ser adoptadas, em diversos países. A evolução no conjunto da área esconde divergências significativas entre países. Em França e Espanha, o crescimento denota um maior vigor e tem assentado sobretudo na procura interna. Em contraste, as economias alemã — onde o crescimento na primeira metade do ano se ficou integralmente a dever ao desempenho favorável das exportações — e italiana continuam a evidenciar uma debilidade significativa (Gráfico 2.1).

As economias dos restantes países da União Europeia continuam a evidenciar um comportamento mais dinâmico do que a área do euro. No Reino Unido, a actividade deverá voltar a fortalecer-se em 2004, traduzindo a aceleração da generalidade das componentes da procura interna, enquanto nos novos Estados-membros se destacam quer o continuado dinamismo do sector externo quer o fortalecimento da procura interna.

Gráfico 2.3
TAXAS DE JURO OFICIAIS



Fontes: Bloomberg e Banco Central Europeu.

A forte expansão da procura mundial continuou a exercer pressão sobre o preço das matérias-primas. O preço das matérias-primas não energéticas prosseguiu durante o primeiro trimestre de 2004 a tendência ascendente iniciada em 2002, mas registou alguma diminuição nos meses subsequentes, de modo que, no final de Outubro, se encontrava em níveis próximos dos observados no início do ano (Gráfico 2.2). No mercado petrolífero, a pressão da procura, a reduzida capacidade produtiva disponível, as tensões geopolíticas e os movimentos especulativos traduziram-se num aumento muito substancial dos preços. O preço médio do *Brent* aproximou-se dos 50 dólares por barril em Outubro, o que corresponde, face aos valores observados no início do ano, a um aumento superior a 60 por cento, quer em dólares quer em euros (veja-se Caixa Evolução recente do preço do petróleo). Esta evolução contribuiu decisivamente para que se tenha verificado uma revisão em alta das projecções de inflação (Quadro 2.1). Ainda assim, a inflação prevista para o conjunto das economias avançadas não deverá exceder significativamente os 2 por cento em 2004. A transmissão do aumento dos preços do petróleo aos restantes preços deverá ser limitada, reflectindo a intensificação da concorrência a nível global, bem como a manutenção de capacidade produtiva disponível e um grau elevado de credibilidade das autoridades monetárias naquelas economias.

Quadro 2.2

ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS

Em percentagem do PIB

	2000	2001	2002	2003	2004	Varição 2004-2000 (p.p)
EUA						
Saldo orçamental.	1.3	-0.7	-4.0	-4.6	-4.9	-6.2
Saldo ajustado do ciclo.	0.5	-0.6	-3.3	-3.8	-4.4	-4.9
Saldo primário ajustado do ciclo.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Dívida bruta.	57.1	56.6	58.6	60.5	61.5	4.4
Área do Euro						
Saldo orçamental.	0.1	-1.7	-2.4	-2.7	-2.9	-3.0
Saldo ajustado do ciclo.	-1.7	-2.3	-2.4	-2.2	-2.5	-0.8
Saldo primário ajustado do ciclo.	2.3	1.7	1.2	1.3	0.9	-1.4
Dívida bruta.	70.4	69.4	69.4	70.7	71.1	0.7
Japão						
Saldo orçamental.	-7.5	-6.1	-7.9	-8.2	-6.9	0.6
Saldo ajustado do ciclo.	-6.9	-5.1	-6.2	-6.9	-6.6	0.3
Saldo primário ajustado do ciclo.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Dívida bruta.	139.3	148.8	158.4	166.2	169.6	30.3
Reino Unido						
Saldo orçamental.	3.8	0.7	-1.7	-3.3	-2.8	-6.6
Saldo ajustado do ciclo.	0.8	0.3	-1.7	-2.9	-2.7	-3.5
Saldo primário ajustado do ciclo.	3.5	2.7	0.3	-0.9	-0.7	-4.2
Dívida bruta.	42.0	38.8	38.3	39.8	40.4	-1.6

Fontes: Fundo Monetário Internacional excepto para Reino Unido e Área do Euro (Comissão Europeia).

Nota: Saldos corrigidos do ciclo estão em percentagem do PIB potencial e, na área do euro e no Reino Unido, excluem as receitas de licenças UMTS.

A aceleração da actividade económica e a intensificação das pressões inflacionistas, associada nomeadamente ao aumento do preço do petróleo, levaram as autoridades monetárias norte-americana e britânica a aumentar por diversas vezes as respectivas taxas de juro oficiais (Gráfico 2.3). A Reserva Federal iniciou no final do primeiro semestre um novo ciclo de subida das taxas de juro, após ter anunciado em Maio que os riscos para a estabilidade de preços se haviam tornado equilibrados. O objectivo para a taxa de juro dos *fed funds* aumentou em Junho, Agosto e Setembro, num total de 75 pontos base (p.b.), para 1.75 por cento. Por seu turno, o Banco de Inglaterra, sublinhando as elevadas taxas de utilização da capacidade produtiva e a preocupação com o aumento significativo dos preços no mercado habitacional, aumentou a taxa *repo* nos meses de Fevereiro, Maio, Junho e Agosto, colocando-a em 4.75 por cento. Na área do euro, a taxa mínima aplicável às operações principais de refinanciamento do BCE permaneceu inalterada em 2.0 por cento, reflectindo o menor ritmo de crescimento e a manutenção de perspectivas favoráveis para a estabilidade de preços no médio-prazo. Finalmente, no Japão, onde a situação de de-

flação não foi ainda ultrapassada, o banco central prosseguiu a sua política de expansão da oferta monetária, mantendo as taxas de juro oficiais em zero por cento.

As políticas orçamentais registaram uma evolução diferenciada nas principais economias. Enquanto nos Estados Unidos e na área do euro a situação das contas públicas voltou a deteriorar-se, no Reino Unido e no Japão a posição orçamental manteve-se relativamente estável, ou registou uma ligeira melhoria (Quadro 2.2). A política orçamental norte-americana manteve uma orientação claramente expansionista não obstante o forte crescimento da economia, contribuindo assim para o novo agravamento das contas externas nos Estados Unidos. Nos países da área do euro, prosseguiu a tendência de deterioração do saldo orçamental evidenciada desde 2000, com o défice das contas públicas a aumentar para um nível próximo de 3 por cento do PIB em 2004. O saldo primário ajustado de efeitos cíclicos regista igualmente um agravamento, em contraste com a estabilização observada em 2003. A posição das contas públicas na área do euro seria ainda mais desfavorável se fossem descontados os efeitos de medidas temporárias, que em alguns países

Quadro 2.3

MERCADOS FINANCEIROS

Dados diários

	Médias			Final de período		
	2002	2003	2004 ^(a)	2002	2003	2004 ^(a)
Índices Bolsistas (variação em percentagem)						
S&P 500	-17	-3	16	-23	26	2
Nasdaq	-24	7	19	-32	50	-1
Nikkei 225	-16	-8	20	-19	24	1
FTSE 100	-17	-12	11	-24	14	3
Dow Jones Euro Stoxx	-23	-18	17	-35	18	4
Taxas de juro a 10 anos - dívida pública (percentagem)						
Estados Unidos	4.59	4.00	4.27	3.82	4.25	4.02
Japão	1.28	1.01	1.52	0.91	1.37	1.50
Reino Unido	4.87	4.48	4.93	4.37	4.80	4.74
Área do Euro	4.92	4.16	4.21	4.26	4.33	3.93
Taxas de câmbio efectivas nominais (variação em percentagem)						
Dólar norte-americano	-1.1	-10.4	-6.3	-9.4	-12.8	-2.2
Iene japonês	-5.2	-0.1	1.9	1.8	2.2	-0.5
Libra esterlina	0.5	-4.8	4.4	-2.7	-3.4	1.2
Euro	2.9	12.0	3.4	9.7	12.2	-0.9
Diferenciais entre as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida privada e as obrigações de dívida pública (7 e os 10 anos) (em pontos base)						
Estados Unidos						
AA	77	21	15	54	14	5
Posição relativa face à média (1998-2004)	12	-44	-50	-10	-50	-59
BBB	224	128	77	209	80	58
Posição relativa face à média (1998-2004)	64	-33	-84	48	-81	-103
Área do euro						
AA	48	40	34	49	31	31
Posição relativa face à média (1998-2004)	2	-6	-12	3	-14	-14
BBB	209	132	86	194	92	77
Posição relativa face à média (1998-2004)	58	-18	-65	43	-59	-74
Diferenciais entre as taxas de rendibilidade das obrig. de div. pública emitidas em dólares por economias de mercado emergente face às obrig. do Tesouro dos EUA (em pontos base)						
JP Morgan EMBI+	775	562	450	765	418	413
JP Morgan EMBI+ América Latina	995	724	552	1007	521	493

Fontes: Banco Central Europeu, Banco de Pagamentos Internacionais, Bloomberg e JP Morgan.

Nota:

(a) Os valores relativos a 2004 referem-se à informação disponível até ao final de Outubro.

continuaram a representar montantes significativos. No Japão e no Reino Unido, o comportamento dos saldos ajustados de efeitos cíclicos aponta para alguma consolidação orçamental em 2004. Estas duas economias mantêm, contudo, situações radicalmente distintas em matéria de sustentabilidade das contas públicas, conforme evidenciado pelos respectivos rácios de dívida pública.

Nos mercados financeiros internacionais, as flutuações de preços nos primeiros dez meses de 2004 foram globalmente pouco significativas, em contraste com o sucedido ao longo dos últimos anos

(Quadro 2.3). Apesar da forte expansão da actividade económica global, os principais índices accionistas situavam-se no final de Outubro em níveis próximos dos observados no final de 2003. Os preços das acções têm beneficiado do comportamento favorável dos lucros e da continuação do ajustamento dos balanços das empresas, mas têm sido negativamente afectados pela incerteza quanto ao impacto do aumento do preço do petróleo sobre a actividade e, consequentemente sobre os resultados futuros das empresas. Nos mercados obrigacionistas, as taxas de juro de longo prazo man-

têm-se em níveis reduzidos por padrões históricos, num contexto em que as taxas de juro oficiais das principais economias permanecem baixas e em que a expectativa dos mercados é de que estas venham a aumentar de uma forma gradual. Paralelamente, e à semelhança do sucedido em 2003, as compras avultadas de obrigações do Tesouro norte-americano por parte de autoridades monetárias asiáticas continuaram a exercer uma pressão ascendente sobre o preços destes títulos. Os diferenciais de taxa de juro das obrigações emitidas por empresas privadas face às obrigações de dívida pública voltaram a reduzir-se, ainda que de forma menos significativa do que o observado em 2003, mantendo-se assim em níveis muito inferiores aos valores médios registados desde o final da década de 90. Por sua vez, os diferenciais de juro das obrigações emitidas por devedores soberanos de economias de mercado emergente mantiveram-se globalmente estáveis, tendo contudo continuado a reduzir-se nas economias da América Latina, em linha com a melhoria da situação económica na região.

Nos mercados cambiais, a relativa estabilidade tem sido igualmente a nota dominante: por um lado, as economias asiáticas, com destaque para a China, mantiveram inalteradas as suas políticas de ligação ao dólar; por outro lado, atenuou-se consideravelmente o movimento de depreciação do dólar observado em 2002-2003, que teve como contrapartida uma apreciação do euro e do dólar canadiano e, em menor grau, da libra esterlina e do iene. O forte crescimento da actividade nos Estados Unidos e as expectativas de uma evolução dos diferenciais de taxas de juro favorável ao dólar terão contribuído para alguma estabilização da taxa de câmbio efectiva da moeda norte-americana, num contexto em que o desequilíbrio da balança corrente apontaria para a continuação da trajectória de depreciação.

2.2. Política monetária na área do euro

Como referido na secção anterior, a taxa mínima aplicável às operações principais de refinanciamento do BCE permaneceu inalterada em 2 por cento, nível estabelecido em Junho de 2003 (Quadro 2.4). Ao longo deste período, o Conselho do BCE considerou que, num quadro geral de perspectivas favoráveis para a estabilidade de preços no médio prazo, a manutenção das taxas de juro o-

Quadro 2.4

TAXAS DE JURO DO BANCO CENTRAL EUROPEU

Em percentagem

Data da decisão	Facilidade permanente de depósito	Operações principais de refinanciamento ^(a)	Facilidade permanente de cedência
8 Jun. 2000	3.25	4.25	5.25
31 Ago. 2000	3.50	4.50	5.50
5 Out. 2000	3.75	4.75	5.75
10 Mai. 2001	3.50	4.50	5.50
30 Ago. 2001	3.25	4.25	5.25
17 Set. 2001	2.75	3.75	4.75
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

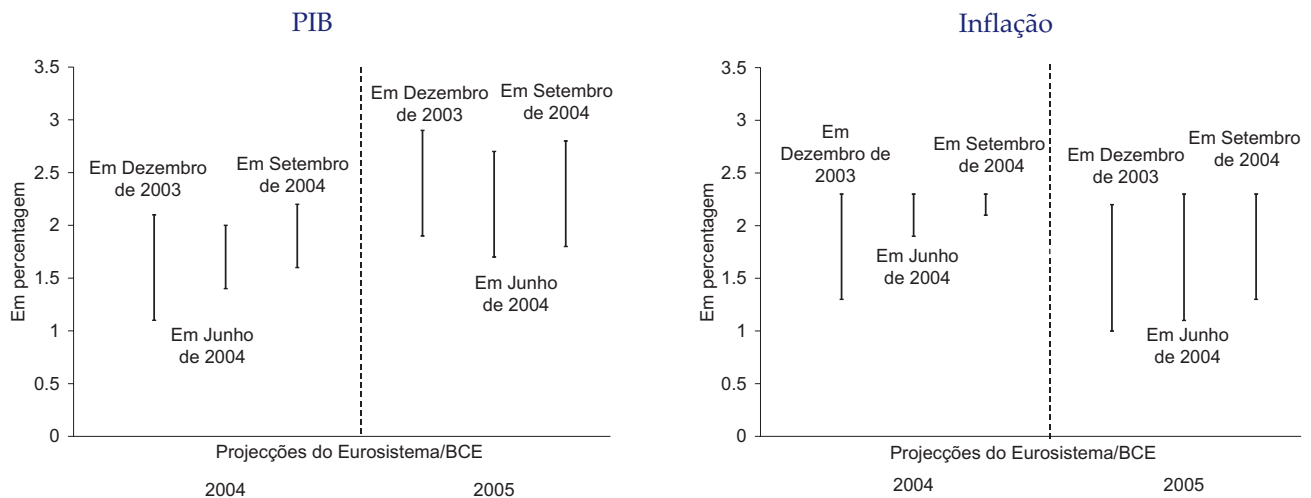
Nota:

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

ficiais em níveis baixos era adequada, contribuindo para apoiar a recuperação económica na área do euro.

No início do ano, o cenário dominante para o horizonte de 2004-2005 era o de continuação da recuperação gradual da actividade económica iniciada no segundo semestre de 2003 e de redução da taxa de inflação na área do euro para níveis inferiores a 2 por cento (Gráfico 2.4). A aceleração projectada para a actividade assentava no crescimento robusto da economia mundial e na existência de condições financeiras favoráveis ao fortalecimento da procura interna. As incertezas relacionadas com a persistência de importantes desequilíbrios a nível global e as suas potenciais implicações para a sustentabilidade do crescimento mundial constituíam o principal factor de risco para este cenário. No que respeita aos preços, previam-se algumas flutuações de curto prazo na taxa de inflação anual relacionadas com o comportamento dos preços dos bens alimentares e dos impostos indirectos no primeiro semestre de 2003. No entanto, as pressões inflacionistas no médio prazo permaneciam contidas, num contexto em que a apreciação da taxa de câmbio do euro ocorrida em 2002-2003 deveria continuar a exercer alguma pressão descendente sobre os preços de importação. Adicionalmente, esperava-se um crescimento moderado dos salários, dada a natureza gradual da recuperação da actividade e as

Gráfico 2.4
PROJECCÕES PARA A ACTIVIDADE ECONÓMICA E INFLAÇÃO NA ÁREA DO EURO^(a)



Fonte: BCE

Nota:

(a) Projecções elaboradas por especialistas do BCE e dos bancos centrais nacionais.

elevadas taxas de desemprego no conjunto da área do euro.

A informação que foi sendo disponibilizada ao longo do ano confirmou as expectativas recuperação gradual da actividade, tendo o PIB na área do euro apresentado inclusivamente no primeiro semestre um crescimento ligeiramente superior ao esperado. Paralelamente, o comportamento da inflação revelou-se mais desfavorável do que o previsto, reflectindo em particular o aumento significativo do preço do petróleo. Esta evolução está patente nas projecções divulgadas pelo BCE em Junho e Setembro⁽³⁾, que traduzem, face às projecções de Dezembro de 2003, uma sucessiva revisão em alta da inflação prevista, mais acentuada para 2004 do que para 2005 (Gráfico 2.4). Num quadro de recuperação da actividade económica, o significativo aumento do preço do petróleo acentua a possibilidade de efeitos de segunda ordem na fixação de salários e preços, o que, nos meses mais recentes, levou o Conselho do BCE a sinalizar a pre-

dominância de riscos ascendentes para a estabilidade de preços a médio prazo.

No mercado monetário da área do euro, as taxas de juro para os prazos mais curtos mantiveram-se estáveis em níveis marginalmente superiores a 2 por cento, em linha com a ausência de alterações das taxas de juro de referência do BCE (Quadro 2.5). Em contraste, as taxas para os prazos mais longos apresentaram uma tendência de descida durante o primeiro trimestre, numa altura em que persistiam dúvidas quanto à solidez da recuperação da actividade económica e em que os participantes no mercado não excluía a possibilidade de vir a ocorrer uma nova descida das taxas do BCE. Esta tendência foi revertida a partir do segundo trimestre, reflectindo os sinais mais claros de recuperação da actividade e a deterioração das perspectivas de inflação na área do euro. Nestas condições, a curva de rendimentos, que no final do primeiro trimestre se apresentava praticamente horizontal, passou a registar uma inclinação positiva a partir do segundo trimestre.

A manutenção de taxas de juro em níveis reduzidos, a par do fortalecimento da actividade económica, influenciaram o comportamento dos agregados monetários e de crédito na área do euro. Não obstante a desaceleração do M3 face aos níveis de crescimento excepcionalmente elevados registados

(3) O Banco Central Europeu anunciou em Junho de 2004 que passaria a divulgar semestralmente, nos meses de Março e de Setembro, projecções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE. Estas projecções consistem, no essencial, numa actualização das projecções elaboradas por especialistas do Eurosistema que o BCE divulga em Junho e Dezembro.

Quadro 2.5

ÁREA DO EURO – INDICADORES MONETÁRIOS E FINANCEIROS

Dados em final período

				Trimestres		
	2002	2003	2004 ^(a)	I	II	III
Taxas de câmbio						
ITCE	94.4	105.8	104.9	102.3	102.5	104.1
EUR/USD	1.049	1.263	1.274	1.222	1.216	1.241
EUR/JPY	124.4	135.1	135.1	127.0	132.4	137.2
EUR/GBP	0.651	0.705	0.696	0.666	0.671	0.687
EUR/CHF	1.452	1.558	1.530	1.559	1.524	1.552
Taxas de juro						
<i>Overnight (EONIA)</i>	3.44	2.32	2.09	2.06	2.13	2.09
Euribor 1 mês	2.90	2.10	2.09	2.02	2.08	2.08
Euribor 3 meses	2.87	2.12	2.15	1.96	2.12	2.15
Euribor 6 meses	2.80	2.17	2.20	1.94	2.20	2.21
Euribor 12 meses	2.75	2.31	2.31	1.98	2.43	2.39
12-3 meses (pontos base)	-12	18	15	3	31	24
Taxa de juro a 10 anos	4.26	4.33	3.93	4.03	4.39	4.07
Agregados monetários e de crédito^(b)						
M1	9.8	10.7	9.7	11.4	9.5	9.7
Circulação monetária	42.6	24.9	19.9	22.7	21.1	19.9
Depósitos à ordem	6.0	8.6	8.0	9.7	7.7	8.0
M2	6.7	7.7	6.3	6.8	5.6	6.3
Outros depósitos de curto prazo (M2-M1)	3.8	4.7	2.8	2.1	1.7	2.8
M3	7.0	7.2	6.0	6.2	5.3	6.0
Instrumentos negociáveis (M3-M2)	8.9	4.1	4.1	3.1	3.5	4.1
Crédito						
Crédito às Administrações Públicas	1.7	6.4	5.5	6.6	7.4	5.5
Crédito a outros residentes na área do euro	4.7	5.8	6.3	5.8	6.1	6.3
Empréstimos a outros residentes na área do euro	4.8	5.6	6.5	5.3	6.0	6.5
Responsabilidades financeiras a mais longo prazo	5.1	6.2	7.9	7.1	7.7	7.9
Por memória: desagregação sectorial dos empréstimos^(c)						
Sociedades não financeiras	3.7	3.5	4.6	3.3	4.0	4.6
Famílias ^(d)	5.8	6.4	7.8	6.6	7.3	7.8
Crédito ao consumo	4.4	2.9	6.2	4.4	5.7	6.2
Crédito para aquisição de habitação	7.8	8.1	9.8	8.4	9.0	9.8

Fonte: BCE.

Nota:

(a) Os valores relativos a 2004 referem-se aos dados de final de Outubro para as taxas de câmbio e taxas de juro e aos dados de Setembro para os agregados monetários e de crédito.

(b) Dados corrigidos de efeitos sazonais e de calendário.

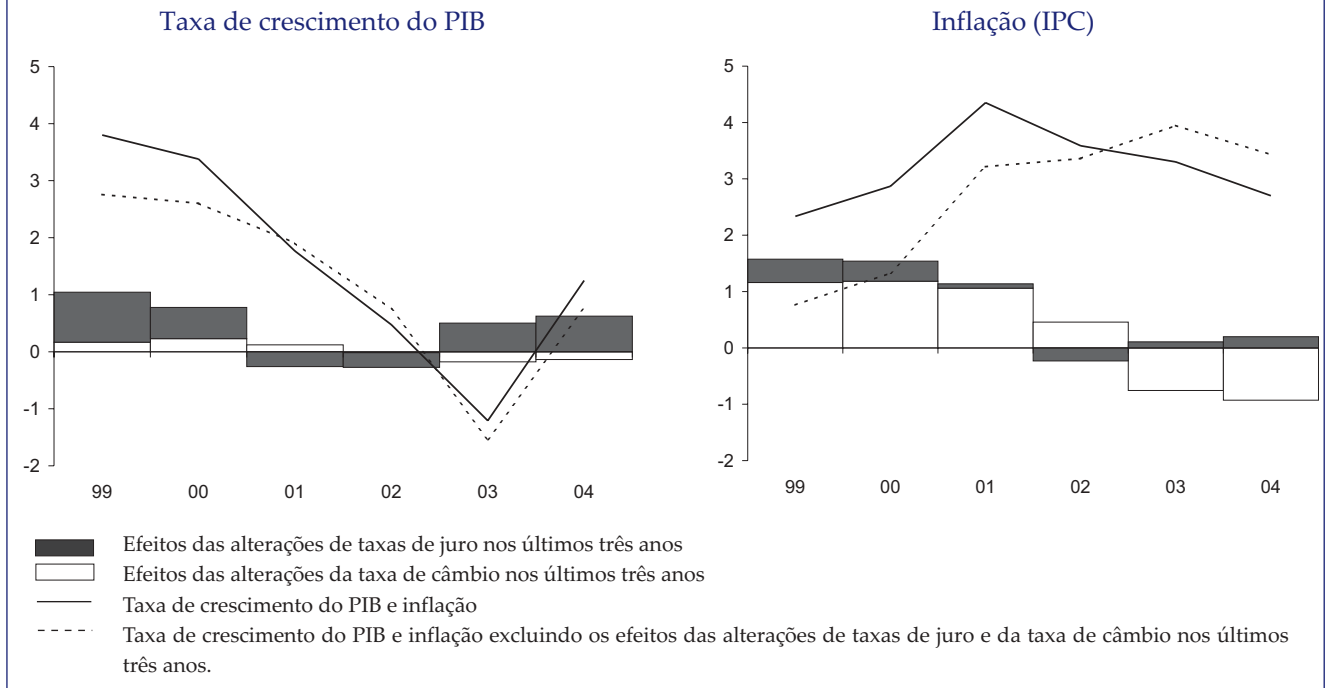
(c) Dados não corrigidos de efeitos sazonais e de calendário.

(d) Incluindo instituições sem fim lucrativo e ao serviço de famílias.

em 2001-2003, as componentes mais líquidas do agregado mantiveram um crescimento robusto, em torno de 10 por cento, em resultado, nomeadamente, do baixo custo de oportunidade de deter moeda. Por seu turno, o crédito ao sector privado prosseguiu a tendência de aceleração já evidenciada em 2003, impulsionado pelo reduzido nível das taxas de juro reais e pela melhoria da situação económica. O crescimento dos empréstimos ao sector

privado aumentou de 5.6 por cento no final de 2003, para 6.5 por cento em Setembro de 2004, traduzindo uma aceleração quer dos empréstimos às sociedades não financeiras (de 3.5 para 4.6 por cento), quer dos empréstimos às famílias (de 6.4 para 7.8 por cento). O comportamento dinâmico do crédito às famílias continuou a reflectir a forte expansão do crédito para a aquisição de habitação, cujo crescimento em termos homólogos atingiu 9.8 por cento no final de Setembro.

Gráfico 3.1
CONTRIBUTO DAS CONDIÇÕES MONETÁRIAS



3. CONDIÇÕES MONETÁRIAS E FINANCEIRAS NA ECONOMIA PORTUGUESA

3.1. Condições monetárias

A manutenção das taxas de juro em níveis muito baixos nos últimos anos tem proporcionado à economia portuguesa condições monetárias acomodáticas, parcialmente contrariadas pela evolução do índice cambial efectivo para Portugal. Estimativas com base no índice de condições monetárias⁽⁴⁾ apontam para que, se as condições monetárias na economia portuguesa não se tivessem alterado desde 2001, o crescimento do PIB em 2004 seria cerca de ½ p.p. mais baixo — reflectindo, no essencial, a ausência dos efeitos sobre a despesa interna relacionados com a descida das taxas de juro verificada desde então —, enquanto a inflação em 2004 seria mais elevada em ¾ p.p. — devido, basicamente, aos efeitos que a apreciação da taxa de câmbio terá tido na evolução dos preços em Portugal (Gráfico 3.1). Atendendo à maior estabilidade da taxa de câmbio do euro e das taxas de juro ao

longo de 2004, estas estimativas resultam, fundamentalmente, dos efeitos desfasados da descida das taxas de juro e da apreciação da taxa de câmbio do euro verificadas em 2002 e 2003.

No período de Janeiro a Setembro de 2004, as taxas de juro do mercado monetário mantiveram-se praticamente inalteradas, prosseguindo a tendência observada desde o início do segundo semestre de 2003. Em termos reais, as taxas de juro do mercado monetário mantiveram níveis médios próximos dos do final do ano anterior, não obstante terem apresentado alguma oscilação ao longo dos primeiros nove meses de 2004, que resultou do comportamento da inflação portuguesa⁽⁵⁾ (Gráfico 3.2).

Em 2004, a estabilidade nominal evidenciada pelas taxas de juro do mercado monetário ter-se-á reflectido no comportamento das taxas de juro bancárias em Portugal, que se mantiveram em níveis muito próximos dos observados no final do ano anterior (Quadro 3.1). Assim, a taxa de juro média do saldo de operações de depósito a prazo do sector privado não financeiro manteve-se vir-

(4) Sobre este índice, veja-se Esteves, Paulo Soares, “Índice de Condições Monetárias para Portugal”, no *Boletim Económico* do Banco de Portugal de Junho de 2003.

(5) As taxas de juro reais são calculadas como a diferença contemporânea entre as taxas de juro nominais e a taxa de variação homóloga do IPC.

Quadro 3.1

TAXAS DE JURO NOMINAIS^(a)

	Euribor a 3 meses ^(b)	Taxa de rendibilidade de Obrigações do Tesouro emitidas a taxa fixa com maturidade residual de 5 anos	Taxa de rendibilidade de Obrigações do Tesouro emitidas a taxa fixa com maturidade residual de 10 anos	Taxa de juro sobre saldos de empréstimos (incl. descobertos) a empresas não financeiras ^(c)	Taxa de juro sobre saldos de empréstimos a particulares para habitação ^(c)	Taxa de juro sobre saldos de empréstimos (excl. descobertos) a particulares para consumo e outros fins ^(c)	Taxa de juro sobre saldos de depósitos a prazo do sector privado não financeiro ^(c)	<i>Por memória:</i> Taxa de variação homóloga do IPC
1994	10.5	11.8	11.6	15.8	14.2	19.2	8.6	4.0
1995	8.8	9.7	10.0	14.6	13.4	18.1	8.4	3.4
1996	6.4	6.2	6.9	11.4	11.8	15.9	5.9	3.3
1997	5.0	5.1	5.7	9.2	9.4	13.0	4.3	2.4
1998	3.4	3.5	4.1	7.0	6.4	10.2	3.1	3.2
1999	3.4	4.8	5.5	5.5	5.1	8.6	2.5	2.0
2000	4.9	4.9	5.3	6.7	7.0	9.5	3.6	3.9
2001	3.3	4.3	5.0	5.8	6.0	8.7	3.2	3.7
2002	2.9	3.7	4.5	5.3	5.2	8.1	2.9	4.0
2003								
I	2.5	3.2	4.1	4.8	4.7	7.7	2.4	3.9
II	2.2	2.7	3.8	4.5	4.3	7.5	2.2	3.3
III	2.1	3.3	4.3	4.3	3.9	7.2	2.1	3.1
IV	2.1	3.3	4.4	4.4	3.8	7.1	2.1	2.4
2004								
I	2.0	2.7	4.0	4.5	3.8	7.3	2.1	2.3
II	2.1	3.7	4.5	4.4	3.8	7.2	2.0	2.7
III	2.1	3.4	4.1	4.3	3.8	7.3	2.0	2.1
Outubro	2.1	3.2	4.0					

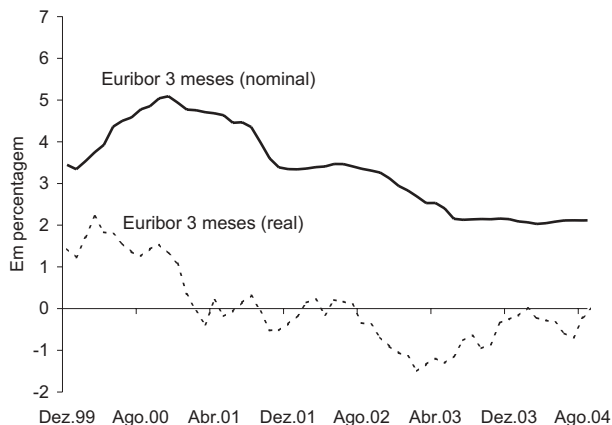
Notas:

(a) No caso das taxas do mercado monetário e de rendibilidade das Obrigações do Tesouro, valores médios do último mês do período. Para as taxas bancárias, taxas relativas a saldos em final de período. No caso do IPC, taxa de variação homóloga no último mês do período.

(b) Até Dezembro de 1998, Lisboa a 3 meses.

(c) Até Dezembro de 2002, estimativas. Para uma descrição da metodologia, veja-se “Novas séries de taxas de juro bancárias: séries longas estimadas para as taxas médias dos saldos”, *Boletim Económico* de Dezembro de 2003.

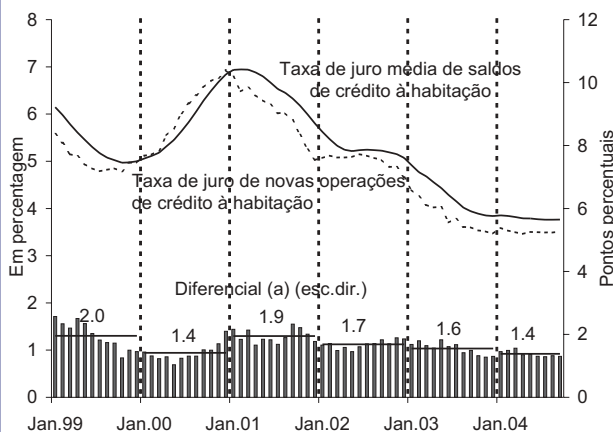
Gráfico 3.2
TAXAS DE JURO A 3 MESES NO MERCADO
MONETÁRIO (NOMINAL E REAL)



Nota: Apesar das reconhecidas limitações deste procedimento, as taxas de juro reais são calculadas como a diferença contemporânea entre as taxas de juro nominais e a taxa de variação homóloga do IPC, uma vez que é difícil determinar com rigor as expectativas dos agentes económicos em relação à taxa de inflação no período relevante.

Gráfico 3.3
TAXAS DE JURO DO CRÉDITO
A PARTICULARES PARA AQUISIÇÃO
DE HABITAÇÃO

Taxas referentes a saldos e a novas operações

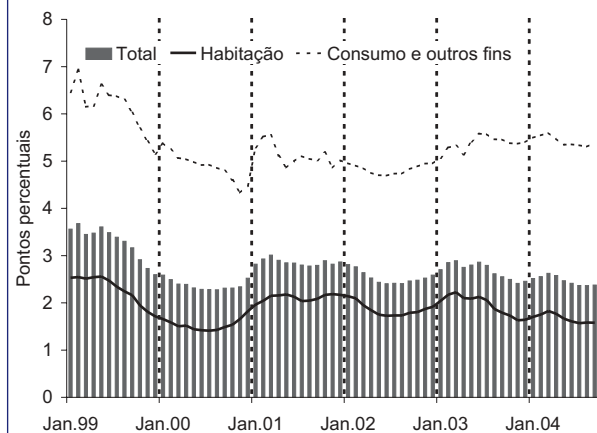


Nota: Estimativas até Dezembro de 2002.

(a) Diferencial entre a taxa de juro de novas operações e a taxa de juro a 6 meses do mercado monetário.

tualmente inalterada em 2,0 por cento, quando comparados os meses de Setembro de 2004 e Dezembro de 2003, pelo que a margem implícita no saldo de depósitos a prazo do sector privado não financeiro manteve-se praticamente nula⁽⁶⁾.

Gráfico 3.4
MARGENS NO CRÉDITO A PARTICULARES
Calculadas sobre taxas de juro de saldos
em fim de período^(a)



Nota:

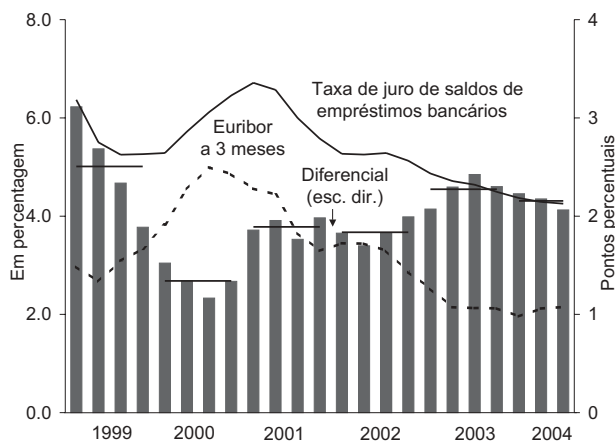
(a) Margens calculadas como a diferença entre as taxas de juro de saldos (estimativas até Dezembro de 2002) e as taxas do mercado monetário: média móvel de 6 meses da Euribor a 6 meses, no caso da habitação, e média móvel de 3 meses da Euribor a 3 meses, no crédito para outras finalidades. Para o total a margem corresponde à média ponderada pelos saldos em fim do período das margens por finalidade.

No tocante às operações de empréstimos, observou-se, também, uma estabilização geral das respectivas taxas bancárias em todos os segmentos do mercado de crédito. Assim, nos primeiros nove meses do ano, a taxa de juro de novas operações de crédito a particulares para aquisição de habitação manteve-se próxima do valor registado no final de 2003, em torno dos 3,5 por cento (Gráfico 3.3). Em termos médios, quando comparados o período de Janeiro a Setembro de 2004 com o ano de 2003, observou-se um estreitamento no diferencial de juro aplicado a estas operações (17 p.b.). Em linha com esta evolução, a margem implícita no *stock* de empréstimos para aquisição de habitação reduziu-se ligeiramente face ao final do ano anterior, situando-se, em Setembro, próxima dos níveis mínimos registados em meados de 2000 (1,6 p.p.) (Gráfico 3.4)⁽⁷⁾. Nos restantes segmentos, as margens implí-

(6) No caso dos depósitos a prazo do sector privado não financeiro, tomou-se para referência, no cálculo da margem implícita no saldo destas operações, a taxa Euribor a 6 meses, em média móvel de 6 meses.

Gráfico 3.5

**TAXAS DE JURO DO MERCADO MONETÁRIO,
DE EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS
A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS
E RESPECTIVO DIFERENCIAL^(a)**



Nota:

(a) Taxas e diferencial referentes a saldos em fim de período. Até Dezembro de 2002, as taxas de saldos são estimativas. O diferencial é calculado como a diferença entre a taxa sobre saldos e a média móvel de 3 meses da Euribor a 3 meses.

citadas nos saldos mantiveram valores praticamente idênticos aos de Dezembro de 2003 (Gráficos 3.5)⁽⁸⁾.

De acordo com os resultados do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, os cinco grupos bancários integrados na amostra não reportaram, de um modo geral, alterações significativas nos critérios de aprovação de empréstimos a particulares e a empresas, no decurso dos três primeiros trimestres do ano (Gráfico 3.6)⁽⁹⁾. Não obstante, é de assinalar a indicação de uma menor restritividade na concessão de crédito à habitação e de crédito a pequenas e médias empresas no terceiro trimestre. O aumento da concorrência entre as instituições bancárias e expectativas mais favoráveis quanto à evolução da actividade económica terão contribuído para esta situação. De acordo com os bancos inquiridos, as condições menos restritivas tenderão a manifestar-se no aumento das maturidades con-

Gráfico 3.6A

**CRITÉRIOS DE APROVAÇÃO
DO CRÉDITO BANCÁRIO**
Particulares

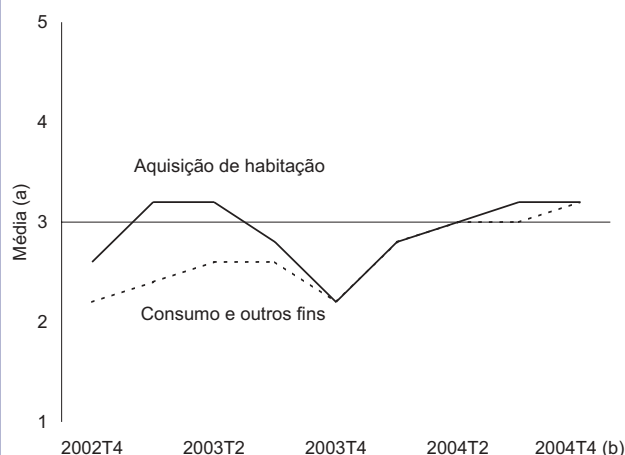
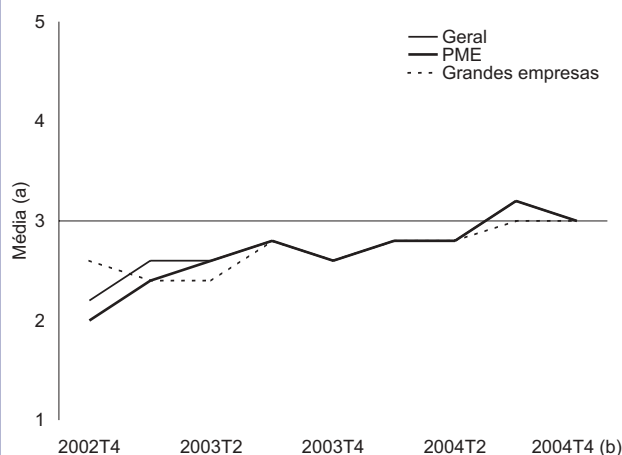


Gráfico 3.6B

**CRITÉRIOS DE APROVAÇÃO
DO CRÉDITO BANCÁRIO**
Sociedades não financeiras



Fonte: Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito na área do euro.

Notas:

- (a) Valores inferiores a 3 representam critérios mais restritivos face ao trimestre anterior, enquanto que valores superiores representam um menor aperto dos critérios de aprovação de crédito.
(b) Expectativas dos bancos inquiridos.

tratuais e na redução dos *spreads* aplicados aos empréstimos de risco médio.

3.2. Mercados de dívida e de acções

No período de Janeiro a Outubro de 2004, as condições nos mercados de capitais internacionais

(7) Diferença entre a taxa do saldo em dívida em final do período e uma média móvel de 6 meses terminada no mês, da taxa do mercado monetário (Euribor para o prazo de 6 meses).

(8) Margens estimadas pela diferença entre a taxa sobre saldos em fim de período para cada tipo de crédito e a média móvel de três meses da Euribor a 3 meses.

foram globalmente favoráveis, embora marcadas com flutuações, mais ou menos ligeiras, influenciadas pelos conflitos internacionais. Estas condições repercutiram-se na evolução apresentada pelas taxas de rendibilidade das obrigações do Tesouro português (Quadro 3.1), que seguiram uma trajetória descendente no decurso do primeiro trimestre, atingindo valores mínimos em Março (2.7 e 4.0 por cento para as obrigações com prazo residual de 5 e 10 anos, respectivamente). Esta tendência inverteu-se no segundo trimestre e, em Junho, o nível das taxas de rendibilidade das obrigações do Tesouro tinha recuperado para valores máximos de 3.7 por cento, no caso das obrigações com 5 anos, e de 4.5 por cento, no das de 10 anos. Posteriormente, as taxas de rendibilidade da dívida pública voltaram a diminuir, situando-se, em Outubro, em 3.2 e 4.0 por cento, respectivamente. Adicionalmente, os *spreads* entre títulos de dívida privada e de dívida pública ter-se-ão mantido em níveis próximos dos observados no final do ano anterior.

No final de Outubro, o índice bolsista português apresentava uma valorização de 15.1 por cento face ao final do ano anterior (10.6 por cento, no caso do PSI 20), mais acentuada que a verificada pelo Índice Dow Jones Euro Stoxx Alargado (4.1 por cento). Contudo, a liquidez do mercado português manteve-se reduzida, característica partilhada pelos mercados accionista e de dívida privada. Em termos líquidos de amortizações, as emissões totais de acções e de títulos de dívida por sociedades residentes foram pouco significativas no período de Janeiro a Agosto de 2004.

Tendo em consideração os desenvolvimentos positivos nos mercados de capitais, a rendibilidade

relativa das aplicações em Fundos de Investimento Mobiliário (FIM) ter-se-á mantido favorável face aos tradicionais depósitos a prazo (os níveis historicamente reduzidos das taxas de juro bancárias têm implicado uma remuneração real negativa destas operações). Com base na informação divulgada pela Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios (APFIPP), estima-se que, em média, a taxa de rendibilidade anualizada dos FIM se tenha situado em torno de 2.8 por cento nos primeiros oito meses do ano (média de rendibilidades anualizadas, por tipo de fundo, ponderadas pelos montantes em gestão). Em Dezembro de 2002 e 2003, a rendibilidade média dos FIM tinha sido de -0.9 e 4.3 por cento, respectivamente. No caso dos Fundos de Investimento Imobiliário, o índice imobiliário APFIPP aumentou 4.1 por cento em Agosto de 2004 (5.1 e 4.5 por cento em Dezembro de 2002 e 2003, respectivamente).

3.3. Endividamento do sector privado não financeiro⁽¹⁰⁾

Apesar da fase baixa do ciclo económico, as condições monetárias globalmente acomodáticas

(9) A escala referida nos gráficos respeita à média das respostas dos cinco grupos bancários portugueses inquiridos pelo Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito na área do euro (*Bank Lending Survey*, abreviadamente, *BLS*). É calculada com utilização de uma escala que possibilita a agregação das respostas individuais, segundo a intensidade e sentido da resposta, a qual assume valores entre 1 e 5, correspondendo o valor 3 à situação “sem alterações”. O inquérito foi lançado pelo Euro-sistema, no início de 2003, com o objectivo de obter informações detalhadas sobre o mercado de crédito na área do euro e, assim, melhorar a avaliação do papel do crédito ao longo do ciclo económico e no mecanismo de transmissão da política monetária, no conjunto da área. O inquérito tem periodicidade trimestral, tendo o primeiro sido realizado em Janeiro de 2003. Os resultados detalhados dos vários inquéritos realizados encontram-se disponíveis no *site* do Banco de Portugal (www.bportugal.pt).

(10) A informação relativa ao crédito concedido pelos OIFAF residentes e pelas instituições de crédito não residentes é disponibilizada apenas numa base trimestral. Por isso, nesta secção referir-se-á à evolução destes agregados apenas até Junho de 2004, complementando-se esta indicação com a evolução mais recente (até Agosto) das taxas de variação de índices de saldos, corrigidos de titularizações, de empréstimos concedidos apenas por OIFM residentes. Este último indicador, habitualmente referido na publicação *Indicadores de Conjuntura*, tem por base transacções financeiras, ajustado, portanto, de reclassificações, reavaliações, variações cambiais e quaisquer outras variações que não sejam devidas a transacções. Note-se que, ao corrigir o agregado mais restrito (empréstimos de OIFM residentes) de operações de titularização de crédito (cujos veículos têm sido sobretudo OIFAF residentes), está-se já a corrigir por um dos principais factores que distorceria a análise, quando o objectivo é avaliar a evolução da dívida bruta total dos sectores. Note-se, ainda, que no artigo sobre o sistema bancário, também divulgado neste *Boletim Económico*, se utilizam dois outros agregados de crédito: um primeiro que considera o saldo de crédito concedido pelo sistema bancário em base consolidada a clientes, residentes ou não residentes (apresentado no balanço do sistema); um segundo que considera os empréstimos concedidos pelas instituições de crédito residentes (OIFM e OIFAF incluídas no perímetro de consolidação dos grupos bancários) ao sector privado não financeiro residente, numa base aproximada de transacções financeiras, na medida em que também é ajustado de reclassificações, reavaliações e variações cambiais (veja-se nota 14 do artigo neste *Boletim* sobre o sistema bancário no primeiro semestre de 2004).

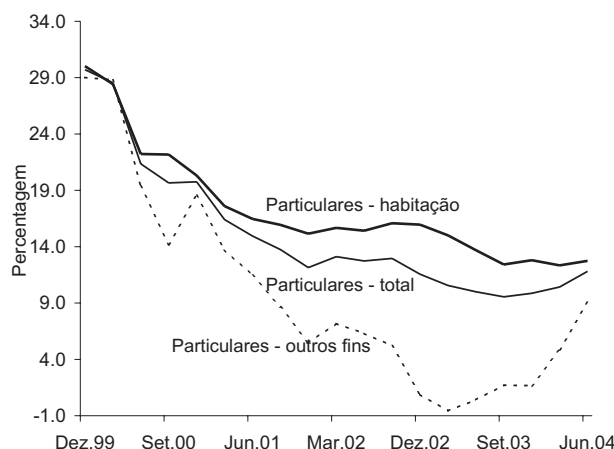
observadas nos últimos anos (nomeadamente os níveis historicamente baixos das taxas de juro), em conjugação com políticas agressivas de oferta de crédito bancário no segmento para aquisição de habitação, têm suportado um ritmo de crescimento ainda assinalável da dívida dos particulares. Em consequência, o endividamento bruto dos particulares, definido como o total de responsabilidades deste sector institucional face a instituições de crédito (incluindo “outras instituições financeiras monetárias” – OIFM –, vulgo bancos, e “outros intermediários financeiros e auxiliares financeiros” – OIFAF), quer residentes quer não residentes, e expresso em percentagem do respectivo rendimento disponível, deverá subir para um valor próximo de 118 por cento no final de 2004 (representava no final de 2003 cerca de 111 por cento). Este valor, elevado em termos internacionais, bem como o facto dos créditos serem essencialmente a taxas de juro indexadas a taxas do mercado monetário, implicam uma forte e crescente sensibilidade do comportamento das famílias portuguesas a futuras alterações das taxas de juro⁽¹¹⁾.

A tendência de desaceleração que vinha sendo observada desde o final de 1999 pela dívida total dos particulares foi interrompida no quarto trimestre de 2003 e invertida no decurso da primeira metade do corrente ano. Em Junho de 2004, a taxa de variação das responsabilidades totais deste sector atingia 11.8 por cento, cerca de 1.9 p.p. acima do crescimento registado no final de 2003 (Gráfico 3.7). Para o período mais recente, a informação já disponível sobre empréstimos concedidos por OIFM residentes, indica que a respectiva taxa de variação, de 10.0 por cento em Agosto de 2004, estava 0.3 p.p. abaixo da registada em Junho⁽¹²⁾.

(11) Note-se, ainda, que este indicador de endividamento não considera a distribuição da dívida entre os agregados familiares com diferentes classes de rendimentos nem a evolução dos activos financeiros. No entanto, a informação disponível sobre estas variáveis sugere que nos últimos anos tenham acedido ao mercado de crédito indivíduos com menor capacidade para fazer face a evoluções desfavoráveis no rendimento e nas taxas de juro.

(12) Salvo indicação em contrário, e conforme indicado na nota de pé-de-página 10, as taxas de variação anual dos empréstimos concedidos por OIFM residentes são calculadas com base em índices de saldos de empréstimos bancários, ajustados de operações de titularização, reclassificações, reavaliações cambiais e de créditos abatidos ao activo.

Gráfico 3.7
DÍVIDA DE PARTICULARES
Taxas de variação homóloga



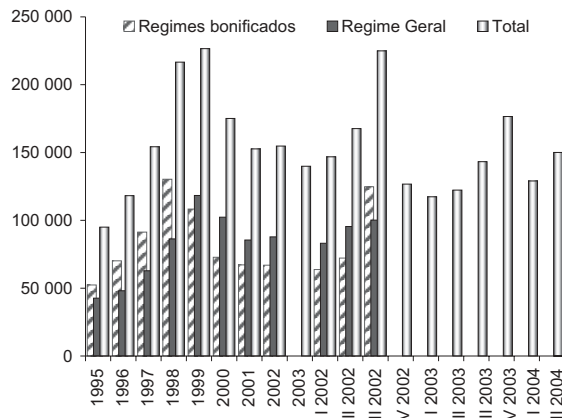
Nota: Consideram-se os empréstimos concedidos por instituições de crédito residentes e não residentes.

Deve ser especialmente destacada a sustentação de um ritmo muito elevado de crescimento da dívida destinada à aquisição de habitação, cuja taxa de variação se situava em 12.7 por cento no final de Junho de 2004, valor próximo do observado no final do ano anterior. Em Agosto de 2004, a taxa de variação dos empréstimos concedidos por OIFM residentes a este sector era de 11.6 por cento, valor ligeiramente inferior (em 0.3 p.p.) ao registado dois meses antes.

A manutenção de um elevado ritmo de crescimento do *stock* de dívida de particulares para aquisição de habitação traduziu-se, no primeiro semestre de 2004, num aumento homólogo de 11.5 por cento do fluxo líquido do novo crédito deste tipo⁽¹³⁾. Esta indicação é corroborada pela informação divulgada pela Direcção-Geral do Tesouro (DGT), segundo a qual o número de novos contratos para aquisição de habitação aumentou 16.5 por cento nos primeiros seis meses de 2004, em termos homólogos (Gráfico 3.8), enquanto o montante total dos empréstimos contratados cresceu 28.9 por cento⁽¹⁴⁾. O valor médio contratado por empréstimo no decurso do primeiro semestre foi 10.4 por cento superior ao do semestre homólogo de 2003 (embora praticamente igual ao valor médio registado no segundo semestre de 2003). Tal sugere que o finan-

(13) Calculado como a diferença entre os valores do *stock* em dívida no final e no início do período.

Gráfico 3.8
NÚMERO DE NOVOS CONTRATOS
DE CRÉDITO À HABITAÇÃO



Fonte: Direcção-Geral do Tesouro.

Nota: Os valores trimestrais foram anualizados.

ciamento bancário poderá estar a incidir sobre habitações de maior qualidade média (maior dimensão e/ou características diferentes) do que em anos anteriores⁽¹⁵⁾. Esta evolução do valor médio poderá estar a ser facilitada pelo alongamento dos prazos de amortização dos empréstimos, condição propor-

cionada por alguns grupos bancários, segundo as suas respostas ao Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito. Adicionalmente, no primeiro semestre de 2004, a procura de habitação terá também beneficiado da reforma do regime de tributação sobre as transacções imobiliárias, visto que a aplicação de um regime mais favorável sobre a tributação da aquisição de bens imobiliários, desde o segundo semestre de 2003, resultou numa diminuição substancial dos respectivos custos de transacção⁽¹⁶⁾.

Após dois anos de crescimento moderado, a dívida contraída pelos particulares para consumo e outros fins que não a habitação acelerou ao longo do primeiro semestre de 2004, em linha com a recuperação do consumo privado. A taxa de variação anual ascendeu a 9.1 por cento, em Junho, que compara com 1.7 por cento em Dezembro de 2003. Em Agosto de 2004, a taxa de variação dos empréstimos concedidos por OIFM residentes a este sector situava-se em 4.1 por cento, 0.3 p.p. menos do que em Junho. A diferença, em Junho, entre as taxas de variação dos dois agregados demonstra a importância das OIFAF na dinâmica recente deste segmento de crédito.

Em Junho de 2004, a taxa de variação da dívida das sociedades não financeiras situava-se em 5.1 por cento⁽¹⁷⁾, após 4.5 por cento no final do ano anterior (Gráfico 3.9)⁽¹⁸⁾. Os dados disponíveis para o período mais recente apontam também para uma estabilidade face ao final de 2003. As taxas de variação anual dos empréstimos concedidos por OIFM residentes a este sector situavam-se em 2.7 e 2.6 por

(14) Esta taxa de variação não é directamente comparável com a do fluxo líquido de novo crédito a particulares para aquisição de habitação devido a várias razões: (i) o fluxo líquido de crédito abrange não apenas empréstimos concedidos por OIFM residentes, mas também crédito concedido pelas OIFAF residentes e por instituições de crédito não residentes, conforme indicado na nota 10 (o fluxo líquido de empréstimos concedidos apenas pelas OIFM residentes, tendo por base transacções, cresceu 16.7 por cento, em termos homólogos, no primeiro semestre de 2004); (ii) o fluxo líquido de novo crédito é líquido de amortizações, contrariamente aos valores identificados pela DGT, que se referem a montantes brutos de novos contratos de crédito (em particular, no caso de renegociação, substituição ou transferência de contratos de empréstimos, o fluxo líquido de novo crédito é, em princípio, inferior ao montante registado no novo contrato); (iii) por último, não existe necessariamente uma coincidência temporal entre o momento da realização do novo contrato de crédito e a utilização dos montantes a que o mesmo se refere, com o correspondente reflexo no saldo em dívida.

(15) A evolução dos valores médios da avaliação bancária de habitação por metro quadrado, no Continente (fonte: INE), aponta para um crescimento do valor das habitações financiadas por crédito bancário bastante superior à inflação em Portugal (5.9 por cento no primeiro semestre de 2004, após 8.4 por cento no último semestre de 2003), num contexto de quase estabilidade dos preços de habitação (variações de 0.5 e 1.6 por cento, nos períodos correspondentes, segundo o Índice Newsletter Confidencial Imobiliário).

(16) Apesar de as principais medidas da Reforma da Tributação do Património terem entrado 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 introduzido no início de 2004 (substituindo o Imposto de Sisa).

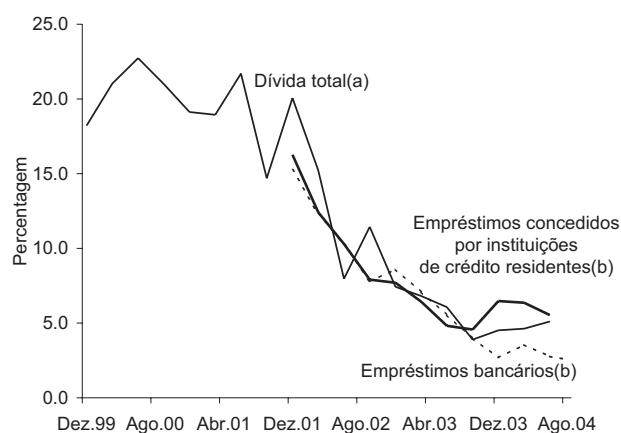
(17) Considera-se como dívida total deste sector as responsabilidades devidas a empréstimos concedidos por instituições de crédito residentes e não residentes, e por empresas do grupo (IDE), bem como as responsabilidades (ao valor nominal) representadas por papel comercial e obrigações.

(18) Em Junho de 2004, a taxa de variação dos empréstimos concedidos por instituições de crédito residentes a sociedades não financeiras situava-se em 5.5 por cento, após 6.5 por cento no final de 2003.

Gráfico 3.9

DÍVIDA DE SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS

Taxas de variação homóloga



Notas:

- (a) Consideram-se os empréstimos concedidos por instituições de crédito residentes e não residentes, e por empresas do grupo (IDE), mais o saldo vivo de papel comercial e obrigações (ao valor nominal).
- (b) Taxas de variação calculadas a partir de índices de saldos corrigidos (Dez 2000=100), conforme metodologia do BCE, no caso das OIFM (i.e., excluindo reclassificações, abatimentos ao activo e reavaliações cambiais e ajustado de operações de titularização). No caso do crédito às OIFAF, os saldos são ajustados de titularizações e corrigidos de reclassificações inicialmente consideradas no créditos das OIFM, mas com contrapartida em OIFAF (i.e., para o total das instituições de crédito só se consideram as reclassificações que não traduzam ajustamentos entre OIFM e OIFAF).

cento, respectivamente em Dezembro de 2003 e Agosto de 2004. O fraco crescimento evidenciado por este agregado de crédito bancário ao longo dos primeiros oito meses do ano reflecte, por um lado, o recurso por parte das sociedades não financeiras a fontes de financiamento alternativas, e, por outro, a manutenção de alguma restritividade na oferta de crédito por parte das instituições bancárias face aos riscos associados à situação económica geral e a sectores e empresas específicas. Assim, parte das necessidades líquidas de financiamento das sociedades não financeiras terá sido suprida pelo recurso a empréstimos de OIFAF e a outras fontes de financiamento, como sejam a emissão de papel comercial⁽¹⁹⁾ e, em menor grau, a obtenção de empréstimos junto de empresas do grupo (no caso das empresas com participação estrangeira). Também a contratação de empréstimos sindicados internacio-

nais pelas sociedades não financeiras parece ter retomado algum dinamismo em 2004.

A desaceleração do crédito bancário foi partilhada pela generalidade dos ramos de actividade das empresas sendo, no entanto, de salientar a continuação de um elevado ritmo de crescimento dos empréstimos ao ramo das actividades imobiliárias (10.5 por cento em Agosto, que compara com 13.0 por cento em Dezembro de 2003)⁽²⁰⁾. Os empréstimos bancários concedidos a empresas de construção situavam-se em 1.2 por cento, em Agosto, desacelerando face ao final do ano anterior (2.8 por cento). Nos casos da indústria e dos serviços prestados principalmente a empresas (é nestes últimos que se incluem as SGPS financeiras), verificaram-se variações negativas no saldo de empréstimos bancários (as taxas de variação homóloga em Dezembro de 2003 e Agosto de 2004 foram, respectivamente, -0.5 e -7.2 por cento, no primeiro sector, e -7.0 e -1.2 por cento, no segundo sector).

3.4. Depósitos bancários do sector privado não financeiro

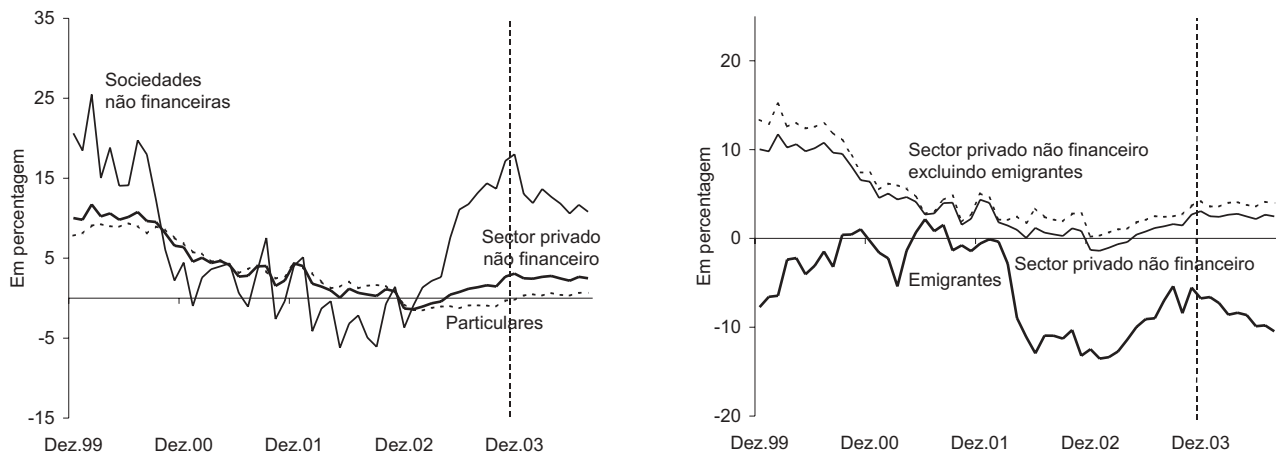
Ao contrário do observado no ano anterior, o rendimento disponível dos particulares deverá apresentar algum crescimento real em 2004. Não obstante, a poupança corrente das famílias deverá diminuir, uma vez que as actuais estimativas do Banco de Portugal apontam para um crescimento mais elevado do consumo privado do que do rendimento disponível⁽²¹⁾. Neste contexto, e dada a necessidade das famílias portuguesas afectarem uma cada vez maior parcela de poupança ao pagamento das amortizações da sua dívida, o montante de poupança corrente não aplicado ao serviço da dívida será menor. Face à fraca remuneração dos depósitos a prazo será preferencialmente canalizado para outros activos financeiros com maiores taxas de rentabilidade. No que diz respeito às socieda-

(19) Este instrumento é um substituto muito próximo do crédito bancário, sobretudo no caso das empresas de maior dimensão. A taxa de variação homóloga do saldo de responsabilidades das sociedades não financeiras sob esta forma aumentou em Agosto de 2004, para 3.1 por cento (após uma variação homóloga de -12.3 por cento em Dezembro de 2003).

(20) Taxas de variação anual, calculadas com base em índices de saldos de empréstimos bancários, corrigidos de reclassificações.

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

Gráfico 3.10
DEPÓSITOS DO SECTOR PRIVADO NÃO FINANCEIRO NO SISTEMA BANCÁRIO RESIDENTE
 Taxas de variação homóloga



des não financeiras, as estimativas do Banco para 2004 apontam para um aumento significativo das respectivas necessidades líquidas de financiamento face ao ano anterior, em linha com a recuperação do investimento empresarial e da actividade em geral. Este facto, associado ao crescimento moderado do crédito bancário a este sector, só parcialmente compensado por crédito concedido por outras instituições de crédito e emissão de títulos de dívida, estará a reflectir-se na redução dos depósitos detidos por este sector ao longo dos oito primeiros meses de 2004.

Em Agosto de 2004, a taxa de variação homóloga dos depósitos do sector privado não financeiro no sistema bancário residente foi de 2.5 por cento (3.1 por cento em Dezembro de 2003). Este evolução deveu-se ao menor crescimento dos depósitos de empresas (10.8 por cento, que compara com 18.0 por cento em Dezembro de 2003), parcialmente compensado pela ligeira recuperação dos depósitos de particulares (0.7 por cento, que compara com -0.2 por cento em Dezembro de 2003) (Gráfico 3.10). O agregado de depósitos totais do sector privado não financeiro (em Portugal e no exterior) registou igualmente um crescimento homólogo baixo, que se cifrou em 2.6 por cento em Junho de 2004, valor semelhante ao observado no final de 2003 (Gráfico 3.11). Os depósitos de particulares (incluindo emigrantes) cresceram 0.5 por cento, enquanto os depósitos das sociedades não financeiras aumentaram 10.8 por cento. É de salientar também que, à semelhança do sucedido em 2002 e 2003, ob-

servou-se uma maior preferência dos depositantes por elevada liquidez (com custo de oportunidade reduzido, dado o baixo nível das taxas de depósito a prazo), o que é expresso num contributo importante dos depósitos transferíveis para a variação dos depósitos do sector privado não financeiro junto do sector bancário residente (Gráfico 3.12).

A evolução dos depósitos totais do sector privado não financeiro reflectiu, em larga medida, os níveis historicamente baixos das taxas de juro bancárias aplicadas a estas operações (que implicaram uma remuneração real negativa dos depósitos a prazo) e o já referido aumento das necessidades líquidas de financiamento das empresas, num contexto de maior esforço de investimento em capital fixo. Este maior esforço traduziu-se numa redução de 7.2 por cento nos depósitos das sociedades não financeiras entre Dezembro de 2003 e Agosto de 2004. Além disso, a informação preliminar disponível aponta para que as aplicações em outros activos financeiros com taxas de rentabilidade potencialmente mais atractivas do que as dos depósitos tenham continuado a apresentar crescimentos significativos em 2004. A este propósito refira-se que, no ano terminado em Agosto, os montantes sob gestão dos Fundos de Investimento Mobiliário (excluindo Fundos de fundos), quando ajustados das variações de valor das carteiras⁽²²⁾, tinham aumen-

(22)O ajustamento das variações de valor utilizado para o cálculo destas taxas de variação é semelhante ao realizado no cálculo de taxas de variação anual do crédito bancário.

Gráfico 3.11
DEPÓSITOS DO SECTOR PRIVADO NÃO
FINANCEIRO NO SISTEMA BANCÁRIO
RESIDENTE E NO EXTERIOR
Taxas de variação homóloga

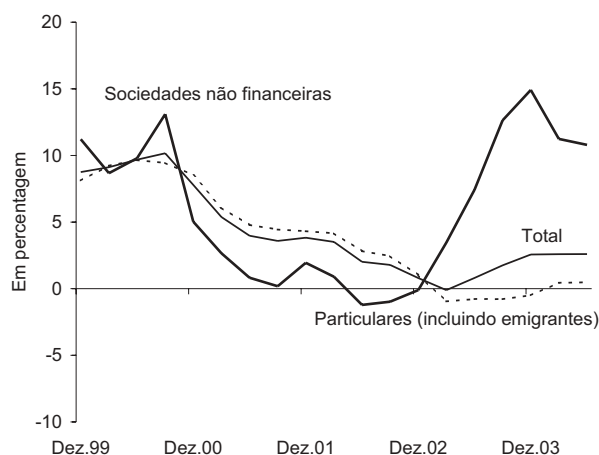
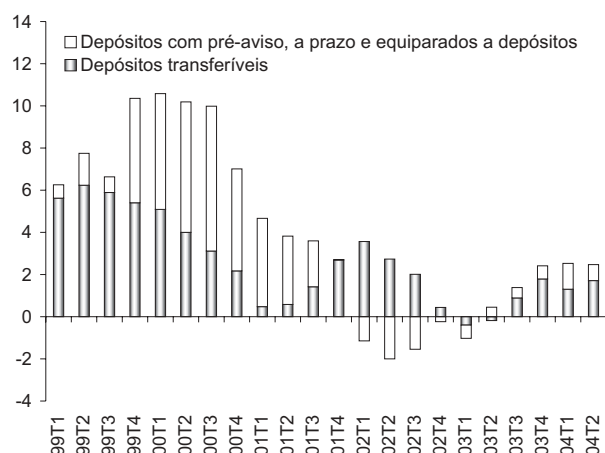


Gráfico 3.12
CONTRIBUTOS PARA A TAXA DE VARIAÇÃO
HOMÓLOGA DOS DEPÓSITOS E EQUIPARADOS
DO SECTOR PRIVADO NÃO FINANCEIRO



tado 5.0 por cento, que compara com 3.3 e 8.6 por cento no final de 2002 e 2003, respectivamente.

3.5. Síntese monetária

A evolução do crédito interno e dos depósitos e equiparados de particulares e empresas não financeiras, desde o início do ano até Agosto de 2004, traduziu-se num aumento da posição credora líquida das outras instituições financeiras monetárias (OIFM) face ao sector privado não financeiro

(Quadro 3.2). Este aumento teve como contrapartida um agravamento da sua posição devedora líquida face ao exterior.

Note-se que, desde o final de 1999, os recursos de clientes são insuficientes para financiar a expansão do crédito concedido pelas OIFM residentes. Em consequência, os bancos portugueses vêm recorrendo, desde então, à titularização de parcelas da sua carteira de crédito como forma de melhorar a respectiva situação de liquidez. Ao mesmo tempo, tem-se assistido ao assinalável aumento do recurso das instituições financeiras residentes ao endividamento junto de não residentes (nomeadamente através da emissão de títulos a médio e longo prazos pelas filiais e sucursais no exterior), suprimindo, assim, as respectivas necessidades de financiamento.

Recorde-se, ainda, que os registos da Síntese Monetária foram afectados por uma operação pontual, realizada no final de 2003 mas revertida nos primeiros dias de 2004, que teve impacto sobre a posição externa das OIFM e, em sentido contrário, sobre a das autoridades monetárias⁽²³⁾. Excluindo esta operação, o aumento de passivos externos líquidos do Banco de Portugal seria menos significativo em 2004, enquanto o endividamento líquido das OIFM face a não residentes seria mais expressivo⁽²⁴⁾.

4. POLÍTICA ORÇAMENTAL

De acordo com a Proposta de Relatório do Orçamento do Estado para 2005 (OE2005) apresentada pelo Governo à Assembleia da República, o défice das administrações públicas, na óptica da Contabilidade Nacional, deverá ascender em 2004 a 2.9 por cento do PIB (2.8 por cento do PIB em 2003) (Quadro 4.1). Esta percentagem é idêntica à notificada no reporte do procedimento dos défices excessivos

(23) Em 2003, esta operação traduziu-se numa significativa redução de passivos externos das autoridades monetárias no âmbito do sistema TARGET, por contrapartida de uma variação negativa de activos das OIFM.

(24) Refira-se, contudo, que este maior endividamento líquido das OIFM face a não residentes foi compatível com uma estabilização do endividamento de mercado face a não residentes, ao mesmo tempo que se assistiu a uma recomposição da dívida, no sentido do alongamento da respectiva maturidade média. Para detalhes, veja-se artigo neste Boletim sobre o sistema bancário no primeiro semestre de 2004.

Quadro 3.2

SÍNTESE MONETÁRIA

Milhões de euros

							Variações absolutas					
	2000	2001	2002	2003		2004	2000	2001	2002	Dez. 2002	2003	Dez. 2003
	Dez.	Dez.	Dez.	Ago.	Dez.	Ago.	Dez.	Dez.	Dez.	a Ago 2003	Dez.	a Ago 2004
Activos líquidos sobre o exterior	-6788	-19270	-27444	-33014	-26924	-37321	-15773	-12483	-8174	-5570	520	-10397
Banco de Portugal	14985	16050	15521	12575	19627	10927	-3638	1065	-529	-2947	4106	-8700
Outras instituições financeiras monetárias	-21773	-35321	-42965	-45589	-46551	-48248	-12136	-13548	-7644	-2624	-3586	-1697
Dos quais:												
Face a sede e sucursais da própria instituição	n.d.	n.d.	n.d.	-36176	-39098	-42782	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-3684
Face a outras IFM não residentes em relação de domínio	n.d.	n.d.	n.d.	-7990	-9758	-11354	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-1596
Face a outras IFM não residentes sem relação de domínio	n.d.	n.d.	n.d.	-2910	-3013	3227	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	6240
Crédito às Administrações Públicas	8496	9082	8069	7560	7923	7572	-268	585	-1013	-509	-146	-351
Crédito interno (excepto às Administrações Públicas)	160783	179401	191038	196304	194228	202303	31206	18618	11637	5266	3190	8075
Particulares	68921	76063	83363	86952	84675	91443	12062	7142	7300	3589	1312	6768
Sociedades não financeiras	70667	80085	86352	87559	90865	91165	14167	9418	6267	1208	4513	300
Instituições financeiras não monetárias	21195	23253	21324	21794	18688	19695	4977	2059	-1929	470	-2636	1007
Circulação monetária	5392	4451	7025	7517	8197	9512	-228	-941	2575	491	1172	1316
Depósitos e equiparados - total	120125	123236	122667	119402	123885	120917	5618	3111	-569	-3265	1218	-2968
Instituições financeiras não monetárias	9843	10360	9641	10104	8932	8578	182	517	-719	464	-708	-354
Administrações Públicas	8181	6329	7866	4944	6568	5391	-690	-1852	1536	-2921	-1297	-1178
Sociedades não financeiras e particulares	102100	106547	105161	104353	108384	106948	6126	4447	-1386	-808	3224	-1436
Títulos excepto capital	17476	22514	23168	21930	22516	22390	4157	5037	655	-1238	-653	-125
Unidades de participação em Fundos do Mercado Monetário	115	166	665	801	1058	1127	115	51	499	136	393	69
Capital e reservas	25920	27867	28726	32625	33127	33457	5093	1947	859	3900	4401	330
Diversos (líquido)	-6537	-9021	-10588	-11425	-13556	-14849	411	-2484	-1567	-837	-2967	-1294
<i>Por memória:</i>												
Activos líquidos sobre o exterior de OIFM denominados em euros	-19559	-34518	-39524	-40257	-39402	-45111	-8818	-14959	-5006	-733	122	-5709
							Taxas de variação homóloga					
Contributo para o agregado M1 da área do euro	47723	51219	53225	54279	57307	57793	4.8	7.3	3.9	2.0	7.7	0.8
Contributo para o agregado M3 da área do euro	119822	126769	127607	131260	132905	135307	5.9	5.8	0.7	2.9	4.2	1.8

Quadro 4.1

CONTAS DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS EM CONTABILIDADE NACIONAL

	Em percentagem do PIB ^(a)						Taxas de crescimento	
	Incluindo medidas temporárias			Excluindo medidas temporárias			Excluindo medidas temporárias	
	2002	2003	2004 ^(b)	2002	2003	2004 ^(b)	2003	2004 ^(b)
Receitas totais	43.2	44.8	44.9	42.3	42.3	43.7	1.6	6.7
Receita corrente	41.4	41.9	41.6	40.5	40.4	41.6	1.4	6.5
Impostos sobre o rendimento e património	9.8	9.3	9.0	9.3	8.8	9.0	-3.8	6.0
Impostos sobre a produção e a importação	15.0	15.6	15.1	14.6	14.8	15.1	2.9	5.2
Contribuições sociais	12.2	12.8	12.8	12.1	12.5	12.8	4.7	5.4
Efectivas	11.3	11.7	11.9	11.2	11.5	11.9	3.6	7.0
Imputadas	0.9	1.0	0.9	0.9	1.0	0.9	18.0	-12.1
Outras receitas correntes	4.4	4.3	4.8	4.4	4.3	4.8	-1.6	14.7
<i>Outras receitas correntes excluindo hospitais-empresa em 2002</i>	4.2			4.2			2.9	
Receitas de capital	1.8	2.9	3.2	1.8	1.9	2.0	4.9	11.2
Despesas totais	45.9	47.6	47.7	46.4	47.6	48.5	4.2	5.2
Despesa corrente	41.7	43.0	43.6	41.7	43.0	43.6	4.7	4.7
Transferências correntes	19.0	21.4	22.1	19.0	21.4	22.1	14.1	7.0
Pagamentos sociais	15.0	17.1	17.7	15.0	17.1	17.7	15.7	6.6
em dinheiro	13.2	14.1	14.6	13.2	14.1	14.6	9.0	6.6
em espécie	1.9	3.0	3.1	1.9	3.0	3.1	62.9	6.9
<i>incluindo hospitais-empresa em 2002</i>	3.0			3.0			0.1	
Subsídios	1.5	1.5	1.8	1.5	1.5	1.8	5.5	25.5
Outras transferências correntes	2.5	2.7	2.6	2.5	2.7	2.6	9.4	-1.4
Juros	3.0	2.9	2.9	3.0	2.9	2.9	-2.9	4.6
Despesas com pessoal	15.4	15.0	14.8	15.4	15.0	14.8	-1.0	1.9
<i>Despesas com pessoal excluindo hospitais-empresa em 2002</i>	14.6			14.6			4.2	
Consumo intermédio	4.3	3.8	3.8	4.3	3.8	3.8	-11.0	3.5
<i>Consumo intermédio excluindo hospitais-empresa em 2002</i>	3.7			3.7			3.4	
Despesas de capital	4.2	4.6	4.1	4.7	4.6	4.9	-0.2	9.0
Formação bruta de capital fixo	3.3	3.3	2.6	3.6	3.3	3.3	-6.6	4.2
Aquisição líquida de activos n/ finan. n/ prod.	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	-0.1		
Transferências de capital	1.1	1.4	1.7	1.1	1.4	1.7	27.6	23.5
Saldo total	-2.7	-2.8	-2.9	-4.1	-5.3	-4.8		
<i>Por memória:</i>								
Despesa corrente primária	38.7	40.1	40.7	38.7	40.1	40.7	5.3	4.8
Saldo primário	0.3	0.1	0.1	-1.1	-2.4	-1.9		
Saldo primário ajustado do ciclo	0.1	1.3	1.7	-1.3	-1.2	-0.3		
Dívida pública	58.4	60.0	61.6					
Ajustamentos défice-dívida	2.5	-0.3	0.7					

Notas:

(a) O PIB nominal utilizado nos rácios em 2003 e 2004 é estimativa do Banco de Portugal.

(b) Estimativa baseada na conta incluída na Proposta de Relatório do Orçamento do Estado para 2005.

de Agosto de 2004 e representa apenas uma ligeira revisão para cima do défice inicialmente previsto no Orçamento do Estado para 2004 (2.8 por cento do PIB). No entanto, esta manutenção da projecção para 2004 beneficia agora de um montante muito maior de receitas extraordinárias do que estava implícito no reporte de Agosto: 2.0 por cento do PIB, em vez de 1.1 por cento. Actualmente, a estimativa para o impacto de medidas temporárias em 2004 inclui:

- Transferências de empresas públicas para o sistema de segurança social dos funcionários públicos (Caixa Geral de Aposentações – CGA), como contrapartida pelo pagamento por esta entidade das pensões dos seus ex-funcionários, num montante de 1.2 por cento do PIB;
- Vendas de património do Estado, representando 0.8 por cento do PIB.

Segundo a conta de 2004 considerada no Relatório do OE2005, a diminuição dos efeitos das medidas temporárias, de 2.5 por cento do PIB em 2003 para 2.0 por cento do PIB em 2004, estará associada a uma melhoria do défice das administrações públicas, corrigido deste tipo de medidas, de 5.3 por cento do PIB em 2003 para 4.8 por cento do PIB em 2004. Se for tido em conta que os juros da dívida pública deverão permanecer inalterados em rácio do PIB e que a componente cíclica, apesar da retoma do crescimento económico, ainda contribui de forma negativa para a situação orçamental⁽²⁵⁾, a consolidação orçamental, medida pelo saldo primário ajustado do ciclo e corrigido de medidas temporárias, ascenderia, segundo o Ministério das Finanças, a cerca de 0.9 por cento do PIB.

De acordo com a previsão para 2004 incluída no Relatório do OE2005, a receita total das administrações públicas, excluindo o efeito das medidas temporárias, deverá aumentar 1.4 p.p. do PIB no corrente ano. Os impostos sobre o rendimento e o património e sobre a produção e a importação aumentarão no seu conjunto 5.5 por cento em 2004, reflectindo, em larga medida, a recuperação do

crescimento das suas bases macroeconómicas. Esta evolução está em linha com a estimativa de execução para a receita fiscal do Estado em Contabilidade Pública para 2004 incluída na Proposta de Relatório do OE2005 (taxa de crescimento de 5.4 por cento, quando corrigida dos efeitos da titularização de créditos tributários em 2003). É de notar, no entanto, que embora a taxa de crescimento da execução Janeiro-Setembro da receita fiscal do Estado seja superior à admitida para o ano no seu conjunto (6.2 por cento), é esperada uma desaceleração até ao final do ano. A incerteza é particularmente evidente no caso do IRC, cuja receita tem sido afectada por um padrão de reembolsos diferente do verificado no ano anterior. Além disso, é difícil antecipar o efeito na colecta deste imposto associada à provável suspensão de pagamentos por conta até ao final do ano, motivada pela redução da taxa de 30 para 25 por cento introduzida no Orçamento de Estado para 2004. Por sua vez, a previsão de crescimento das contribuições sociais efectivas para o regime geral é de 4.9 por cento (excluindo os efeitos da titularização em 2003)⁽²⁶⁾. Uma vez que a execução Janeiro-Agosto da Segurança Social apresentou uma taxa de crescimento para as contribuições sociais de 2.1 por cento, a estimativa incluída no OE2005 para esta rubrica afigura-se muito optimista. Ainda do lado da receita, é de referir a previsão de crescimento muito significativo das outras receitas correntes (14.7 por cento, ou 0.5 p.p. do PIB), que também será de difícil concretização⁽²⁷⁾.

A previsão de crescimento da despesa total das administrações públicas em 2004 aponta para um aumento de 0.9 p.p. do PIB. Para esta evolução contribui, em larga medida, a evolução das transferências sociais em dinheiro para as famílias, à semelhança do que tem sido observado nos últimos anos. No entanto, constata-se uma desaceleração significativa desta componente da despesa em relação a 2003 que, para além de estar relacionada com

(25) A taxa de crescimento do PIB real em 2004, embora aumentando significativamente em relação à observada em 2003, resulta ainda num crescimento da actividade económica abaixo do seu potencial. Assim, o hiato do produto, e consequentemente a componente cíclica do saldo orçamental, deverão tornar-se mais negativos em 2004.

(26) Esta previsão obtém-se após isolar o efeito do regime dos funcionários públicos, coincidindo com a apresentada na conta da Segurança Social incluída também no Relatório do OE2005.

(27) As outras receitas correntes incluem, entre outras, as receitas provenientes da venda de bens e serviços pelas administrações públicas e as transferências do Fundo Social Europeu recebidas da União Europeia. Não são estas últimas, apesar do seu forte crescimento, que justificam a previsão do conjunto das outras receitas correntes, porque explicam apenas cerca de 0.1 p.p. dos 0.5 p.p. do PIB em questão.

um menor crescimento das despesas com subsídios de desemprego, é também influenciada por uma previsão muito baixa para as contribuições sociais imputadas, que não deverá ser possível de concretizar⁽²⁸⁾. Quanto às despesas com pessoal, após ter em conta o crescimento do subsídio do Estado para a CGA, a evolução da restante parcela fica claramente aquém do que seria de esperar atendendo à actualização da tabela dos funcionários públicos (cerca de 0.6 por cento em termos médios), do aumento do vencimento médio e da quase estabilização do número de funcionários públicos, em linha com a evolução do número de subscritores da CGA ao longo de 2004. Por último, e em sentido contrário, é de destacar o aumento considerável da despesa em subsídios (25.5 por cento), que não parece compatível com a estimativa para as despesas com acções de formação profissional, bonificações de juros à habitação e indemnizações compensatórias considerada na Proposta de Relatório do OE2005, devendo situar-se abaixo do valor apresentado.

Os riscos na execução orçamental de 2004 parecem ser claramente no sentido do défice das administrações públicas excluindo o impacto de medidas temporárias se vir a situar acima da actual estimativa. No entanto, dado o compromisso que o Governo tem assumido nos últimos anos de respeitar o limite de 3 por cento do PIB para o défice, não será de excluir que, se necessário, venham a ser adoptadas medidas temporárias adicionais. A materializar-se este cenário, o efeito de consolidação orçamental em 2004, atrás referido, poderá ser efectivamente menor do que o projectado, com a orientação da política orçamental a aproximar-se de neutro, em vez de restritiva.

No que respeita ao rácio da dívida pública, o Ministério das Finanças estima que este atinja 61.6 por cento⁽²⁹⁾ no final de 2004, aumentando cerca de 1.6 p.p. face ao valor registado no final de 2003. Uma vez que se espera que o saldo primário, incluindo os efeitos de medidas temporárias, permaneça quase equilibrado em 2004, esta subida do rácio decorre do efeito das despesas em juros, que supe-

ra o efeito moderador do crescimento económico, e dos ajustamentos défice-dívida, que deverão ascender a 0.7 por cento do PIB⁽³⁰⁾.

5. DESPESA E PRODUTO

De acordo com as estimativas do Banco de Portugal apresentadas neste *Boletim Económico*, o PIB português deverá crescer, em volume, entre 1 e 1½ por cento em 2004. A procura interna, impulsionada em grande medida pela recuperação do consumo privado, deverá apresentar um contributo positivo. O contributo da procura externa líquida deverá ser negativo, apesar do aumento da taxa de crescimento das exportações, uma vez que se espera uma aceleração muito acentuada das importações. Este padrão de composição do crescimento corresponde a uma inversão do padrão observado nos dois últimos anos, em que a procura externa líquida apresentou contributos positivos para as taxas de variação do produto.

O intervalo de crescimento agora apresentado corresponde a um estreitamento do intervalo divulgado no *Boletim Económico* de Junho de 2004, embora com uma composição do crescimento diferente da então projectada. De facto, em Junho previam-se contributos positivos para o crescimento do PIB quer da procura interna, quer da procura externa líquida. O aumento do contributo da procura interna deve-se à revisão em alta das componentes privada e pública da despesa final. Estas revisões correspondem à materialização de alguns dos riscos então apontados, nomeadamente, o risco de uma evolução mais dinâmica do que então projectado da procura interna. Adicionalmente, também as exportações são revistas em alta, em linha com as novas hipóteses para a procura externa dirigida à economia portuguesa. No entanto, esta significativa revisão da procura global não tem im-

(28) De salientar que nas contas das administrações públicas em Contabilidade Nacional, as contribuições imputadas dão origem a três registos: nas contribuições sociais do lado da receita e nas transferências em dinheiro para as famílias e nas despesas com pessoal do lado da despesa.

(29) A estimativa de 61.6 por cento para o rácio da dívida no final de 2004 decorre do *stock* da dívida considerado na elaboração do OE2005, sendo utilizada a estimativa para o PIB nominal do Banco de Portugal. O mesmo cálculo utilizando como alternativa o PIB nominal para 2004 implícito no OE2005 seria de 62.0 por cento.

(30) De notar que o montante de ajustamentos défice-dívida implícito na estimativa da dívida pública para o final de 2004 está, em princípio, influenciado pela assunção de dívida prevista na Proposta de Orçamento Rectificativo de 2004, na parte que se refere ao pagamento de despesas de anos anteriores.

pacto sensível na estimativa de crescimento do PIB, uma vez que as importações se apresentam muito mais dinâmicas do que inicialmente previsto.

O aumento da actividade da economia portuguesa é corroborado pelo indicador coincidente mensal da actividade económica do Banco de Portugal (Gráfico 1.2). Este indicador, que tinha iniciado uma recuperação no final do primeiro semestre de 2003, aponta para uma aceleração da actividade nos dois primeiros trimestres de 2004, verificando-se uma estabilização do crescimento ao longo do terceiro trimestre. Sendo de admitir que no quarto trimestre se venha a verificar alguma desaceleração do PIB, ela deverá ser pouco pronunciada e, em termos semestrais, a actividade deverá apresentar na segunda metade do ano uma taxa de crescimento ligeiramente mais elevada do que na primeira.

A taxa de poupança das famílias deverá diminuir em 2004, uma vez que se prevê um crescimento mais elevado do consumo privado do que do rendimento disponível dos particulares⁽³¹⁾, não obstante este apresentar uma evolução mais favorável do que estava implícita no *Boletim económico* de Junho. De facto, o rendimento disponível real deverá aumentar em 2004, mas cerca de ½ p.p. menos do que o consumo privado. Esta redução da taxa de poupança é tanto mais significativa quanto deverá ter aumentado a parcela de “poupança forçada” afecta à amortização da dívida contraída em períodos anteriores pelas famílias, contraindo a “parcela discricionária” da poupança. Como referido na secção 3, o endividamento bruto dos particulares, que já assume um nível relativamente elevado, terá continuado a aumentar de forma acentuada em 2004 (de 111 para cerca de 118 por cento do rendimento disponível anual). No entanto, a pressão para o aumento da poupança, criada pela necessidade de satisfazer uma amortização de dívida em expansão, não terá impedido a queda global

desta variável em 2004. As condições de acesso ao crédito muito acomodáticas deverão estar a constituir um factor explicativo importante do comportamento das famílias portuguesas.

Paralelamente, a explicação da forte aceleração do consumo privado deverá estar relacionada com uma alteração de expectativas das famílias, a partir de finais de 2003. Desde 2001, num quadro de desaceleração das economias nacional e internacional, que se assistia a uma diminuição do indicador de confiança das famílias, acentuada com o reconhecimento público, em 2002, da grave crise orçamental e da entrada da economia portuguesa em recessão. Em 2003, após se ter atingido a variação mais negativa no segundo trimestre, a economia começou gradualmente a recuperar. A percepção pelas famílias de que a evolução do desemprego seria menos acentuada do que esperado e que o esforço de consolidação orçamental seria menos intenso do que inicialmente admitido contribuiu provavelmente para distender o comportamento das famílias. Adicionalmente, é possível que a realização em Portugal de eventos à escala internacional, com destaque para o campeonato europeu de futebol, também tenha contribuído para estimular temporariamente o consumo privado.

Existe ainda a possibilidade, mais relevante em 2004 devido à realização do campeonato europeu de futebol, do crescimento do consumo privado estar a ser um pouco sobre-estimado devido à incerteza estatística na separação entre consumo no território efectuado por residentes (afecto a consumo privado dos residentes) e efectuado por não residentes (afecto a exportações de serviços de turismo). Muitos dos visitantes estrangeiros permaneceram durante períodos curtos e, por isso, uma parte significativa dos seus consumos no território nacional pode ter sido realizada utilizando notas e moedas de trazidas dos seus países de origem⁽³²⁾. Nesta situação não existe qualquer registo que permita atribuir esse consumo a não residentes. Este facto, embora sem impacto sobre o nível do PIB, tem alguma consequência sobre a estimação da composição do crescimento do produto, podendo

(31) Refira-se que, em 2004, o rendimento disponível e a poupança das famílias não são afectadas, ao contrário do que sucedia em 2003, pela consideração ou não dos efeitos da cedência de créditos tributários pela administrações públicas. De facto, em 2004, aquela operação apenas afecta a repartição dos fundos entre as administrações públicas e a empresa que adquiriu os créditos tributários. Na conta do rendimento das famílias são sempre registados os pagamentos efectuados destes impostos que estavam em dívida, independentemente do sector que os está efectivamente a receber.

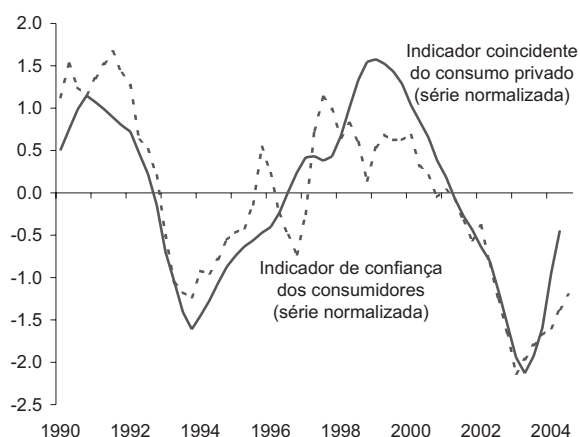
(32) Uma parte das despesas de turistas estrangeiros em território nacional é contabilizado na Balança usando os registos de pagamentos ou levantamentos em ATM's realizados com cartões de débito ou de crédito sobre contas domiciliadas no exterior. No caso de pagamentos realizados em numerário trazido pelos turistas, esse registo não pode ser realizado.

exagerar a contribuição da procura interna para o crescimento do PIB, em detrimento da contribuição da procura externa líquida. Porém, não se considera que a expressão quantitativa deste fenómeno altere qualitativamente a avaliação atrás apresentada.

O crescimento do rendimento disponível em 2004 resulta, num contexto de recuperação da actividade económica, da evolução das remunerações do trabalho, das transferências e dos rendimentos de empresa e propriedade. No caso das remunerações do trabalho, apesar da quase manutenção da tabela salarial da função pública, o comportamento desta rubrica deverá reflectir um ligeiro aumento do crescimento dos salários reais por trabalhador no conjunto da economia, bem como uma evolução menos desfavorável do que em 2003 do emprego por conta de outrem. Relativamente às transferências para as famílias, em 2004, prevê-se a manutenção de uma taxa de crescimento das transferências internas elevada, reflexo da evolução das prestações sociais pagas pelas administrações públicas, nomeadamente das pensões de velhice, apesar da desaceleração da parcela referente ao subsídio de desemprego. Refira-se que as transferências internas, que já correspondem a mais de 25 por cento do rendimento disponível das famílias, voltam a aumentar o seu peso no rendimento disponível em 2004 (em cerca de 1 p.p.), após um aumento de 3.1 p.p. entre os anos de 2000 e 2003. Pelo contrário, as transferências externas líquidas deverão continuar a registar uma variação negativa, em linha com a redução das transferências de emigrantes.

A evolução do consumo privado, por sua vez, é ilustrada pela evolução dos indicadores coincidente do consumo privado e de confiança dos consumidores. O primeiro, que resume a informação de natureza qualitativa, tem apresentado uma forte tendência ascendente desde o segundo trimestre de 2003 (Gráfico 5.1). Também a confiança dos consumidores, medida pelo indicador calculado pela Comissão Europeia, apresenta níveis crescentes, apesar de não mostrar uma tendência tão marcada. Por seu lado, a taxa de variação homóloga acumulada do índice de volume de negócios no comércio a retalho, que não considera a venda de veículos automóveis, motociclos e combustíveis para veículos, apresenta, em termos reais, valores positivos desde Março de 2004, situando-se em 1.9 por cento até Setembro (-2.6 por cento no período homólogo de 2003).

Gráfico 5.1
INDICADOR COINCIDENTE DO CONSUMO PRIVADO E INDICADOR DE CONFIANÇA DOS CONSUMIDORES



Fonte: Comissão Europeia e Banco de Portugal.

Em 2004, deverá ocorrer um crescimento positivo em volume das despesas em bens de consumo duradouros. Apesar dos baixos níveis de taxa de juro real e nominal observados, este aumento deverá decorrer, no essencial, da substituição e reposição destes bens por parte das famílias, uma vez que a despesa, em termos reais, com este tipo de bens tem decrescido desde o final de 2000. A aceleração das despesas de consumo de bens duradouros é particularmente marcada na aquisição de novos veículos ligeiros de passageiros. As vendas deste tipo de veículos, incluindo todo-o-terreno, registaram um crescimento homólogo acumulado de 3.9 por cento até Setembro (-21.1 por cento no mesmo período de 2003). Refira-se ainda que, durante o primeiro semestre do ano, o aumento das vendas de automóveis novos concentrou-se mais do que proporcionalmente nas gamas mais elevadas. Também o índice de volume de negócio do comércio a retalho de bens duradouros apresentou, em termos reais, uma taxa de variação homóloga acumulada até Setembro de 0.4 por cento, que compara com -8.1 por cento no mesmo período do ano anterior.

De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, o consumo público deverá apresentar um crescimento real de cerca de 0.6 por cento em 2004, o que representa uma taxa de variação próxima da registada em 2003 (0.5 por cento). Considerando a composição do consumo público, após correcção do efeito da empresarialização dos hospitais ocor-

rida no final de 2002, este comportamento decorre de uma estimativa para a taxa de crescimento das despesas em bens e serviços, em termos reais, mais elevada do que em 2003, que mais do que compensa a desaceleração real das despesas com pessoal, em linha com a projecção para o número médio de subscritores da CGA em 2004⁽³³⁾.

A FBCF deverá apresentar, em 2004, uma variação positiva em volume, após as diminuições verificadas em 2002 e 2003. Esta evolução deverá ter sido favorecida pela manutenção de baixas taxas de juro nominais e reais. Estima-se que esta variável apresente um crescimento real entre $\frac{3}{4}$ e $2\frac{3}{4}$ por cento (reduções de 4.9 e 9.6 por cento em 2002 e 2003, respectivamente). Por tipo de bens, apenas a construção deverá apresentar uma taxa de variação ainda negativa, enquanto a generalidade das outras componentes da FBCF (máquinas e produtos metálicos, material de transporte e outra FBCF não discriminada) deverão recuperar para taxas de crescimento positivas, com destaque para um forte crescimento, entre 6 e 10 por cento, da FBCF em máquinas. Este último segue-se a um período de dois anos de variações negativas também expressivas e ocorre num contexto de aceleração das procuras interna e externa. Adicionalmente, verifica-se também um aumento na aquisição de equipamentos destinados às telecomunicações, o que deverá estar associado ao início da exploração da nova geração de telecomunicações móveis e ao reforço das redes existentes. No que respeita à FBCF em material de transporte, refira-se que as vendas de veículos comerciais ligeiros e pesados novos registaram taxas de crescimento homólogo acumuladas até Setembro de 5.3 e 21.9 por cento, respectivamente (-15.9 e -24.9 por cento no período homólogo de 2003) (Quadro 5.1). Apesar disso, esta componente da FBCF deverá apresentar uma taxa de crescimento apenas marginalmente positiva em resultado da redução do investimento em outro material de transporte.

De acordo com as projecções do Banco de Portugal, as exportações portuguesas devem crescer entre 7 e 8 por cento em 2004, após os aumentos de 1.6 e 4.1 por cento observados em 2002 e 2003, respectivamente. A maior taxa de variação das exportações resulta, no essencial, da aceleração da procura externa dirigida à economia portuguesa e traduz um maior ritmo de crescimento quer das exportações de mercadorias, quer das exportações de serviços. A quota de mercado agregada das exportações de mercadorias deverá diminuir ligeiramente, em resultado do decréscimo das exportações de veículos automóveis e duma estabilização da quota de mercado das restantes mercadorias no conjunto do ano. O aumento da taxa de crescimento das exportações de serviços resulta da aceleração quer das exportações de turismo, quer das exportações de outros serviços, nomeadamente dos transportes e serviços financeiros. Apesar do contributo positivo para a aceleração das exportações de serviços, o crescimento da exportação de serviços de turismo é revisto em baixa face ao cenário macroeconómico divulgado no *Boletim Económico* de Junho, uma vez que o impacto da realização do campeonato europeu de futebol sobre esta rubrica foi menor do que o esperado. Em parte, esta revisão no sentido da baixa resultou da permanência em Portugal dos adeptos das diversas selecções em prova ter sido mais curta do que o inicialmente admitido. De facto, as visitas associadas ao campeonato europeu de futebol parecem ter-se caracterizado por movimentos pendulares de adeptos com pequenas estadas médias. No entanto, tal como foi referido anteriormente, é possível que o consumo de não residentes realizado no território nacional esteja algo subestimado.

No primeiro semestre, as importações de bens e serviços terão crescido 10.7 por cento em termos reais, crescimento muito superior ao estimado para o indicador de procura global ponderada pelo conteúdo importado médio das suas várias componentes, que é estimado em 4.2 por cento (Gráfico 1.1). O Quadro 5.2 apresenta estimativas das taxas de variação homóloga das importações de mercadorias, em valor, na primeira metade do ano, segundo a classificação por grandes categorias económicas. A avaliar pela informação do sobre deflatores do comércio externo de mercadorias para o período de Janeiro a Maio, as variações de preço terão sido pouco significativas para as importações

(33) De notar que a empresarialização de um conjunto de hospitais em Dezembro de 2002, determinou em Contabilidade Nacional a passagem destas instituições do sector das administrações públicas para o sector das sociedades não financeiras. Esta alteração, embora sem impacto no total do consumo público, afectou significativamente a forma de registo das suas principais componentes, dando origem a uma quebra de série entre 2002 e 2003.

Quadro 5.1

FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO

	2002	2003	2004	Até ao	2003				2004		
			acum.	mês	I	II	III	IV	I	II	III
Material de transporte											
Vendas de veículos comerciais (t.v.h.)											
Ligeiros.....	-19.6	-12.9	5.3	Set	-27.5	-12.8	-1.8	-4.0	3.4	10.7	1.5
Pesados.....	-28.2	-21.0	21.9	Set	-35.9	-14.4	-20.9	-7.3	17.9	27.1	20.0
Máquinas											
Inquérito Mensal de Conj.ao Comércio por grosso - Máquinas - s.r.e. (n.c.v.s.) ^(a)											
Volume de vendas		-25.7	-7.7	Set	-21.5	-34.3	-33.3	-12.3	-22.0	-4.7	3.7
Actividade corrente		-47.0	-33.6	Set	-48.5	-45.7	-55.3	-39.0	-46.3	-31.7	-22.7
Previsão da actividade.....		0.5	5.9	Set	16.5	-14.7	-5.3	10.7	4.7	8.3	4.7
Inquérito Mensal de Conjuntura à Ind. Transf. - Outros bens equip. - s.r.e. (n.c.v.s.)											
Carteira de encomendas interna	-28.2	-40.3	-32.0	Set	-47.7	-44.3	-36.7	-32.7	-34.3	-33.7	-28.0
Produção actual.....	-6.9	-11.9	2.2	Set	-24.7	-16.0	-6.0	-1.0	-8.7	12.3	3.0
Produção prevista	0.0	-7.8	1.3	Set	-20.0	-10.3	-1.0	0.0	2.7	1.7	-0.3
Stocks de produtos acabados	19.5	-1.7	-1.2	Set	1.0	-3.7	-1.7	-2.3	0.3	-3.3	-0.7
Construção											
Indicador de confiança na construção - s.r.e. (v.c.s.)											
Inquérito de Opinião da Comissão Europeia	-34.0	-47.4	-43.0	Set	-52.7	-44.7	-47.0	-45.3	-44.7	-42.3	-42.0
Inquérito Mensal de Conjuntura à Construção e Obras Públicas do INE	-32.3	-52.0	-45.3	Set	-54.0	-53.7	-50.8	-49.5	-46.5	-45.0	-44.3
Vendas de cimento (t.v.h.)	-6.7	-16.8	-0.5	Set	-18.9	-20.5	-16.5	-10.0	-1.1	-0.1	-0.3
Total sector											
Inquérito Mensal de Conj. à Construção e Obras Públicas - s.r.e. (n.c.v.s.)											
Apreciação da actividade.....	-23.0	-35.3	-30.6	Set	-41.8	-36.3	-32.7	-30.3	-37.0	-31.0	-23.7
Carteira de encomendas.....	-43.9	-68.1	-65.8	Set	-67.7	-71.0	-67.7	-66.0	-66.7	-66.3	-64.3
AECOPS - Inquérito Mensal (n.c.v.s.)											
Nível de actividade - s.r.e.....	-18.8	-30.7	-23.2	Set	-34.7	-30.3	-28.0	-29.7	-33.7	-28.0	-8.0
Carteira de encomendas - meses	11.5	9.5	8.6	Set	10.0	10.0	9.1	8.8	8.9	8.4	8.6

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.

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

Nota:

(a) Novo Inquérito a partir de Fevereiro de 2003. Em 2003, o valor médio anual refere-se ao período de Fevereiro a Dezembro, e o valor do primeiro trimestre corresponde à média do valores de Fevereiro e Março.

Quadro 5.2

IMPORTAÇÕES DE MERCADORIAS NO PERÍODO DE JANEIRO A JUNHO^(a)

	2003	2004	2004
	Pesos		t.v.h.
Total	100.0	100.0	10.1
Bens de consumo	30.8	30.9	10.7
Alimentares	8.6	8.4	8.0
Não alimentares	16.1	16.1	10.3
Automóveis ligeiros de passageiros	6.1	6.4	15.8
Bens de equipamento	27.4	28.0	12.5
Material de transporte, excl. automóveis ligeiros de passageiros.	9.9	9.9	10.3
Outros bens de equipamento	17.5	18.1	13.7
Combustíveis	9.8	9.7	8.5
Bens intermédios	32.0	31.3	7.9
Primários	4.2	4.2	10.6
Transformados	27.8	27.1	7.5
Outros	0.0	0.0	-35.5

Fonte: INE

(a) Valores implícitos nas publicações de Janeiro-Julho do comércio internacional do INE.

de bens de consumo alimentar e de material de transporte. Assim sendo, os fortes crescimentos nominais destas componentes têm correspondência em crescimentos reais de magnitude similar. No caso dos bens de consumo não alimentares e dos “outros bens de equipamento”, ter-se-á mesmo

continuado a verificar uma redução homóloga de preços de importação (de cerca de 2½ por cento), pelo que os crescimentos em volume ainda são mais elevados do que os nominais. O Quadro 5.3 reforça esta perspectiva de forte dinâmica das importações, ao apresentar a importações líquidas

Quadro 5.3

COMÉRCIO INTERNACIONAL DE MERCADORIAS NO PERÍODO DE JANEIRO A JUNHO^(a)

Valores em milhões de euros

	2003	2004	2003	2004	2003	2004
	Importações (A)		Exportações (B)		(A) - (B)	
Total	19 753	21 740	13 807	14 467	5 946	7 273
Bens de consumo	6 075	6 726	5 683	5 862	392	864
Alimentares	1 699	1 835	822	897	878	938
Não alimentares	3 179	3 505	3 669	3 746	-490	-241
Automóveis ligeiros de passageiros	1 197	1 386	1 192	1 219	5	167
Bens de equipamento	5 421	6 097	3 856	3 986	1 566	2 112
Material de transporte, excl. automóveis ligeiros de passageiros.	1 961	2 163	1 923	1 942	37	221
Outros bens de equipamento	3 460	3 935	1 932	2 044	1 528	1 891
Combustíveis	1 938	2 103	329	305	1 608	1 798
Bens intermédios	6 313	6 810	3 902	4 272	2 411	2 537
Primários	828	916	263	363	565	553
Transformados	5 484	5 894	3 639	3 909	1 846	1 985
Outros	6	4	37	41	-30	-37

Fonte: INE

(a) Valores implícitos nas publicações de Janeiro-Julho do comércio internacional do INE.

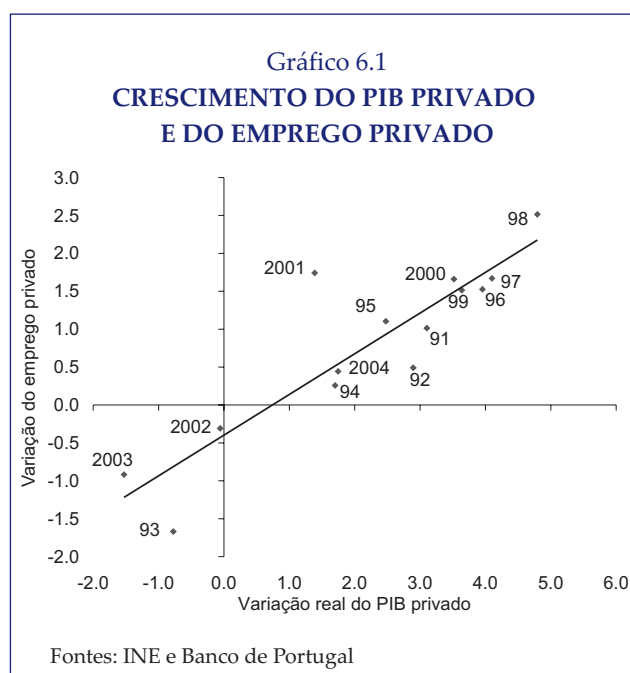
(isto é, deduzidas das exportações) para as mesmas categorias de bens⁽³⁴⁾. Salientem-se os aumentos de importações líquidas nas categorias de bens de consumo e de “outros bens de equipamento”, que comparam com variações menos expressivas das importações líquidas de combustíveis e de bens intermédios.

Naturalmente, espera-se que o crescimento das importações, claramente excessivo face ao comportamento dos indicadores de despesa global, se dissipe gradualmente, levando à moderação da taxa de variação das importações na segunda metade do ano. As estimativas publicadas neste Boletim reflectem esta hipótese, apontando para um crescimento das importações de bens e serviços no conjunto do ano entre 7 e 9 por cento, após as reduções observadas em 2002 e 2003 (0.8 e 0.5 por cento respectivamente).

6. EMPREGO E SALÁRIOS

Ao longo do primeiro semestre de 2004, de acordo com o Inquérito ao Emprego do INE, o volume de emprego manteve-se relativamente estável, em linha com a evolução cíclica do produto (Gráfico 6.1 e Quadro 6.1). Uma análise em amostra constante revela que a estabilização do nível de emprego terá sido conseguida pela criação líquida de emprego associada com os trabalhadores por conta própria sem trabalhadores ao serviço e com os trabalhadores por conta de outrem com vínculo laboral temporário, que compensou a perda líquida de postos de trabalho verificada entre os trabalhadores com um vínculo contratual permanente.

Os períodos de recessão económica afectam de forma heterogénea as diferentes actividades económicas, frequentemente acelerando os processos de recomposição sectorial que estão em curso. A experiência recente da economia portuguesa parece sugerir que a quebra da actividade económica gerou perdas líquidas de postos de trabalho significativas na agricultura, na construção e na indústria transformadora (em especial, nos chamados “sectores tradicionais,” localizados na região Norte). Em contrapartida, a evolução do emprego nas activida-



des terciárias comprova que o período recessivo e a fase actual de recuperação apenas têm sido acompanhadas com uma desaceleração moderada da taxa de crescimento do emprego nesses sectores (Quadro 6.2).

No primeiro semestre de 2004, apesar do número de desempregados ter aumentado 2.4 por cento em termos homólogos, a taxa de desemprego manteve-se num nível semelhante ao do primeiro semestre de 2003. Depois da subida acentuada observada em 2002, entre o segundo trimestre de 2003 e o trimestre correspondente de 2004, a taxa de desemprego aumentou apenas 0.2 p.p., para 6.3 por cento.

Um traço característico do comportamento cíclico dos mercados de trabalho que só a análise dos fluxos entre diferentes estados permite desvendar é constatação de que, em períodos de recessão, se observa um maior número transições do desemprego para o emprego do que em períodos de expansão. Durante as recessões, apesar da dificuldade em obter um emprego aumentar para cada desempregado, como sempre acontece com a quebra da actividade económica, verifica-se um aumento significativo no número de indivíduos desempregados que obtêm emprego. Esta evolução deve-se ao facto de o aumento do número de pessoas à procura de um posto de trabalho mais do que compensar a diminuição da taxa de transição do desemprego para o emprego. Dito de outro modo, em recessão há mais postos de trabalho a serem

(34) As importações líquidas (de exportações) são o indicador de comércio internacional mais relevante para a estimação da procura interna, numa lógica de consumo aparente (consumo aparente = produção interna + importações líquidas).

Quadro 6.1

EMPREGO TOTAL POR SITUAÇÃO NA PROFISSÃO E POR TIPO DE CONTRATOTaxas variação homóloga em amostra constante, em percentagem^(a)

	2002		2003		2004
	S1	S2	S1	S2	S1
Trabalhadores por conta de outrem.....	0.1	-0.1	-1.0	-1.0	0.2
Contrato sem termo.....	-0.9	-0.8	-1.8	-2.3	-1.1
Outros contratos.....	4.1	2.9	2.1	4.6	5.3
Outras formas de emprego.....	0.8	-0.5	-0.9	0.9	0.9
Trabalhadores por conta própria – isolado.....	5.7	0.1	1.1	3.0	1.8
Trabalhadores por conta própria – empregador.....	3.1	0.6	0.1	-1.0	-1.8
Trabalhadores sem remuneração.....	-7.5	-11.2	-18.2	-10.4	-1.6
Outra.....	-37.3	6.6	-16.8	-7.6	12.2
Total.....	0.3	-0.2	-1.0	-0.4	0.4
<i>Por memória:</i>					
Total (Taxa de crescimento em amostra simples).....	1.0	0.0	-0.7	-0.2	0.1

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota:

- (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. As taxas de variação apuradas em amostras constantes consecutivas estão menos sujeitas a variações de natureza errática e, por isso, são preferíveis para efeitos de análise. O impacto de variações de natureza errática deverá ser tanto menor quanto mais vasto é o agregado em causa.

preenchidos do que em expansão, embora aconteça que também há mais postos de trabalho a serem destruídos.

Após a turbulência dos fluxos do mercado de trabalho português desencadeada pela recessão económica, a dinâmica recente das transições entre o emprego, o desemprego e a inactividade parece indicar a normalização da intensidade desses fluxos. No segundo semestre de 2004, os fluxos de entrada no desemprego já não excederam o valor de 4

por cento da população activa, que parece ser um nível de referência razoável para a intensidade do fluxo de entrada no desemprego de longo prazo⁽³⁵⁾. O fluxo de saída do desemprego manteve-se ainda forte (e acima de 4 por cento), reflectindo, por um lado, o efeito da intensificação dos movimentos de trabalhadores entre os estados do mercado de trabalho que ocorre após os períodos de quebra da produção e, por outro lado, algum hiato no processo de ajustamento dos desempregados às novas

Quadro 6.2

EMPREGO TOTAL POR SECTORESTaxas variação homóloga em amostra constante, em percentagem^(a)

	2002		2003		2004
	S1	S2	S1	S2	S1
Agricultura e pescas.....	-1.6	-2.2	-1.8	0.7	1.0
Indústrias extractivas.....	-10.8	-0.1	14.4	0.3	-13.6
Indústria transformadora.....	-2.4	-2.8	-2.5	-2.2	-2.4
Electricidade, gás e água.....	0.8	-4.2	-7.3	-7.4	-6.1
Construção.....	3.2	-0.5	-4.8	-2.9	1.6
Administração pública, educação e saúde.....	2.6	0.9	-0.2	1.0	1.3
Outros serviços.....	0.7	1.7	1.0	0.4	1.1
Total.....	0.3	-0.2	-1.0	-0.4	0.4
<i>Por memória:</i>					
Total (Taxa de crescimento em amostra simples).....	1.0	0.0	-0.7	-0.2	0.1

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas:

- (a) Ver nota do Quadro 6.1.

Quadro 6.3

FLUXOS DE ENTRADA E SAÍDA ENTRE DIFERENTES ESTADOS NO MERCADO DE TRABALHO^(a)

Em percentagem da população activa

	2002		2003		2004
	S1	S2	S1	S2	S1
Fluxos entre emprego e inactividade					
Emprego - Inactividade.	2.83	3.96	3.30	2.75	2.72
Inactividade - Emprego.	2.71	3.61	2.96	2.59	2.44
Fluxos de entrada no desemprego	3.44	5.10	4.68	4.86	3.90
Emprego => Desemprego.	1.66	2.41	2.31	2.14	1.80
Sem termo	0.55	0.73	1.01	0.77	0.67
Com termo.	0.66	1.07	0.88	0.92	0.63
Outros	0.45	0.62	0.41	0.45	0.50
Inactividade => Desemprego.	1.79	2.69	2.38	2.71	2.10
Fluxos de saída do desemprego	3.53	4.06	4.72	4.50	4.54
Desemprego => Emprego.	1.99	2.13	2.53	2.33	2.27
Sem termo	0.31	0.35	0.42	0.32	0.39
Com termo.	0.93	1.16	1.39	1.24	0.84
Outros	0.75	0.62	0.73	0.77	1.04
Desemprego => Inactividade.	1.54	1.93	2.19	2.17	2.27
Fluxos líquidos de entrada no desemprego	-0.09	1.04	-0.04	0.36	-0.64
Outros factores ^(b)	0.00	0.60	-0.08	-0.04	0.47
Variação da taxa de desemprego.	0.32	1.64	0.04	0.40	-0.17
<i>Por memória:</i>					
Taxa de desemprego (último trimestre de cada semestre)	4.5	6.1	6.1	6.5	6.3

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.

condições do mercado de trabalho. Da conjugação destas duas observações resulta a indicação de uma diminuição do fluxo líquido de entrada no desemprego, que, não fora a contribuição da rotação da amostra, teria garantido uma descida mais significativa da taxa de desemprego.

Em todo o caso, observa-se no primeiro semestre de 2004 um agravamento sensível da duração média do desemprego, traduzido num aumento da incidência de desemprego de longa duração de 36 para 45 por cento⁽³⁶⁾. Se, em parte, o aumento da duração média do desemprego pode ser justificado pela contenção do fluxo de novos desempregados, a magnitude da alteração da incidência de desemprego de longa duração denuncia simultaneamente um significativo agravamento da persistência do

desemprego, que poderá estar associada à alteração recente das regras de elegibilidade e de duração potencial do subsídio de desemprego. Um elemento revelador desta associação está na observação de que a taxa de cobertura do subsídio de desemprego entre os desempregados passou de 43 para 47 por cento entre o primeiro semestre de 2003 e o semestre homólogo de 2004⁽³⁷⁾.

Em 2004, de acordo com as estimativas do Banco de Portugal, os salários por trabalhador do sector privado da economia (isto é, excluindo as admi-

(35) Isto é, da taxa de entrada (e saída) no desemprego que é consistente com a taxa de desemprego de equilíbrio.

(36) Considera-se desempregado de longa duração o indivíduo que procura emprego há 12 ou mais meses.

(37) Note-se que um indivíduo desempregado pode não receber subsídio de desemprego por não preencher as condições de atribuição do subsídio, por ter esgotado o período de concessão do subsídio ou por não se ter candidatado. Além disso, ser classificado como desempregado não é condição necessária para receber o subsídio de desemprego. Do total de indivíduos identificados pelo Inquérito ao Emprego como beneficiários do subsídio de desemprego (ou do subsídio social de desemprego) 8.9 por cento são classificados como empregados e 33.7 por cento como inactivos.

nistrações públicas) terão aumentado cerca de 3.7 por cento, enquanto no conjunto da economia o crescimento dos salários unitários (excluindo o subsídio do Estado para a CGA) terá sido de 3.1 por cento. Comparativamente a 2003, a remuneração média nominal no sector privado deverá ter acelerado cerca de ½ ponto percentual. Em termos reais, a aceleração foi mais expressiva.

Os custos unitários de trabalho terão crescido em 2004 entre 2 e 2½ por cento para o total da economia e entre 2½ e 3 por cento para o sector privado, entre menos 1 e menos 1½ p.p. do que em 2003. O principal contributo para esta desaceleração decorre do crescimento positivo da produtividade aparente do trabalho, em torno de 1 por cento, em contraste com a quebra observada em 2003. De qualquer forma, deve ser salientado que os custos unitários de trabalho no conjunto da área do euro, zona económica onde se concentram cerca de dois terços das trocas comerciais portuguesas com o exterior, deverão apresentar um abrandamento de grandeza semelhante, pelo que se mantém relativamente inalterado o diferencial positivo de cerca de 1½ p.p. entre o crescimento deste indicador para Portugal e o correspondente indicador para o conjunto da área do euro.

7. INFLAÇÃO

Em 2004, a taxa de inflação média anual, medida pelo IHPC, deverá situar-se entre 2.4 e 2.6 por cento⁽³⁸⁾, que compara com 3.3 por cento em 2003 e com uma previsão entre 2.2 e 3.0 apresentada no *Boletim económico* de Junho. A diminuição da taxa de inflação média em 2004 resulta, basicamente, do perfil de desaceleração dos preços verificado ao longo de 2003. Com efeito, entre o final de 2003 e Maio de 2004, a taxa de variação homóloga do IHPC manteve-se entre 2.1 e 2.4 por cento, apresentando depois uma subida brusca para 3.7 por cento em Junho, após o que se reduziu progressivamen-

te, para voltar a atingir 2.1 por cento em Setembro. O máximo de Junho é explicado por fortes aumentos de preços na hotelaria, na ocasião da realização do campeonato europeu de futebol, que se dissiparam nos meses seguintes.

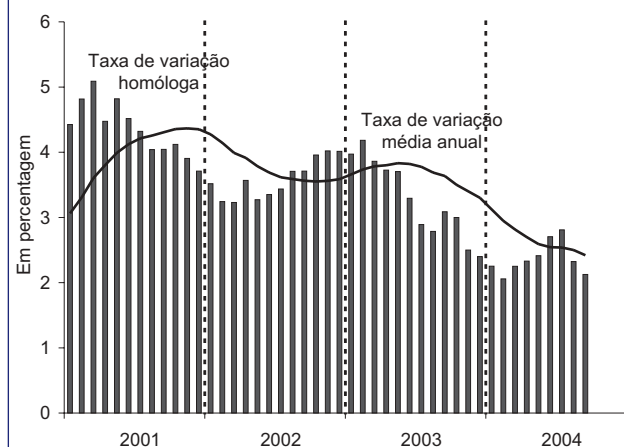
A taxa de crescimento média anual do IPC deverá situar-se em 2004 ligeiramente abaixo da projectada para o IHPC (em cerca de 0.1 p.p.), devido fundamentalmente ao maior impacto do campeonato europeu de futebol no IHPC, cuja estrutura considera as despesas efectuadas por não residentes e deste modo contempla um maior peso das despesas efectuadas em serviços de alojamento. Por isso, a subida temporária dos preços de hotelaria afectou de forma menos significativa a taxa de variação homóloga do IPC do que a do IHPC, atingindo o máximo de 2.8 por cento em Julho (Gráfico 7.1).

Em Setembro, a taxa de variação homóloga da componente de serviços do IPC, depois de revertidos os efeitos relacionados com a realização do campeonato europeu de futebol, situava-se em 3.8 por cento (Quadro 7.1), um nível próximo do observado entre Julho de 2003 (mês em que se deixou de fazer sentir o efeito do aumento da taxa normal de IVA introduzido em Junho de 2002) e Maio de 2004. Tal significa que não se tem verificado qualquer desaceleração da inflação da componente de serviços, apesar da conjuntura económica desfavorável em boa parte do período em questão.

A evolução dos preços dos bens ao longo dos primeiros nove meses de 2004 também não apresentou uma trajectória definida, embora os níveis de flutuação da taxa de variação homóloga sejam mais compatíveis com uma situação de estabilidade de preços. No período de Janeiro a Setembro, a taxa de variação homóloga desta componente registou um valor médio de 1.5 por cento, alcançando um mínimo de 1.1 por cento em Fevereiro e um máximo de 2.1 por cento em Julho (em Setembro a inflação homóloga dos bens situava-se em 1.2 por cento). Este comportamento resultou da combinação de três factores: a desaceleração dos preços dos bens industriais não energéticos; a aceleração dos preços dos bens energéticos; uma evolução dos preços dos bens alimentares que continua a ser, essencialmente, caracterizada por uma elevada volatilidade, em particular dos bens não transformados, mas que tem atravessado recentemente uma fase favorável (Gráficos 7.2).

(38) As projecções para a taxa média de inflação enquadram-se num exercício conjunto de previsão do Eurosistema. 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. Como referido na introdução a este artigo, o IHPC é obtido a partir da mesma informação mensal que suporta o IPC, divergindo deste último, sobretudo, pelos ponderadores utilizados para agregar os índices de preços elementares.

Gráfico 7.1
ÍNDICE DE PREÇOS NO CONSUMIDOR
Taxas de variação homóloga e média



Fonte: INE.

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.

A taxa de variação homóloga dos preços dos bens industriais não energéticos manteve-se estabilizada em torno de 1.0 por cento ao longo da primeira metade do ano (2.0 por cento em média no conjunto de 2003). Posteriormente, esta componente do IPC registou uma desaceleração, para 0.3 por

cento em Setembro, associada principalmente à classe “vestuário e calçado”. A taxa de variação homóloga dos preços desta classe diminuiu de 0.7 por cento em Junho para -4.6 por cento em Setembro, devido a um efeito de saldos e promoções significativamente mais forte do que no ano anterior.

Os preços dos bens energéticos, cujo andamento reflectiu no essencial a evolução dos preços dos combustíveis no consumidor, registaram uma trajectória de significativa aceleração a partir de Abril, em linha com a evolução do preço do petróleo nos mercados internacionais. A taxa de variação homóloga desta componente do IPC passou de 0.7 por cento em Março para 6.9 por cento em Setembro.

Por sua vez, os preços dos bens alimentares não transformados continuaram a registar uma elevada volatilidade em 2004, de onde se destaca a sua evolução favorável nos meses mais recentes, através da diminuição da respectiva taxa de variação homóloga de 2.2 por cento em Julho para -0.7 por cento em Agosto e -1.6 por cento em Setembro.

É de salientar que a taxa de variação homóloga do IPC em Setembro de 2004 coincide com a taxa de variação do índice que se obtém excluindo os preços mais voláteis, tipicamente os dos bens alimentares não transformados e os dos bens energéticos (Quadro 7.1). Tal significa que o contributo da subida dos preços no consumidor dos combustí-

Quadro 7.1

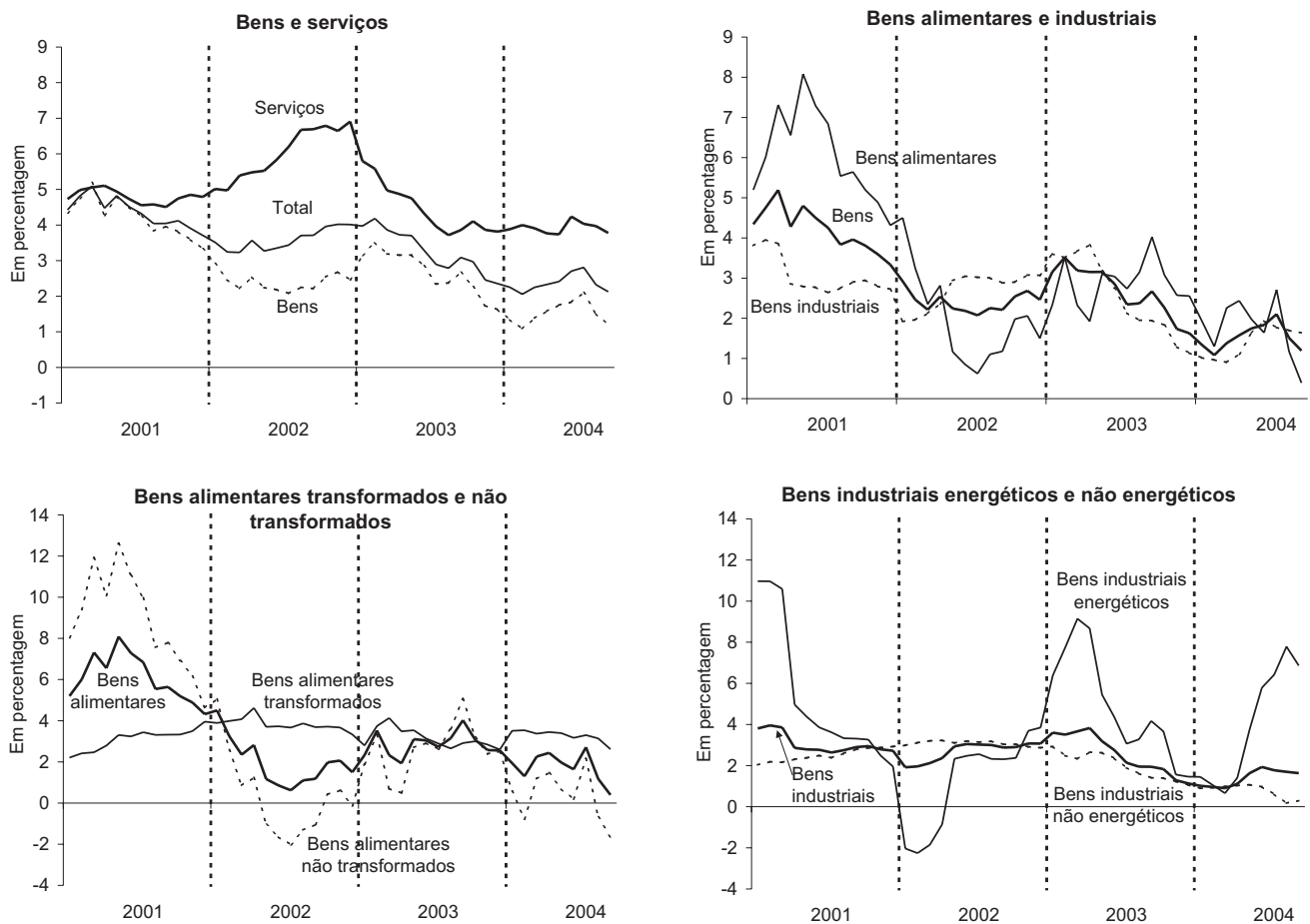
IPC – PRINCIPAIS CLASSES E AGREGADOS
Taxas de variação média e homóloga, em percentagem

	Pesos	Taxas de variação média anual				Taxas de variação homóloga mensal			
		2001	2002	2003	2004	2003		2004	
						Dez.	Mar.	Jun.	Set.
Total	100.0	4.4	3.6	3.3	2.4	2.4	2.3	2.7	2.1
Total excl.alimentares não transformados e energéticos ...	79.8	3.6	4.4	3.2	2.5	2.4	2.6	2.7	2.1
Agregados									
Bens	65.3	4.2	2.4	2.7	1.6	1.6	1.4	1.8	1.2
Alimentares	22.8	6.1	1.9	2.9	2.0	2.6	2.3	1.6	0.4
Não transformados	11.8	8.8	0.3	2.6	0.9	2.5	1.2	0.2	-1.6
Transformados	11.0	3.1	3.8	3.1	3.2	2.6	3.4	3.2	2.6
Industriais	42.5	3.1	2.7	2.6	1.4	1.1	0.9	1.9	1.6
Não Energéticos	34.1	2.5	3.1	2.0	0.9	1.1	1.0	1.0	0.3
Energéticos	8.4	5.2	1.2	4.9	3.5	1.5	0.7	5.8	6.9
Serviços	34.7	4.8	6.0	4.5	3.9	3.8	3.9	4.2	3.8

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.

Gráficos 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.

veis (uma aceleração de cerca de 5½ p.p. face ao final de 2003) está a ser integralmente compensada por um comportamento muito favorável dos preços dos bens alimentares não transformados. A contenção da inflação nos últimos meses beneficia ainda, como referido, do efeito de saldos e promoções particularmente forte na classe “vestuário e calçado”.

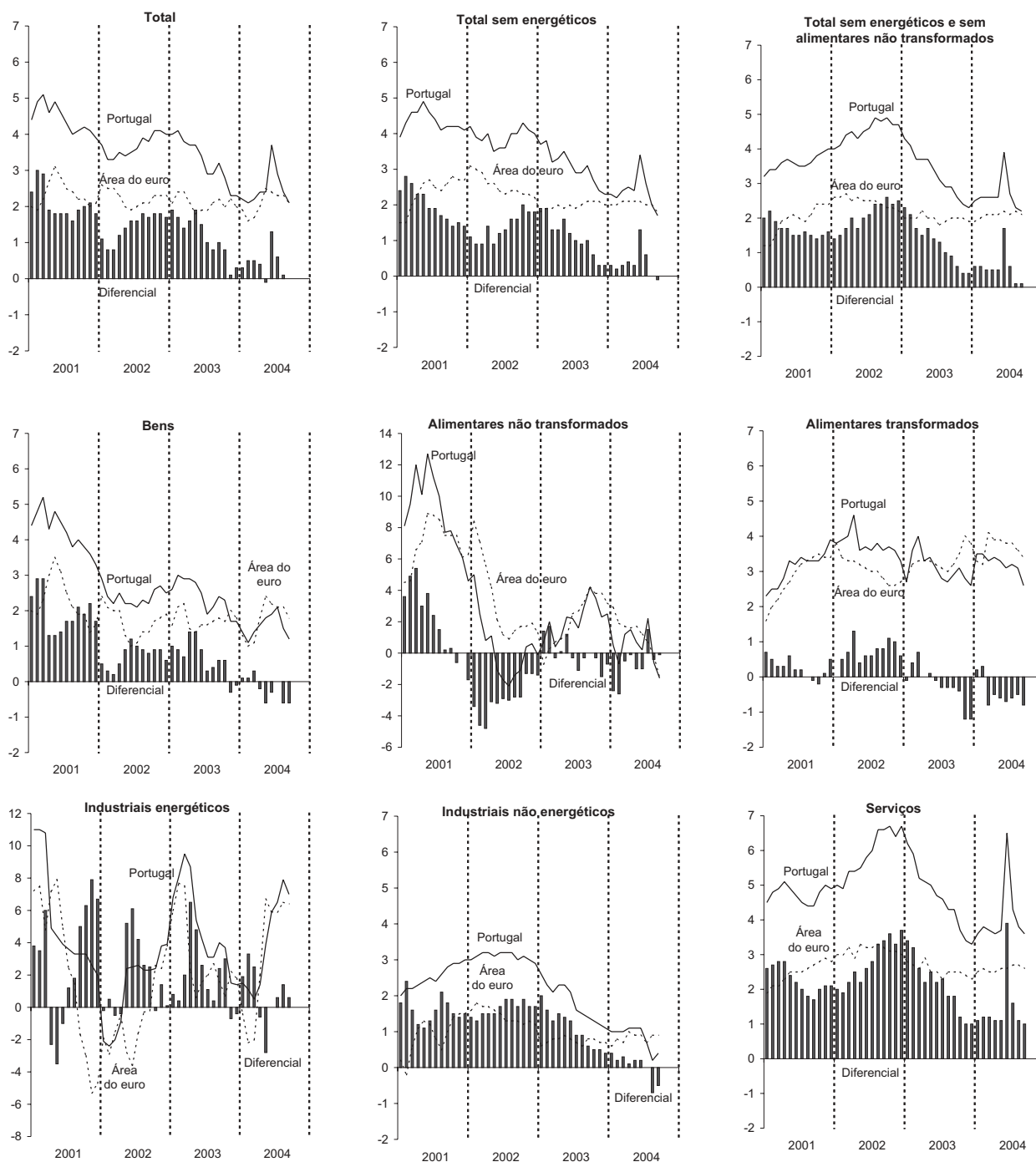
O diferencial de inflação entre Portugal e a área do euro em 2004 foi igualmente muito afectado pela subida dos preços da hotelaria nos meses de

Junho e Julho. Descontando estes efeitos, o diferencial de inflação, calculado com base no IHPC, ter-se-á mantido em valores não superiores a ½ p.p. Nos meses de Agosto e Setembro, a inflação homóloga portuguesa foi praticamente idêntica à observada no conjunto da área do euro. Tal reflecte diferenciais negativos para a inflação dos bens, com destaque para os bens alimentares transformados e bens industriais não energéticos, e diferenciais positivos, ligeiramente superiores a 1 p.p. para a inflação dos serviços (Gráficos 7.3).

Gráficos 7.3

ÍNDICE HARMONIZADO DE PREÇOS NO CONSUMIDOR – TOTAL E AGREGADOS

Taxas de variação homóloga e diferenciais



Fonte: Eurostat.

8. BALANÇA DE PAGAMENTOS

8.1. Estimativas anuais

Em 2004, de acordo com as estimativas do Banco de Portugal, as necessidades líquidas de financiamento externo da economia portuguesa, medidas pelo défice conjunto das balanças corrente e de capital, deverão aumentar para um intervalo de 4¼ a 5¾ (Quadro 1.1), contrariando a trajetória descendente verificada ao longo dos últimos anos, quando o défice externo se reduziu de um máximo de 8.9 por cento do PIB em 2000 para 3.6 por cento em 2003. O intervalo agora apresentado para o défice externo corresponde a um agravamento face à previsão divulgada no *Boletim Económico* de Junho, reflectindo basicamente dois factores: por um lado, em Agosto de 2004 o INE divulgou uma revisão das estatísticas de comércio internacional de mercadorias para os últimos anos (desde 2001) que justifica, no essencial, uma alteração do défice conjunto das balanças corrente e de capital em 2003, de 3.0 por cento do PIB (percentagem divulgada no *Relatório Anual* de 2003 e no *Boletim Económico* de Junho de 2004) para 3.6 por cento; por outro lado, prevê-se agora para 2004 um maior crescimento das importações, tanto do volume como do respectivo deflator (num contexto de um comportamento mais desfavorável do preço do petróleo), que mais do que compensa a revisão em alta do crescimento das exportações.

O aumento das necessidades líquidas de financiamento externo da economia portuguesa deverá resultar do contributo do sector privado. Abstraindo do efeito das operações especiais de natureza temporária realizadas pelas administrações públicas, as estimativas do Banco de Portugal apontam para que praticamente desapareça em 2004 a capacidade líquida de financiamento de cerca de 1½ por cento do PIB que o sector privado (famílias e empresas) tinha apresentado em 2003 (após vários anos com necessidades líquidas de financiamento).

O aumento do défice externo em 2004 deverá reflectir essencialmente o significativo agravamento do défice da balança de mercadorias. Traduz também, embora em menor grau, o aumento do défice da balança de rendimentos, a redução do excedente da balança de transferências correntes e a ligeira redução do excedente da balança de capital. Em sentido contrário, deverá registar-se um au-

mento do excedente da balança de serviços. O alargamento do défice da balança de mercadorias resulta quer de uma perda de termos de troca, quer de um efeito volume muito desfavorável. A evolução dos termos de troca está em parte relacionada com a subida do preço do petróleo⁽³⁹⁾, enquanto o efeito volume deriva de um crescimento real das importações de mercadorias mais forte do que o das exportações, em especial no primeiro semestre, conforme referido na secção 5.

8.2. Balanças corrente e de capital no primeiro semestre de 2004

No primeiro semestre de 2004, o défice resultante da soma dos saldos das balanças corrente e de capital atingiu 6.7 por cento do PIB⁽⁴⁰⁾, face a 4.9 por cento do PIB na primeira metade de 2003 (Quadro 8.1). Esta deterioração reflectiu sobretudo o aumento do défice da balança corrente no mesmo período, de 6.8 para 8.1 por cento do PIB, embora o excedente da balança de capital também se tenha reduzido de 1.9 para 1.4 por cento do PIB, devido aos menores recebimentos neste período de fundos estruturais no âmbito do III Quadro Comunitário de Apoio. A evolução do défice da balança corrente traduz essencialmente o agravamento do défice da balança de mercadorias, muito mais substancial do que o aumento do excedente da balança de serviços. Verificaram-se igualmente aumentos do défice de rendimentos e do excedente de transferências correntes, mas de menor expressão (Gráfico 8.1).

O défice da balança de mercadorias subiu de 8.6 para 10.4 por cento do PIB, para o que contribuiu um efeito volume muito desfavorável (Gráfico 8.2), em resultado de um crescimento real mais forte das importações do que das exportações (10.8 e 6.9 por cento, respectivamente). A evolução do diferencial de preços de exportação e de importação de mercadorias teve igualmente um impacto negativo sobre o saldo de mercadorias, tal como tinha sucedido no período homólogo de 2003⁽⁴¹⁾.

(39) Note-se que, mesmo excluindo os combustíveis, estima-se uma perda de termos de troca em 2004, à semelhança do ocorrido no ano anterior.

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

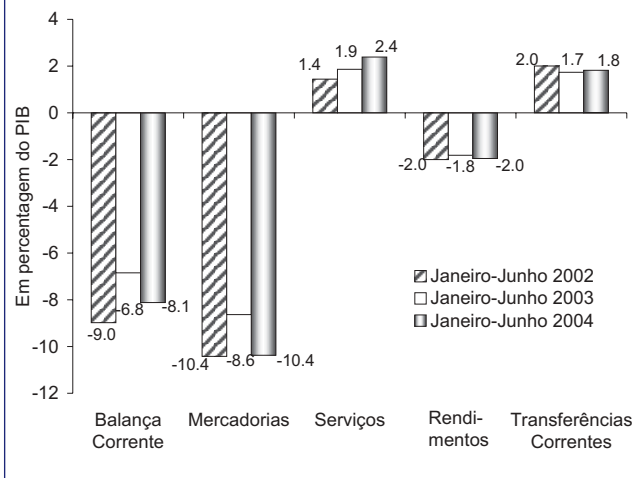
Quadro 8.1

BALANÇA DE PAGAMENTOS

Em milhões de euros

	Jan-Dez. 2003			Janeiro a Junho 2003			Janeiro a Junho 2004			Saldo em % PIB		
	Saldo	Débito	Crédito	Saldo	Débito	Crédito	Saldo	Jan-Dez 03	Jan-Jun 03	Jan-Jun 04		
Balança Corrente	-7 455.2	28 601.8	24 220.3	-4 381.5	31 379.3	25 977.0	-5 402.3	-5.7	-6.8	-8.1		
Mercadorias	-11 781.7	20 199.0	14 675.1	-5 523.9	22 321.4	15 416.0	-6 905.3	-9.0	-8.6	-10.4		
Serviços	3 460.3	3 380.7	4 572.7	1 192.0	3 696.6	5 287.3	1 590.7	2.6	1.9	2.4		
Transportes	-183.2	1 089.3	966.8	-122.4	1 146.9	1 096.5	-50.4	-0.1	-0.2	-0.1		
Viagens e turismo	3 732.6	1 102.2	2 521.9	1 419.7	1 187.7	2 805.9	1 618.2	2.9	2.2	2.4		
Seguros	-77.0	79.5	35.7	-43.9	106.9	68.4	-38.5	-0.1	-0.1	-0.1		
Direitos de utilização	-218.7	121.7	16.0	-105.7	120.0	13.9	-106.1	-0.2	-0.2	-0.2		
Outros serviços	217.3	907.2	966.3	59.2	1 059.3	1 224.6	165.3	0.2	0.1	0.2		
Operações governamentais	-10.7	80.7	65.9	-14.9	75.8	77.9	2.1	0.0	0.0	0.0		
Rendimentos	-2 136.5	3 663.3	2 502.5	-1 160.8	3 795.3	2 495.7	-1 299.7	-1.6	-1.8	-2.0		
Rendimentos de trabalho	-13.1	74.3	69.5	-4.9	67.5	44.9	-22.7	0.0	0.0	0.0		
Rendimentos de investimento	-2 123.4	3 589.0	2 433.0	-1 155.9	3 727.8	2 450.8	-1 277.0	-1.6	-1.8	-1.9		
Transferências correntes	3 002.7	1 358.9	2 470.0	1 111.1	1 566.0	2 778.0	1 212.1	2.3	1.7	1.8		
Transferências públicas	608.6	841.3	824.8	-16.5	976.7	1 219.3	242.5	0.5	0.0	0.4		
Transferências privadas	2 394.0	517.6	1 645.2	1 127.6	589.2	1 558.8	969.5	1.8	1.8	1.5		
Balança de Capital	2 717.8	92.1	1 316.1	1 224.0	106.4	1 030.5	924.1	2.1	1.9	1.4		
Transferências de capital	2 701.2	79.6	1 296.4	1 216.8	87.4	1 013.9	926.5	2.1	1.9	1.4		
Transferências públicas	2 784.6	15.8	1 265.4	1 249.6	10.9	987.7	976.8	2.1	2.0	1.5		
Transferências privadas	-83.5	63.8	31.0	-32.9	76.5	26.2	-50.3	-0.1	-0.1	-0.1		
Aquisição/cedência de activos não prod. não fin.	16.7	12.5	19.7	7.2	19.0	16.6	-2.4	0.0	0.0	0.0		
Balança Financeira	4 714.7	1 060 019.7	1 063 394.3	3 374.6	1 326 802.4	1 332 210.3	5 407.9	3.6	5.3	8.1		
Investimento directo	767.6	12 718.0	12 990.3	272.3	13 887.5	13 633.2	-254.3	0.6	0.4	-0.4		
Investimento de Portugal no exterior	-84.6	1 357.6	2 136.7	779.1	4 783.5	849.4	-3 934.0	-0.1	1.2	-5.9		
Investimento do exterior em Portugal	852.2	11 360.4	10 853.6	-506.8	9 104.0	12 783.7	3 679.7	0.7	-0.8	5.5		
Investimento de carteira	-5 257.9	141 738.3	133 254.4	-8 483.9	152 314.5	149 290.9	-3 023.6	-4.0	-13.3	-4.5		
Activos	-18 617.2	75 353.6	66 164.8	-9 188.8	84 706.8	79 517.7	-5 189.1	-14.2	-14.4	-7.8		
Passivos	13 359.3	66 384.7	67 089.6	704.9	67 607.7	69 773.2	2 165.5	10.2	1.1	3.3		
Derivados financeiros	64.1	2 112.3	1 975.3	-137.1	1 554.7	1 525.8	-28.9	0.0	-0.2	0.0		
Outro investimento	3 342.6	874 724.2	881 998.5	7 274.3	1 145 616.3	1 153 353.6	7 737.3	2.6	11.4	11.6		
Activos	-9 316.0	301 491.1	295 010.8	-6 480.3	399 936.6	392 190.3	-7 746.3	-7.1	-10.1	-11.6		
Passivos	12 658.6	573 233.1	586 987.7	13 754.6	745 679.7	761 163.3	15 483.6	9.7	21.5	23.3		
Activos de reserva	5 798.3	28 726.8	33 175.9	4 449.1	13 429.4	14 406.8	977.4	4.4	7.0	1.5		
Erros e omissões	22.7			-217.2			-929.7	0.0	-0.3	-1.4		
<i>Por memória:</i>												
Balança Corrente + Balança de Capital	-4 737.4	28 693.9	25 536.4	-3 157.5	31 485.7	27 007.5	-4 478.1	-3.6	-4.9	-6.7		

Gráfico 8.1
COMPOSIÇÃO DA BALANÇA CORRENTE
SalDOS

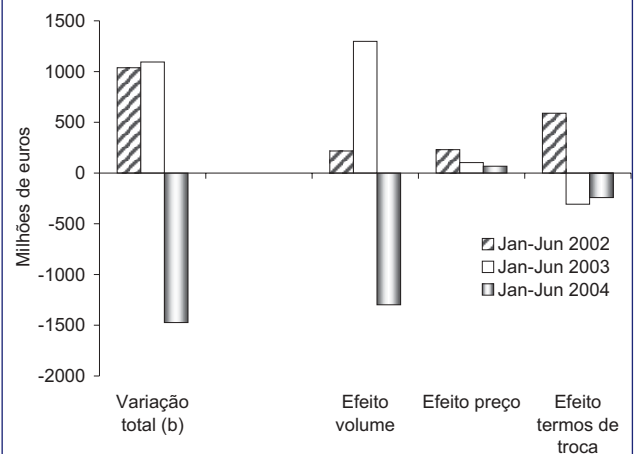


No primeiro semestre de 2004, o défice da balança de rendimentos aumentou de 1.8 para 2.0 por cento do PIB, o que reflecte essencialmente o maior défice de rendimentos de investimento directo, uma vez que se mantiveram, em percentagem do PIB, os défices de rendimento de investimento carteira e do “outro investimento”.

O excedente da balança de serviços aumentou 0.5 p.p. do PIB, para 2.4 por cento do PIB, para o que contribuiu, em parte, a melhoria de 0.2 p.p. do PIB observada no saldo de viagens e turismo, que atingiu 2.4 por cento do PIB. O crescimento das receitas nominais de turismo no primeiro semestre foi de 11.3 por cento (impulsionadas em Junho pela realização do campeonato europeu de futebol), enquanto as despesas em viagens e turismo efectuadas no exterior por residentes também denotaram um crescimento acentuado, embora inferior (7.8 por cento). Em menor grau, a melhoria dos saldos de serviços de transportes aéreos e de serviços financeiros também contribuíram para o aumento do excedente da balança de serviços.

O excedente de transferências correntes subiu de 1.7 para 1.8 por cento do PIB, quando se compararam os primeiros semestres de 2003 e 2004, tendo-se verificado uma quase compensação de duas

Gráfico 8.2
DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO
DO SALDO DA BALANÇA DE MERCADORIAS



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, significativo.

(b) Uma variação positiva significa uma redução do défice da balança de mercadorias.

evoluções de sentido contrário. O saldo de transferências correntes públicas aumentou de um valor praticamente insignificante na primeira metade de 2003 para um excedente de 0.4 por cento do PIB no período homólogo de 2004, o que se deve essencialmente às transferências associadas ao Fundo Social Europeu. Pelo contrário, o excedente das transferências correntes privadas voltou a reduzir-se, à semelhança do observado nos últimos dois anos.

(41) De acordo com estimativas do Banco de Portugal, com base em informação fornecida pelo INE, no primeiro semestre de 2004 as taxas de variação homóloga dos deflatores das exportações e importações de mercadorias foram -1.7 e -0.4 por cento, respectivamente (-2.2 e -0.5 por cento, no primeiro semestre de 2003).

Quadro 8.2

BALANÇA FINANCEIRA^{(a)(b)}Em percentagem do PIB^(c)

	Jan-Dez 2003	Janeiro-Junho 2003			Janeiro-Junho 2004		
	Variação líquida	Variação de passivos	Variação de activos	Variação líquida	Variação de passivos	Variação de activos	Variação líquida
Balança Financeira	3.6	18.5	-13.2	5.3	29.7 (21.3)	-21.6 (-13.2)	8.1
Investimento Directo	0.6	-0.8	1.2	0.4	5.5	-5.9	-0.4
Investimento de Carteira	-4.0 (-0.5)	1.1	-14.4 (-7.1)	-13.3 (-6.0)	3.3	-7.8	-4.5
Derivados Financeiros	0.0	-3.3	3.1	-0.2	-2.3	2.3	0.0
Outro Investimento	2.6	21.5	-10.1	11.4	23.3 (14.9)	-11.6 (-3.3)	11.6
Activos de Reserva	4.4 (0.9)	-	7.0 (-0.3)	7.0 (-0.3)	-	1.5	1.5
Por sector institucional residente:							
Autoridades Monetárias	-3.5 (0.7)	2.1	1.1	3.2	13.0 (4.7)	0.6	13.6 (5.3)
Investimento de Carteira	-3.9 (-0.4)	-	-6.7 (0.6)	-6.7 (0.6)	-	-0.4	-0.4
Derivados Financeiros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Outro Investimento	-4.0 (0.2)	2.1	0.8	2.8	13.0 (4.7)	-0.5	12.5 (4.2)
Activos de Reserva	4.4 (0.9)	-	7.0 (-0.3)	7.0 (-0.3)	-	1.5	1.5
Administrações Públicas	3.7	3.3	0.0	3.3	3.6	-0.3	3.3
Investimento Directo	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Investimento de Carteira	3.9	4.0	-0.3	3.7	4.2	-0.4	3.8
Derivados Financeiros	-0.1	-0.5	0.3	-0.3	-0.3	0.1	-0.2
Outro Investimento	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	-0.3	0.0	-0.3
Instituições Financeiras Monetárias	3.2 (-1.1)	17.9	-9.5	8.4	6.9	-7.8 (0.5)	-0.9 (7.4)
Investimento Directo	0.0	0.0	-0.2	-0.2	0.0	-0.1	-0.2
Investimento de Carteira	-4.4	-0.6	-2.2	-2.8	-0.9	-0.9	-1.8
Derivados Financeiros	0.1	-2.2	2.2	0.0	-1.4	1.5	0.1
Outro Investimento	7.5 (3.3)	20.6	-9.3	11.3	9.2	-8.3 (0.0)	0.9 (9.3)
Instituições Financeiras não Monetárias	4.4	0.2	-2.5	-2.3	-0.2	-3.7	-3.8
Investimento Directo	0.3	-0.1	1.0	0.9	0.1	0.0	0.1
Investimento de Carteira	4.2	0.7	-3.9	-3.2	0.1	-4.2	-4.0
Derivados Financeiros	0.0	-0.5	0.4	0.0	-0.6	0.6	0.0
Outro Investimento	-0.2	0.0	-0.1	-0.1	0.2	0.0	0.2
Sociedades não Financeiras e Particulares	-4.2	-5.0	-2.4	-7.3	6.3	-10.4	-4.1
Investimento Directo	0.3	-0.7	0.4	-0.3	5.5	-5.7	-0.3
Investimento de Carteira	-3.8	-3.0	-1.4	-4.4	-0.2	-2.0	-2.1
Derivados Financeiros	0.0	-0.1	0.1	0.0	-0.1	0.1	0.0
Outro Investimento	-0.6	-1.1	-1.5	-2.6	1.1	-2.8	-1.7

Notas:

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

(b) Os valores entre parênteses referem-se a fluxos corrigidos das operações de natureza especial referidas no texto.

(c) Na primeira coluna, os rácios encontram-se em percentagem do PIB anual de 2003; nas restantes colunas, os rácios foram calculados utilizando o correspondente PIB semestral.

Este comportamento tem reflectido não só a diminuição das remessas de emigrantes (2.4 por cento no primeiro semestre de 2004), mas também o aumento das remessas de imigrantes (8.4 por cento).

8.3. Balança financeira no primeiro semestre de 2004

A balança financeira registou, no primeiro semestre de 2004, uma entrada líquida de fundos

equivalente a 8.1 por cento do PIB, que compara com 5.3 por cento do PIB no mesmo período de 2003 (Quadro 8.2). Nos primeiros seis meses de 2003 e 2004, os registos da balança financeira, em particular do sector monetário (autoridades monetárias e instituições financeiras e monetárias (IFM)), foram afectados por duas operações de natureza temporária que, embora alterando de forma substancial os fluxos associados a estes sectores institu-

cionais, não implicaram alterações no saldo global da balança financeira. Uma dessas operações ocorreu nos primeiros dias de 2004 e correspondeu à reversão de uma outra ocorrida no final de 2003, traduzindo-se num aumento significativo de activos de “outro investimento” das IFM, num montante de 8.4 por cento do PIB semestral, por contrapartida de um aumento de passivos externos de “outro investimento” das autoridades monetárias no âmbito do sistema *TARGET*⁽⁴²⁾. O outro conjunto especial de operações revestiu a forma de uma recomposição da carteira de activos externos do Banco de Portugal nos primeiros meses de 2003, num montante de 7.3 por cento do PIB semestral, que conduziu a uma diminuição de activos em ouro e em moedas que não o euro, em favor da detenção de activos em euros. Por razões de natureza metodológica⁽⁴³⁾, esta recomposição obrigou a uma reclassificação contabilística, da rubrica “activos de reserva” para a rubrica “activos de investimento de carteira”⁽⁴⁴⁾.

Excluindo estas operações temporárias ou especiais, constata-se que as IFM foram o sector que mais contribuiu no primeiro semestre de 2004 para a entrada líquida de fundos na economia portuguesa, com 7.4 por cento do PIB (8.4 por cento no período homólogo do ano anterior). Estas entradas de fundos resultaram essencialmente de operações de empréstimos e depósitos registadas na balança financeira na rubrica “outro investimento”, à semelhança do ocorrido em anos anteriores⁽⁴⁵⁾. Relembre-se que no conjunto do ano de 2003, ao contrário da situação habitual, as instituições financeiras não monetárias (IFNM) foram o sector que mais contribuiu para a entrada líquida de fundos na economia portuguesa, devido a uma forte concentração no final do ano de processos de titularização

de créditos bancários. Como as unidades de participação emitidas pelas sociedades financeiras que actuaram como veículos das operações de titularização, classificadas no sector das IFNM, foram colocadas sobretudo junto de investidores não residentes, tal implicou que o financiamento dos bancos assumiu essa expressão indirecta de aumento de passivos de investimento de carteira na balança de pagamentos portuguesa⁽⁴⁶⁾. No primeiro semestre de 2004, na ausência de novas operações significativas de titularização de créditos, o financiamento externo dos bancos portugueses voltou a assumir na balança financeira a forma dominante de variação de passivos de “outro investimento” dos próprios bancos⁽⁴⁷⁾.

As operações financeiras das administrações públicas com não residentes estiveram igualmente na origem de entradas de fundos na economia portuguesa. Esta situação reflecte as aplicações de não residentes em títulos de dívida pública portuguesa. Ao contrário do ocorrido no primeiro semestre de 2003, o investimento líquido de não residentes em títulos de dívida pública de curto prazo apresentou valores superiores ao das aplicações em títulos de longo prazo. Esta modificação na estrutura das aplicações de não residentes em dívida pública portuguesa resultou, em larga medida, do recomeço, a partir de meados de 2003, das emissões de bilhetes de Tesouro, que tinham sido interrompidas em 1999.

Por último, nos primeiros seis meses de 2004, as operações de investimento directo do exterior em Portugal e de Portugal no exterior resultaram numa saída (duplamente) líquida de fundos pouco significativa, de 0.4 por cento do PIB, quando no período homólogo do ano anterior tinha sido registada uma pequena entrada (também de 0.4 por cento do PIB). Considerando separadamente os fluxos líquidos quer de investimento directo do estrangeiro em Portugal, quer de investimento directo de Portugal no exterior, constata-se que estes foram mais importantes do que no período homólogo, estando associados essencialmente ao sector das sociedades não financeiras e particulares. No entanto, estes fluxos têm de ser analisados de forma caute-

(42) Na sequência de recomendações metodológicas do BCE, o valor líquido das operações de IFM residentes liquidadas através do sistema *TARGET* é registado na Balança de Pagamentos como variação de passivos das autoridades monetárias na rubrica “outro investimento”.

(43) Recorde-se que a partir de Janeiro de 1999, na sequência das alterações metodológicas decorrentes da criação da União Económica e Monetária, são considerados activos de reserva apenas os activos do Banco de Portugal face a não residentes da área do euro e denominados em moedas que não o euro.

(44) Para uma análise mais detalhada das operações ocorridas em 2003, veja-se a secção II.6. *Balança de Pagamentos* do Relatório Anual de 2003.

(45) Para mais pormenores, veja-se texto sobre o sistema bancário neste *Boletim*.

(46) Para mais detalhes, veja-se o *Relatório Anual* de 2003.

(47) Como parte destas operações de financiamento das IFM decorre através do sistema *TARGET*, elas têm também impacto na variação de passivos de “outro investimento” das autoridades monetárias.

losa, uma vez que no primeiro semestre de 2004 existiram operações de investimento directo de elevado montante nos dois sentidos, que por isso se compensam mutuamente, não correspondendo a investimento líquido na (ou da) economia portuguesa⁽⁴⁸⁾.

9. CONCLUSÃO

Na actual fase de recuperação após a recessão iniciada em meados de 2002 e que se prolongou pelo ano de 2003, a economia portuguesa está a ser caracterizada, em termos gerais, por um crescimento moderado do produto e fortes expansões da procura interna e das importações. O crescimento das importações está a ser de tal forma intenso que, apesar do comportamento muito positivo das exportações, que aceleraram de forma expressiva face a 2003, o contributo das exportações líquidas para o crescimento do PIB tornou-se negativo, contrariamente ao que se verificou nos dois anos anteriores. O défice conjunto das balanças corrente e de capital agravou-se, por via de uma deterioração acentuada da balança de mercadorias, para a qual está a contribuir também um efeito desfavorável de termos de troca. Este aumento do défice externo traz o aumento das necessidades de financiamento da economia portuguesa face ao exterior, em resultado sobretudo da redução da capacidade líquida de financiamento do sector privado. Assim, parece ter-se interrompido em 2004, espera-se que temporariamente, o processo virtuoso de ajustamento endógeno da situação financeira das famílias e empresas, que se tinha iniciado em 2001.

O Banco de Portugal tem vindo a insistir que o único padrão sustentado de recuperação económica terá que ser liderado pelo crescimento das exportações, com uma recuperação moderada e desfasada da procura interna. Só uma tal composição de crescimento permitirá o reajustamento dos desequilíbrios nas situações financeiras de famílias e empresas, com reflexo positivo no indicador agregado de necessidades de financiamento externo da economia. Porém, em 2004, este padrão de crescimento não se confirmou, sendo de sublinhar que o

dinamismo da procura interna, e em particular do consumo privado, não teve correspondência num crescimento do produto mais intenso. É dificilmente explicável que, num ano em que se estima que o produto cresça um pouco acima de 1 por cento em termos reais, as importações de bens e serviços venham a crescer, em volume, cerca de 8 por cento (admitindo uma significativa desaceleração das mesmas no segundo semestre, uma vez que o crescimento em volume das importações ultrapassou 10 por cento no primeiro semestre).

Não são ainda muito claros os factores que explicam o dinamismo da procura interna em 2004, em particular do consumo privado. Mesmo descontando alguma sobre-estimação deste agregado devido às dificuldades de identificação de despesas efectuadas no território nacional por não residentes utilizando notas e moedas de euros, os factores de explicação da aceleração forte do consumo deverão prender-se com a alteração de expectativas das famílias. Desde 2001, num quadro de desaceleração das economias nacional e internacional, que se vinha a assistir a uma diminuição do indicador de confiança das famílias, acentuada com o reconhecimento público, em 2002, da grave crise orçamental e da entrada da economia portuguesa em recessão. Em 2003, após se ter atingido o crescimento mais negativo no segundo trimestre, a economia começou gradualmente a recuperar. A percepção de que a evolução do desemprego seria menos acentuada do que esperado e que o esforço de consolidação orçamental seria menos intenso do que inicialmente admitido contribuiu provavelmente para distender o comportamento das famílias. Acresce também que as condições monetárias têm sido particularmente acomodáticas para as famílias ao longo dos últimos anos, pelo que não constituíram um obstáculo ao financiamento parcial por recurso ao crédito bancário da aceleração da procura interna. Não será de excluir que a realização do campeonato europeu de futebol em Portugal tenha contribuído igualmente, pelo menos de uma forma temporária, para criar um clima mais propício ao consumo.

Como referido, as estimativas apresentadas neste artigo têm implícita alguma desaceleração da procura interna nos últimos meses de 2004. De facto, não parece razoável, e sobretudo não é desejável, extrapolar para o futuro a aceleração recente da procura interna e o padrão de crescimento que

(48) Veja-se Nota A.4.1 a A.4.3 e A.4.5 (b) no *Boletim Estatístico* sobre a análise das rubricas de investimento directo. Veja-se igualmente a Caixa II.6.1 "Os fluxos de investimento directo estrangeiro" do *Relatório Anual* de 2003.

lhe está associado, porque isso implicaria, a manter-se por um período dilatado, uma subida insustentável do endividamento das famílias e empresas portuguesas. Quanto mais cedo se retornar a um padrão de reajustamento gradual da situação financeira agregada do sector privado, menor será a probabilidade de vir a ocorrer futuramente uma correcção mais abrupta. Quando recorrem ao crédito bancário, as famílias e as empresas devem ter em conta, nomeadamente, que as condições monetárias não poderão permanecer indefinidamente na situação muito acomodatória observada nos últimos anos, sendo de esperar subidas de taxas de juro num horizonte mais ou menos próximo, tudo dependendo, não das condições económicas específicas da economia portuguesa, mas da evolução da conjuntura económica no conjunto da área do euro.

Uma consideração final sobre a política orçamental. Após o fortíssimo estímulo expansionista entre 1997 e 2001, traduzido numa deterioração de mais de 4 p.p. do PIB do saldo primário das administrações públicas ajustado de efeitos cíclicos e de medidas temporárias, que levou ao surgimento da crise orçamental, observou-se em 2002 alguma reversão deste indicador em cerca de 1 p.p. do PIB. Em 2003, não se verificou uma melhoria adicional significativa do indicador, porque o efeito desfazido das medidas de consolidação decididas em 2002 e os efeitos de algumas medidas adicionais tomadas em 2003 foram compensados pela continuação de um forte crescimento da despesa da segurança social. Para 2004, as projecções do Governo prevêem alguma recuperação adicional do saldo primário ajustado do ciclo e de medidas temporárias, mas existem riscos sérios dessa melhoria acabar por não se concretizar. Só tem sido possível respeitar, desde 2002, os limites para o défice público im-

postos pelo Tratado da União Europeia porque se tem recorrido, em montantes muitos elevados, a medidas extraordinárias com impacto temporário. Abstraindo destas medidas, o défice público português ainda se situa em níveis próximos ou acima de 5 por cento do PIB (de 4 por cento, de acordo com as estimativas do Banco de Portugal, se for ajustado igualmente o efeito do ciclo económico), o que mostra a magnitude do esforço de consolidação que é necessário realizar. Além disso, apesar das medidas temporárias, o rácio da dívida pública portuguesa tem mostrado uma trajectória consistente de aumento nos últimos anos, prevendo-se que ultrapasse em 2004, por uma margem significativa, o valor de referência de 60 por cento instituído no Tratado. Não é realista, por isso, considerar que está terminado o esforço de consolidação orçamental e que a política pode voltar a ter uma orientação expansionista. Bem pelo contrário, esse esforço de consolidação é agora mais necessário do que nunca, ultrapassada que está a fase recessiva da economia portuguesa. A dificuldade crescente em encontrar medidas temporárias de elevado montante, que sejam aceites pela Comissão Europeia à luz dos princípios da contabilidade nacional, criará uma pressão adicional no sentido de se proceder de forma determinada ao esforço de consolidação orçamental. Além disso, no curto prazo este esforço contribuirá para a moderação da procura interna, facilitando o retorno a um padrão mais equilibrado de crescimento. Porém, acima de tudo, um esforço consistente de consolidação orçamental é necessário porque finanças públicas saudáveis são um requisito essencial para assegurar no médio prazo um crescimento sustentável da economia portuguesa.

Artigo redigido com base na informação disponível até ao final de Outubro de 2004.

Caixa: EVOLUÇÃO RECENTE DO PREÇO DO PETRÓLEO

O aumento do preço internacional do petróleo para níveis historicamente elevados em termos nominais constituiu um dos principais desenvolvimentos dos primeiros dez meses de 2004. No final de Outubro o preço do petróleo situava-se em 48 USD/barril, cerca de 18 USD acima do valor do início do ano, tendo ultrapassado os níveis atingidos em Fevereiro de 2003 nas proximidades do conflito militar no Iraque, e mesmo os verificados em 1990 quando da invasão do Kuwait pelo Iraque (Gráfico 1). O recente aumento do preço do petróleo é, em termos reais, de magnitude muito inferior à verificada durante os dois choques petrolíferos da década de 70 e mesmo à verificada no início da década de 90, quando o Iraque invadiu o Kuwait. Contudo, face ao final do ano passado, o preço do petróleo aumentou cerca de 53 por cento em termos reais, situando-se no nível mais elevado observado desde o início dos anos 90. Paralelamente, no mercado de futuros, o preço do petróleo foi sucessivamente revisado em alta, com os contratos a apontar para valores na ordem dos 43 USD/barril para o final de 2005 e de 40 USD/barril no final de 2006, muito acima dos valores contratados no início de 2004 (Gráfico 2).

Esta evolução do preço do petróleo vem no seguimento de uma tendência de subida observada desde o início de 1999, após as crises asiática e russa⁽¹⁾, e deverá estar a reflectir diversos factores:

- A procura mundial de petróleo tem apresentado um ritmo de crescimento superior ao esperado. Esta evolução estará a traduzir uma alteração estrutural, associada à integração de países como a China e a Índia na economia mundial, países com elevada intensidade energética da produção (Gráfico 3). De facto, o crescimento da procura de petróleo foi particularmente notório nos países que não fazem parte da OCDE, e entre estes, no grupo das economias asiáticas, cujo peso no total da procura mundial aumentou de cerca de 26 por cento em 1995, para 29 por cento em 2004 (Gráficos 4, 5A e 5B). O acréscimo não antecipado da procura mundial de petróleo está também em linha com as sucessivas revisões em alta das projecções para a actividade económica mundial observadas desde meados de 2003.

(1) Em 1998, no contexto da desaceleração da procura mundial, o preço do petróleo caiu para valores inferiores aos mínimos anteriores registados em 1986.

Gráfico 1
PREÇO DO PETRÓLEO (BRENT)
Valores de fim de mês

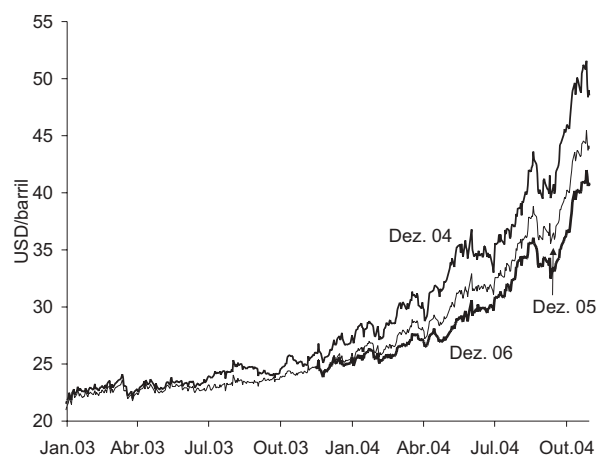


Fonte: Thomson Financial Datastream.

Nota:

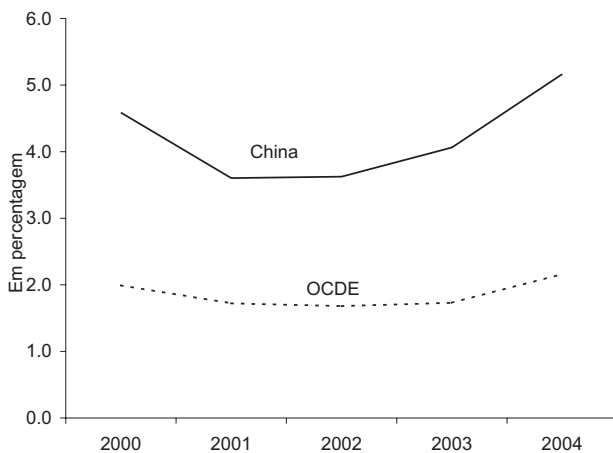
(a) Deflacionado pelo IPC dos EUA.

Gráfico 2
PREÇOS DO PETRÓLEO
Mercado de futuros



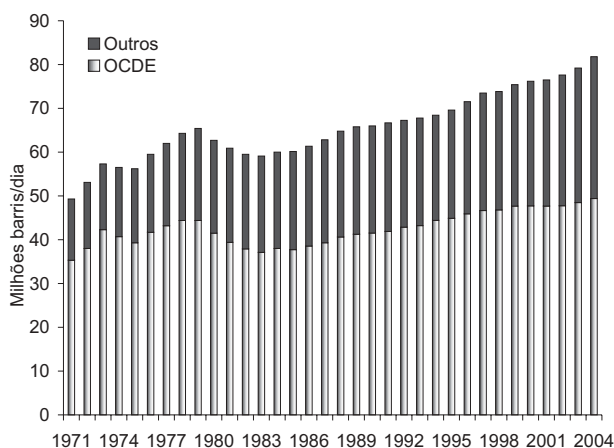
Fonte: Bloomberg.

Gráfico 3
CONSUMO ANUAL DE PETRÓLEO
EM PORCENTAGEM DO PIB



Fonte: Thomson Financial Datastream; OPEC e cálculos do Banco de Portugal

Gráfico 4
PROCURA MUNDIAL DE PETRÓLEO



Fonte: Thomson Financial Datastream e OPEC

Gráfico 5A
PROCURA MUNDIAL 2004
Por região

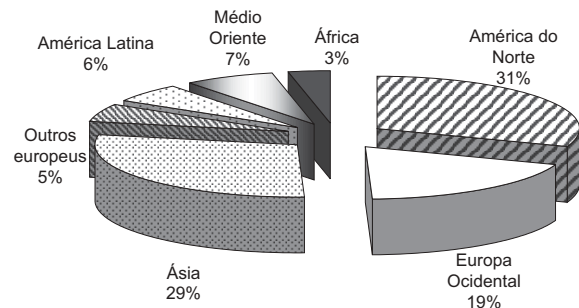
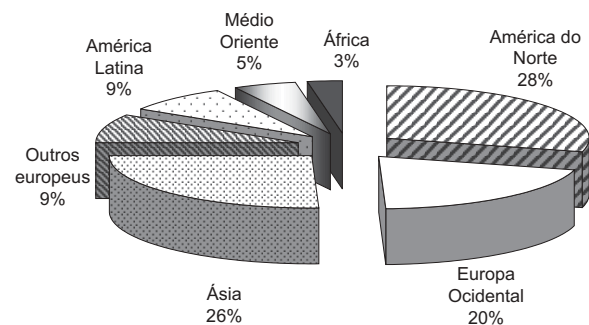


Gráfico 5B
PROCURA MUNDIAL 1995
Por região



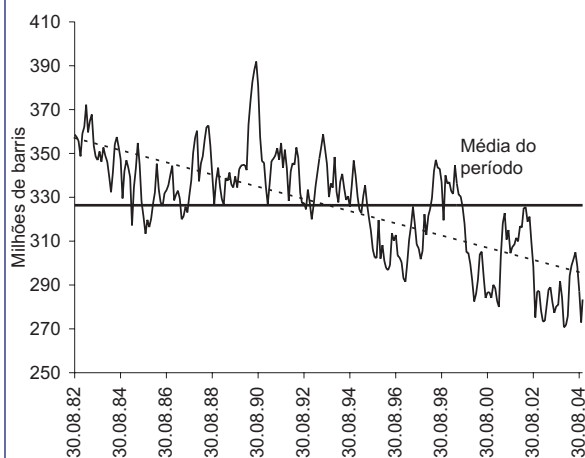
Fonte: International Energy Agency e OPEC.

- Do ponto de vista da oferta, a instabilidade política no Médio Oriente e em outros importantes países produtores, designadamente na Venezuela e na Nigéria, fizeram surgir preocupações relativamente à segurança do abastecimento mundial de petróleo quer a curto, quer a médio prazo. A diminuição da capacidade produtiva disponível a nível mundial, induziu preocupações acrescidas relativamente à capacidade da oferta para acomodar choques adicionais. O investimento no desenvolvimento da capacidade produtiva por parte dos países produtores de petróleo foi ao longo das duas últimas décadas relativamente limitado, facto ao qual não terá sido alheio os significativos desequilíbrios orçamentais acumulados em muitos destes países, bem como, e no caso particular dos países da OPEP, a política praticada por aquela organização de definição de limites máximos para a quantidade produzida. Acresce que, uma parte significativa do aumento da oferta de petróleo observada em 2004 foi na variedade de petróleo de qualidade inferior, enquanto que o acréscimo de procura foi particularmente forte na variedade de petróleo mais leve e com reduzido conteúdo de en-

Gráfico 6

EUA – EXISTÊNCIAS DE PETRÓLEO

Excluindo as reservas estratégicas oficiais



Fonte: Thomson Financial Datastream

xofre, reflectindo em parte a limitada capacidade produtiva das refinarias em processar o petróleo de qualidade inferior.

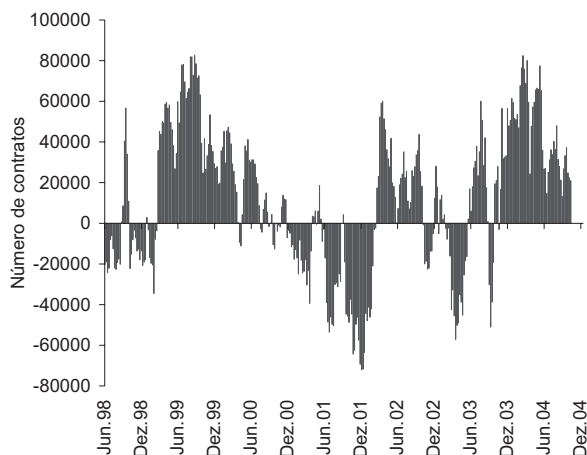
- Para além disso, nas principais economias industrializadas, os níveis das existências de petróleo detidos para fins comerciais caíram para mínimos históricos, criando receios de ruptura no processo produtivo das refinarias. Ao longo da década de 90 verificou-se uma tendência generalizada de redução das existências de petróleo para fins comerciais, particularmente acentuada nos EUA (Gráfico 6). Esta evolução terá estado, em parte, associada à introdução de políticas de gestão de existências mais eficientes, designadamente com a aplicação das novas tecnologias de informação, e ao processo de reestruturação que teve lugar no sector, o qual envolveu liquidações e fusões de diversas refinarias, tendo resultado numa diminuição do número total de empresas. Num quadro de aumento da procura global de petróleo e de desincentivo financeiro à reconstituição de existências em resultado de preços do petróleo no mercado à vista relativamente elevados, esta tendência prosseguiu no período 2000-2004, determinando uma significativa redução da flexibilidade da indústria para acomodar choques.
- Por último, a conjugação dos factores acima referidos terá fomentado a actividade especulativa, tendo-se verificado a tomada de significativas posições especulativas longas no mercado de futuros do petróleo (Gráfico 7).

Em termos prospectivos, é de esperar que parte do aumento do preço do petróleo verificado nos últimos anos tenha um carácter permanente associado à integração da China e da Índia na economia mundial. Adicionalmente, tendo em conta o desajustamento entre a oferta e a procura nas diferentes qualidades de petróleo, a reduzida capacidade produtiva disponível e os níveis muito baixos das existências para fins comerciais nos principais países industrializados, não é de excluir que no futuro próximo a instabilidade e as pressões ascendentes sobre o preço do petróleo permaneçam, designadamente tendo em conta a manutenção de tensões políticas em diversos países produtores.

Gráfico 7

POSIÇÕES ESPECULATIVAS^(a) NO MERCADO DE FUTUROS DO PETRÓLEO

Número de contratos: diferença entre posições longas e curtas



Fonte: Bloomberg.

- (a) Posições especulativas são aquelas que são realizadas por entidades classificadas pela US Commodities Futures Trading Commission como "non-commercial", i.e., são posições de entidades cuja participação no mercado de futuros e opções não está relacionada com a cobertura de riscos da actividade comercial da empresa.

O SISTEMA BANCÁRIO NO PRIMEIRO SEMESTRE DE 2004

1. INTRODUÇÃO

Os desenvolvimentos no sistema bancário português, no primeiro semestre de 2004, confirmam a sua capacidade de ajustamento às condições da economia decorrentes da fase baixa do ciclo económico. De facto, num contexto de alguma recuperação da actividade económica e de condições globalmente positivas nos mercados financeiros internacionais, registou-se um aumento da actividade bancária, verificando-se melhorias nos indicadores de liquidez e de adequação de fundos próprios. Os resultados líquidos apresentaram um aumento ligeiro, apesar da diminuição dos rácios de rentabilidade, que foi essencialmente condicionado pela redução expressiva dos resultados extraordinários.

(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). Neste caso, com o objectivo de conseguir uma abordagem tão próxima quanto possível à do sistema em base consolidada, os agregados analisados a partir das EMF, consideram (sempre que viável), não apenas as Outras Instituições Financeiras Monetárias (OIFM), mas também os Outros Intermediários Financeiros e Auxiliares Financeiros (excepto Fundos de Investimento, Fundos de Titularização e Sociedades de Titularização) (OIFAF), a maioria dos quais integra o perímetro de consolidação do sistema bancário português.

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 sede em países terceiros.

(continua...)

A evolução do balanço do sistema bancário⁽¹⁾ nos primeiros seis meses do ano reflectiu, por um lado, a expansão continuada do crédito a clientes (destacando-se, em particular, a aceleração do crédito a particulares) e, por outro, uma alteração significativa de composição do financiamento da actividade bancária, que continuou, todavia, a traduzir-se no aumento das responsabilidades face a não residentes. Esta evolução foi, contudo, consentânea com a estabilização do financiamento de mercado dos bancos junto de não residentes (o qual engloba passivos líquidos face a instituições de crédito no estrangeiro e sob a forma de títulos)⁽²⁾, assistindo-se, simultaneamente, a um alon-

(...continuação)

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 no estrangeiro. A distinção entre instituições domésticas e não domésticas fundamenta-se no 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 o tipo e a maturidade do financiamento), ao contrário do que sucede com as instituições domésticas.

(2) Note-se que esta conclusão é obtida quando se ajusta o balanço do sistema bancário dos efeitos de uma operação de carácter temporário, no âmbito do sistema *TARGET*, que ocorreu no final de 2003. (ver *Relatório Anual* de 2003). De facto, quando se ajustam as aplicações interbancárias junto de instituições de crédito no estrangeiro do efeito da referida operação, a diminuição dos passivos interbancários junto de instituições de crédito não residentes, líquidos de aplicações é, no primeiro semestre de 2004, menor do que a denotada pelo balanço, mantendo-se, contudo, muito significativa, mas próxima do acréscimo dos passivos representados por títulos (correspondendo a uma variação praticamente nula do financiamento externo de mercado do sistema).

Quadro 1
QUADRO SÍNTESE
Base consolidada

	1999	2000	2001	2002	2003	2003	2004
	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.
Em percentagem do activo total médio							
Margem financeira	2.45	2.21	2.24	2.12	2.05	2.00	1.93
Outros resultados correntes	1.33	1.30	1.17	1.14	1.31	1.34	1.41
Produto bancário	3.77	3.51	3.41	3.26	3.36	3.34	3.34
Custos administrativos ^(a)	2.07	1.79	1.73	1.69	1.68	1.69	1.64
Resultados extraordinários	0.40	0.27	0.01	0.06	0.03	0.06	-0.05
Amortizações do exercício	0.31	0.25	0.24	0.24	0.23	0.23	0.21
Provisões líquidas	0.66	0.63	0.45	0.61	0.54	0.57	0.54
Impostos sobre lucros do exercício	0.20	0.19	0.16	0.13	0.14	0.13	0.13
Resultados antes de interesses minoritários	0.92	0.91	0.85	0.65	0.79	0.78	0.77
Resultado do exercício	0.70	0.70	0.69	0.53	0.66	0.65	0.64
Rendibilidade dos capitais próprios (ROE) ^(b)	14.7	15.1	14.9	11.7	14.1	13.9	13.3
Rendibilidade dos capitais próprios (ROE) ^(c)	17.0	16.9	17.3	13.5	16.4	16.0	15.5
Custos operacionais (em percentagem do produto bancário) ^(d)	63.1	58.2	57.6	59.1	56.9	57.4	55.4
Rácio crédito-depósitos	102.8	114.3	121.0	127.7	131.5	126.9	127.9
Cobertura dos passivos interbancários por activos de elevada liquidez (em percentagem)	101.4	88.7	91.5	87.4	87.7	100.7	102.9
Crédito e juros vencidos (em percentagem do crédito bruto)	n.d.	2.18	2.12	2.26	2.54	2.40	2.22
Provisionamento específico do crédito (em percentagem do crédito bruto)	1.78	1.48	1.42	1.42	1.63	1.75	1.71
Crédito e juros vencidos, líquidos de provisões específicas (em percentagem do crédito líquido de provisões específicas)	n.d.	0.72	0.71	0.85	0.93	0.66	0.53
Taxas de variação							
Resultados antes de interesses minoritários	17.4	14.9	3.4	-18.4	-4.5	26.0	2.7
Resultado líquido do exercício	15.4	16.8	9.4	-18.7	-5.7	28.6	0.7
Crédito (bruto) a clientes	25.9	21.7	13.2	7.0	6.4	3.1	2.2
Recursos de clientes	9.3	9.9	7.0	1.4	0.7	3.4	5.0
Rácio de adequação de fundos próprios (em percentagem) ^(e)	10.8	9.2	9.5	9.8	9.8	10.0	10.3
Activo total médio (€ milhões)	204 773	237 223	264 753	280 795	288 435	294 640	302 272
Capitais próprios médios (€ milhões)	12 819	14 311	14 995	15 633	16 113	16 595	17 528

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).

gamento da maturidade média deste tipo de financiamento. De facto, a actividade bancária, na primeira metade de 2004, foi financiada, em larga medida, pela utilização de liquidez obtida através da titularização de crédito que teve lugar no final de 2003 bem como pelo forte crescimento de depósitos de clientes não residentes.

No primeiro semestre de 2004, observou-se uma aceleração dos empréstimos bancários concedidos a particulares, quer para aquisição de habitação quer para outros fins. Alguma recuperação da confiança económica, no decurso do primeiro semestre, terá suportado uma maior procura de crédito por parte das famílias portuguesas, num contexto de manutenção de baixas taxas de juro, evolução moderada dos preços de habitação e de prazos mais longos para reembolso dos empréstimos.

O peso do crédito com incumprimento no crédito total concedido pelo sistema bancário diminuiu ao longo da primeira metade do ano. Esta evolução foi comum aos segmentos de crédito a particulares e a empresas, verificando-se uma melhoria mesmo quando se corrigem os rácios de incumprimento do fluxo anual de abatimentos ao activo (particularmente relevante em 2003).

Os rácios de rendibilidade do sistema bancário português, em base consolidada, reduziram-se ligeiramente na primeira metade de 2004. Esta redução foi essencialmente determinada pela variação negativa dos resultados extraordinários no período. A diminuição do contributo da margem financeira que continuou a verificar-se foi compensada quase na totalidade pelo crescimento dos outros proveitos correntes (com destaque para as comissões líquidas); em consequência, o peso do produto bancário no activo do sistema manteve-se praticamente inalterado face ao total do ano anterior. Os custos administrativos, por seu lado, registaram um crescimento modesto, nos primeiros seis meses de 2004, verificando-se uma melhoria no rácio de eficiência (isto é, o rácio entre custos administrativos e produto bancário reduziu-se).

O rácio de adequação global dos fundos próprios do sistema bancário, em base consolidada, melhorou ligeiramente face ao final de 2003, situando-se em 10.3 por cento, no final do primeiro semestre. Prosseguiu, assim, a trajectória de aumento sustentado do rácio de solvabilidade do sistema bancário português, seguida desde o final de 2000

(quando atingiu 9.2 por cento). Esta evolução tem traduzido, sobretudo, uma melhoria de solvabilidade nas instituições que apresentavam rácios mais baixos e com peso importante no sistema, verificando-se, a par do aumento do valor médio do rácio de adequação de capital do sistema, uma menor concentração de instituições em níveis próximos de 8 por cento.

2. ENQUADRAMENTO GERAL

Em 2003, num contexto de conjuntura económica recessiva em Portugal mas de evolução favorável dos mercados financeiros internacionais, a situação global do sistema bancário português havia apresentado uma melhoria significativa em termos quer de actividade quer de rendibilidade, em linha com o observado na maioria dos sistemas europeus⁽³⁾.

Ao longo do primeiro semestre de 2004, o enquadramento internacional manteve, de um modo geral, as tendências denotadas na segunda metade do ano anterior. As taxas de juro permaneceram em níveis reduzidos. As taxas de rendibilidade de dívida pública, por seu lado, seguiram uma trajectória descendente no primeiro trimestre do ano, revertida no trimestre seguinte, registando, no conjunto do primeiro semestre, um valor médio próximo do verificado na segunda metade do ano precedente. Nos mercados de dívida privada, os *spreads* praticados nas novas emissões mantiveram-se em níveis reduzidos. No mesmo período, os índices internacionais de acções oscilaram em torno de valores ligeiramente superiores aos do final de 2003⁽⁴⁾. Porém, os conflitos internacionais (responsáveis, em parte, pela subida continuada dos preços do petróleo) têm contrariado uma recuperação mais expressiva dos mercados bolsistas e refreado a melhoria da confiança em geral, pese embora a recuperação observada no crescimento do PIB e a estabilização da taxa de desemprego, nomeadamente na área do euro.

(3) Para uma discussão detalhada sobre o sistema bancário português em 2003, ver secção II.8. *Sistema bancário*, no *Relatório Anual* de 2003.

(4) Para maior detalhe relativo a este parágrafo, ver secção sobre *Condições Monetárias* do artigo sobre *A Economia Portuguesa em 2004*.

Em Portugal, o índice bolsista recuperou significativamente até Junho, face a Dezembro de 2003⁽⁵⁾ (não se alterando significativamente desde então). A liquidez do mercado português manteve-se, contudo, reduzida, característica partilhada pelos mercados accionista e de dívida privada⁽⁶⁾.

O enquadramento regulamentar do sistema bancário português não registou alterações assinaláveis, no primeiro semestre de 2004. No terceiro trimestre do ano, verificou-se a publicação do Aviso nº4/2004 e da Instrução do Banco de Portugal nº 16/2004.

O Aviso nº 4/2004 estendeu a 2004 a possibilidade das provisões relativas às menos-valias latentes das participações financeiras detidas por instituições de crédito e sociedades financeiras serem registadas contra reservas (sem impacto nos resultados do período)⁽⁷⁾, traduzindo uma aproximação aos princípios das Normas Internacionais de Contabilidade (IAS, cuja entrada em vigor está prevista para 2005).

Com o objectivo de garantir a transparência e a comparabilidade na avaliação das instituições que integram o sistema bancário português, por parte do público em geral e dos investidores em particular, foi estabelecido pelo Banco de Portugal, através da Instrução nº 16/2004, que as instituições de crédito que divulguem informação ao público sobre solvabilidade, qualidade de crédito, rentabilidade e eficiência, o deverão fazer adoptando sempre uma metodologia homogénea, definida naquela Instrução. A publicação dos referidos indicadores com uma metodologia uniforme não obsta a que as instituições apresentem, sobre as matérias citadas, outros quaisquer indicadores. A primeira data de referência para a divulgação da informação segundo a metodologia estabelecida é 30 de Setembro de 2004.

(5) A variação do valor do PSI 20 entre o início de 2004 e o final do primeiro semestre foi de 9.5 por cento, sendo de 13.5 no caso do PSI Geral.

(6) Ver secção sobre *Condições Monetárias* do artigo sobre *A Economia Portuguesa em 2004*.

(7) O Aviso nº 4/2002 (cuja redacção do nº 4 do nº 5º foi alterada pelo Aviso referido), introduziu novos requisitos, ao nível do provisionamento e dedução dos fundos próprios, relativos às menos-valias mencionadas, definindo (no seu nº 5º) um regime transitório, quer quanto à constituição de provisões, quer quanto à dedução a fundos próprios. Adicionalmente, permitiu que as provisões constituídas em 2002 e 2003, no âmbito daquele número, fossem registadas por contrapartida de reservas.

3. ACTIVIDADE BANCÁRIA

A actividade bancária em base consolidada, avaliada em termos do activo total, aumentou 4.1 por cento em Junho de 2004 (7.4 e 4.8 por cento, respectivamente no conjunto do ano e no final do primeiro semestre de 2003⁽⁸⁾) (Quadros 2 e 3).

No primeiro semestre de 2004, a actividade bancária foi marcada pela manutenção de um crescimento elevado do crédito ao sector privado não financeiro tendo a carteira de títulos e immobilizações financeiras proporcionado, também, um contributo positivo para a variação do activo dos bancos nos primeiros seis meses do ano. Por seu turno, as aplicações interbancárias no exterior, aumentaram também de forma significativa no decurso dos primeiros seis meses do ano, ao mesmo tempo que se registou uma forte redução de depósitos dos bancos junto de bancos centrais⁽⁹⁾.

Desde o final de 1999, os recursos de clientes têm sido insuficientes para financiar a expansão do crédito concedido pelo sistema bancário português. Em consequência, os bancos portugueses têm recorrido à titularização de parcelas da sua carteira de crédito como forma de melhorar a respectiva situação de liquidez. Ao mesmo tempo, tem aumentado de forma assinalável o recurso das instituições financeiras residentes ao endividamento junto de não residentes (nomeadamente através da emissão de títulos a médio e longo prazos por parte das filiais e sucursais no exterior), suprimindo, assim, as respectivas necessidades de financiamento.

No primeiro semestre de 2004, quando se ajusta dos efeitos da operação de carácter temporário que afectou o balanço do sistema no final de 2003, verifica-se que o financiamento do sistema junto de

(8) Taxas de variação homóloga. Para Junho e Dezembro de 2003, as taxas de variação, em base consolidada, estão afectadas em cerca de 1.5 p.p. pelo alargamento do perímetro de consolidação de um grupo bancário, ocorrido no primeiro trimestre de 2003.

(9) Realce-se a redução muito significativa dos activos do sistema face a bancos centrais ocorrida no início de 2004, resultante da reversão de uma operação de carácter temporário, no âmbito do sistema *TARGET*, que afectou o final de 2003 (ver, a este propósito, secções II.6 e II.8 relativas, respectivamente, à *Balança de Pagamentos* e ao *Sistema Bancário*, no *Relatório Anual* do Banco de Portugal de 2003). A reversão desta operação teve por contrapartida o aumento, de igual montante, das aplicações do sistema junto de instituições de crédito no estrangeiro.

Quadro 2

BALANÇO DO SISTEMA BANCÁRIO

Base consolidada

€ milhões

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2003	2004
	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.
Caixa e activos face a bancos centrais.	8 867	10 829	9 642	10 063	8 762	8 415	15 430	6 459
dos quais: caixa e activos face ao Banco de Portugal	8 608	10 026	8 592	8 987	7 857	7 695	14 327	5 418
Aplicações em outras instituições de crédito.	30 984	27 254	28 596	33 887	30 293	33 592	32 837	35 841
No país.	n.d.	n.d.	10 952	12 768	9 570	7 791	7 968	5 628
No estrangeiro.	n.d.	n.d.	17 644	21 119	20 723	25 800	24 868	30 212
Crédito sobre clientes (líquido de provisões)	103 523	131 213	160 235	181 468	194 219	199 989	199 477	204 270
Crédito vencido.	n.d.	n.d.	3 553	3 903	4 462	5 158	4 881	4 623
Provisões	2 577	2 377	2 406	2 609	2 802	3 306	3 561	3 543
Títulos e imobilizações financeiras (líquidos de provisões)	33 594	31 843	36 984	35 951	32 149	33 531	37 485	39 219
dos quais: Títulos de emissores públicos (valor bruto)	n.d.	n.d.	10 793	10 742	9 697	9 865	9 853	11 165
Imobilizado não financeiro	4 468	4 631	4 600	4 735	4 578	4 619	4 551	4 435
Outros activos	9 092	13 249	10 661	12 361	12 995	14 791	14 288	16 708
Total do activo	190 527	219 019	250 719	278 464	282 996	294 937	304 067	306 932
Recursos de bancos centrais.	1 690	3 158	3 462	2 766	1 284	2 845	3 147	2 806
dos quais: do Banco de Portugal	1 383	2 658	3 300	2 258	1 031	2 546	2 766	2 492
Recursos de outras instituições de crédito.	41 748	44 920	51 834	57 017	54 503	56 280	54 546	49 131
No país.	n.d.	n.d.	10 024	11 099	7 767	6 607	5 569	4 849
No estrangeiro.	n.d.	n.d.	41 810	45 918	46 736	49 673	48 977	44 282
Recursos de clientes.	116 729	127 606	140 205	150 033	152 136	152 091	157 236	159 756
dos quais:								
Depósitos de clientes residentes	n.d.	n.d.	109 976	113 870	116 485	112 485	117 673	116 247
Depósitos de clientes não residentes	n.d.	n.d.	30 181	36 101	35 538	39 480	39 440	43 498
Responsabilidades representadas por títulos	6 606	13 225	23 106	32 973	38 686	44 928	49 814	54 811
das quais: obrigações	5 239	10 072	18 214	27 309	30 921	33 848	37 444	40 387
Passivos subordinados	3 892	4 521	5 392	8 076	8 721	8 705	8 883	8 631
Provisões	1 847	2 263	3 119	3 354	3 510	3 527	3 365	3 312
Outros passivos	6 217	9 487	9 015	8 810	8 326	10 176	9 490	9 929
Capitais próprios	11 798	13 840	14 587	15 436	15 830	16 385	17 586	18 556
Resultado líquido do exercício	1 241	1 431	1 672	1 829	1 488	954	1 914	961
Total do passivo e capitais próprios	190 527	219 019	250 719	278 464	282 996	294 937	304 067	306 932
<i>Por memória:</i>								
Depósitos à ordem.	37 659	44 363	47 188	53 033	54 649	52 089	55 709	54 008
Depósitos a prazo e de poupança	78 975	83 195	92 969	96 938	97 374	99 876	101 404	105 737
Aplicações em outras instituições de crédito líquidas de recursos	-10 764	-17 666	-23 237	-23 130	-24 210	-22 688	-21 710	-13 290
No país.	n.d.	n.d.	928	1 669	1 804	1 184	2 399	779
No estrangeiro.	n.d.	n.d.	-24 165	-24 799	-26 014	-23 872	-24 109	-14 070
Recursos de clientes (incluindo títulos emitidos)	n.d.	n.d.	149 649	160 851	164 114	163 564	168 787	171 776
dos quais:								
Recursos de clientes (depósitos e equiparados).	n.d.	n.d.	140 205	150 033	152 136	152 091	157 236	159 756
Títulos emitidos na posse de clientes residentes (estimativa) . .	n.d.	n.d.	9 444	10 818	11 978	11 472	11 551	12 020
<i>No sub-conjunto das instituições domésticas</i>								
Aplicações em outras instituições de crédito líquidas de recursos	-8 319	-14 038	-19 753	-18 612	-15 340	-14 170	-11 985	-5 599
No país.	n.d.	n.d.	727	156	1 019	612	1 556	483
No estrangeiro	n.d.	n.d.	-20 480	-18 768	-16 359	-14 783	-13 542	-6 082
Recursos de clientes (incluindo títulos emitidos).	n.d.	n.d.	127 062	135 270	139 540	139 722	146 251	147 052
dos quais:								
Recursos de clientes (depósitos e equiparados).	n.d.	n.d.	119 381	126 449	129 669	130 308	136 504	136 783
Títulos emitidos na posse de clientes residentes (estimativa).	n.d.	n.d.	7 681	8 821	9 871	9 413	9 747	10 268

Quadro 3

BALANÇO

Base consolidada

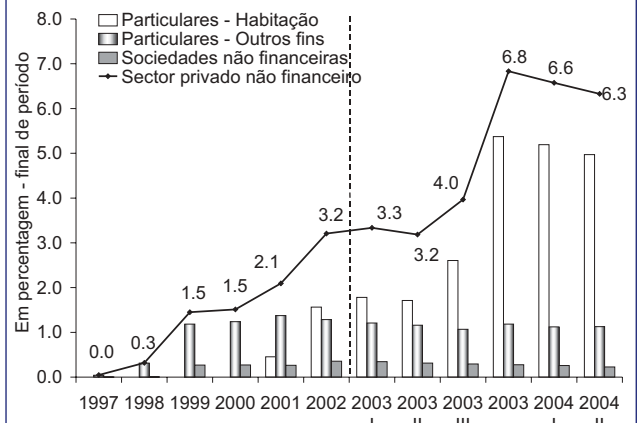
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2000	2001	2002	2003	2004
	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Jun.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Jun.
Caixa e activos face a bancos centrais	4.9	3.8	3.6	3.1	5.1	2.1	-11.0	4.4	-12.9	76.1	-23.2
dos quais: caixa e activos face ao Banco de Portugal	4.6	3.4	3.2	2.8	4.7	1.8	-14.3	4.6	-12.6	82.3	-29.6
Aplicações em outras instituições de crédito	12.4	11.4	12.2	10.7	10.8	11.7	4.9	18.5	-10.6	8.4	6.7
No país	n.d.	4.4	4.6	3.4	2.6	1.8	n.d.	16.6	-25.0	-16.7	-27.8
No estrangeiro	n.d.	7.0	7.6	7.3	8.2	9.8	n.d.	19.7	-1.9	20.0	17.1
Crédito sobre clientes (líquido de provisões).	59.9	63.9	65.2	68.6	65.6	66.6	22.1	13.3	7.0	2.7	2.1
Crédito vencido	n.d.	1.4	1.4	1.6	1.6	1.5	n.d.	9.8	14.3	9.4	-10.4
provisões.	1.1	1.0	0.9	1.0	1.2	1.2	1.2	8.4	7.4	27.1	7.2
Títulos e imobilizações financeiras (líquidos de provisões).	14.5	14.8	12.9	11.4	12.3	12.8	16.1	-2.8	-10.6	16.6	17.0
Dos quais: Títulos de emissores públicos (valor bruto)	n.d.	4.3	3.9	3.4	3.2	3.6	n.d.	-0.5	-9.7	1.6	13.2
Imobilizado não financeiro	2.1	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4	-0.7	2.9	-3.3	-0.6	-4.0
Outros activos	6.0	4.3	4.4	4.6	4.7	5.4	-19.5	15.9	5.1	9.9	13.0
Total do activo	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	14.5	11.1	1.6	7.4	4.1
Recursos de bancos centrais	1.4	1.4	1.0	0.5	1.0	0.9	9.6	-20.1	-53.6	145.0	-1.4
dos quais: do Banco de Portugal	1.2	1.3	0.8	0.4	0.9	0.8	24.2	-31.6	-54.3	168.3	-2.1
Recursos de outras instituições de crédito	20.5	20.7	20.5	19.3	17.9	16.0	15.4	10.0	-4.4	0.1	-12.7
No país	n.d.	4.0	4.0	2.7	1.8	1.6	n.d.	10.7	-30.0	-28.3	-26.6
No estrangeiro	n.d.	16.7	16.5	16.5	16.1	14.4	n.d.	9.8	1.8	4.8	-10.9
Recursos de clientes	58.3	55.9	53.9	53.8	51.7	52.0	9.9	7.0	1.4	3.4	5.0
dos quais:											
Depósitos de clientes residentes.	n.d.	43.9	40.9	41.2	38.7	37.9	n.d.	3.5	2.3	1.0	3.3
Depósitos de clientes não residentes.	n.d.	12.0	13.0	12.6	13.0	14.2	n.d.	19.6	-1.6	11.0	10.2
Responsabilidades representadas por títulos.	6.0	9.2	11.8	13.7	16.4	17.9	74.7	42.7	17.3	28.8	22.0
das quais: obrigações	4.6	7.3	9.8	10.9	12.3	13.2	80.8	49.9	13.2	21.1	19.3
Passivos subordinados	2.1	2.2	2.9	3.1	2.9	2.8	19.3	49.8	8.0	1.9	-0.8
Provisões	1.0	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	37.8	7.5	4.7	-4.1	-6.1
Outros passivos	4.3	3.6	3.2	2.9	3.1	3.2	-5.0	-2.3	-5.5	14.0	-2.4
Capitais próprios	6.3	5.8	5.5	5.6	5.8	6.0	5.4	5.8	2.5	11.1	13.2
Resultado líquido do exercício	0.7	0.7	0.7	0.5	0.6	0.3	16.8	9.4	-18.7	28.6	0.7
Total do passivo e capitais próprios	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	14.5	11.1	1.6	7.4	4.1
<i>Por memória:</i>											
Depósitos à ordem	20.3	18.8	19.0	19.3	18.3	17.6	6.4	12.4	3.0	1.9	3.7
Depósitos a prazo e de poupança	38.0	37.1	34.8	34.4	33.3	34.4	11.7	4.3	0.4	4.1	5.9

não residentes tornou a aumentar, observando-se, contudo, uma alteração de composição assinalável face ao ano anterior: os passivos interbancários (líquidos de activos) diminuíram significativamente, compensados quase na totalidade pela subida das responsabilidades representadas por títulos (emitidos por filiais e sucursais no exterior de bancos portugueses e tomados, em larga medida, por não residentes), mantendo-se, assim, inalterado o saldo de financiamento externo de mercado⁽¹⁰⁾. De facto, o aumento de responsabilidades externas do sistema resultou, em parte significativa, da variação dos recursos de clientes não residentes (em larga medida, junto de instituições bancárias residentes⁽¹¹⁾). Ao contrário, continuou a verificar-se a desaceleração dos depósitos de residentes (excluindo administrações públicas), reflectindo, em parte significativa, a utilização de liquidez por parte das sociedades não financeiras residentes.

3.1. Crédito

A actividade bancária no primeiro semestre de 2004 foi caracterizada, principalmente, pela manutenção de um ritmo elevado de crescimento do crédito concedido ao sector privado não financeiro. Este desenvolvimento é apenas parcialmente evidenciado no balanço do sistema bancário português em Junho de 2004 (comparativamente a Junho do ano anterior) devido à titularização de empréstimos verificada no final de 2003. O crédito a clientes registado no balanço do sistema bancário português manteve, em termos homólogos, a tendência de desaceleração evidenciada ao longo dos últimos anos⁽¹²⁾ (Quadro 3). Contudo, o saldo dos empréstimos titularizados representava 6.3 por cento do total de empréstimos concedidos ao sector privado não financeiro, no final de Junho de

Gráfico 1
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.

2004, peso duplo do observado no mês homólogo de 2003 (3.2 por cento)⁽¹³⁾ (Gráfico 1).

Tendo em consideração dados das Estatísticas Monetárias e Financeiras (EMF), o crédito efectivamente concedido no período terá interrompido, no último trimestre de 2003, a trajectória decrescente que vinha prosseguindo. Em Junho de 2004, o crédito concedido por instituições de crédito ao sector privado não financeiro registou uma taxa de variação homóloga de 8.3 por cento, o que representa um ligeiro aumento face quer ao final de 2003 (8.1

(10) Entendido como as responsabilidades face ao exterior, representadas quer por títulos de dívida tomados por não residentes quer por passivos contraídos junto de outras instituições de crédito no estrangeiro.

(11) Apesar de manterem uma importância relativa reduzida no total de depósitos de clientes do sistema, em base consolidada, os depósitos de não residentes aumentaram o seu peso no activo total, de 13.0 por cento, no final de 2003, para 14.2 por cento em Junho de 2004; considerando apenas os depósitos do sector não monetário não residente em instituições residentes, o peso relativo destes no activo total do sistema aumentou 1.5 p.p. desde o início do ano, para cerca de 6 por cento, no final do primeiro semestre.

(12) O crédito a clientes bruto registou uma taxa de variação homóloga de 2.2 por cento, em Junho de 2004, que compara com crescimentos de 3.1 e 6.4 por cento, respectivamente em Dezembro e Junho de 2003. Note-se, todavia, que as taxas de crescimento deste agregado em 2003 foram afectadas pela alteração do perímetro de consolidação de um grupo bancário português, já referida. Corrigindo de tal efeito, estima-se que o crédito bruto a clientes tenha registado taxas de crescimento de cerca de 1.9 e 4.8 por cento, em Dezembro e Junho daquele ano.

(13) Conforme referido anteriormente, apesar destas operações de titularização atenuarem o crescimento do crédito a clientes, alguns dos títulos que resultam dessas operações permanecem na posse dos bancos cedentes. Em particular, em 2003, um grupo bancário realizou uma operação de titularização de activos hipotecários de montante significativo, tendo posteriormente mantido os títulos gerados por essa operação no seu balanço, o que se repercutiu no forte crescimento da rubrica de títulos e outras imobilizações financeiras.

por cento) quer ao final do semestre homólogo anterior (7.6 por cento)⁽¹⁴⁾.

3.1.1. Empréstimos a particulares

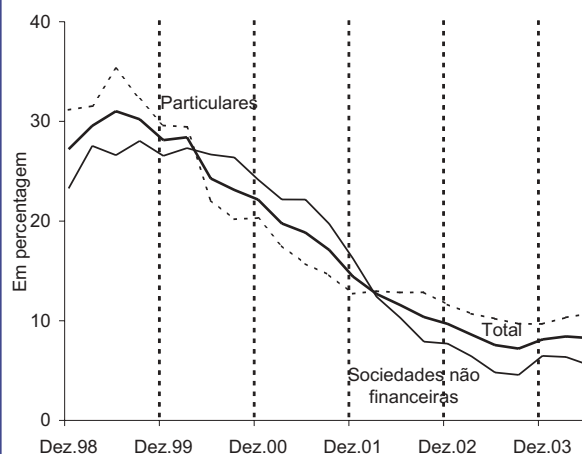
A tendência de desaceleração que vinha sendo observada desde o final de 1999 pelos empréstimos a particulares, interrompida no segundo semestre de 2003, foi invertida no decurso da primeira metade de 2004. Tendo por base os dados das Estatísticas Monetárias e Financeiras, a taxa de variação dos empréstimos concedidos por Outras instituições financeiras monetárias e por Outros intermediários financeiros a este sector aumentou para 10.7 por cento, em Junho de 2004, 1 ponto percentual (p.p.) acima do crescimento registados no final de 2003 (0.5 p.p. superior ao do mês homólogo anterior)⁽¹⁵⁾ (Gráficos 2 e 3).

Neste segmento destaca-se a manutenção de um ritmo elevado de crescimento dos empréstimos destinados à aquisição de habitação, cuja taxa de variação anual no final do primeiro semestre de 2004 foi 11.7 por cento, superior à registada no final do ano anterior (11.4 por cento), e, apenas, 1.3

(14) Os valores apresentados diferem dos divulgados em análises semelhantes anteriores e na publicação mensal *Indicadores de conjuntura* por considerarem, além dos empréstimos concedidos por instituições financeiras monetárias (OIFM), ajustados de titularização e corrigidos de abatimentos ao activo e reavaliações cambiais, também, os empréstimos concedidos por outros intermediários financeiros residentes (OIFAF) (excluindo os veículos residentes que adquirem os créditos titularizados), ajustados de titularização. Neste caso, as reclassificações do crédito de OIFM consideradas respeitam apenas àquelas que não correspondem a transferências de créditos entre OIFM e OIFAF dentro dos grupos bancários (devido a fusões, por exemplo). As taxas de variação homóloga são calculadas com base num índice de saldos corrigidos (Dez.2000=100). É importante notar que, em qualquer dos casos, os valores das Estatísticas Monetárias e Financeiras (EMF) não são directamente comparáveis com os dados em base consolidada apresentados nesta secção, embora o agregado mais global se aproxime mais do que o que considera apenas o crédito concedido por OIFM. Conforme referido em publicações anteriores, existem diferenças conceptuais subjacentes a estas duas fontes de informação, em particular no que respeita ao universo considerado e à análise em base consolidada: por um lado, as EMF não excluem as instituições com sede ou actividade principal no *off-shore* da Madeira e abrangem apenas a actividade em Portugal; por outro, as EMF consideram informação em base individual. Para mais detalhes sobre tais diferenças, ver Caixa II.8.1. *Informação utilizada na análise do sistema bancário português no Relatório Anual 2002*.

(15) Os valores referidos nesta secção são valores corrigidos, conforme a nota anterior.

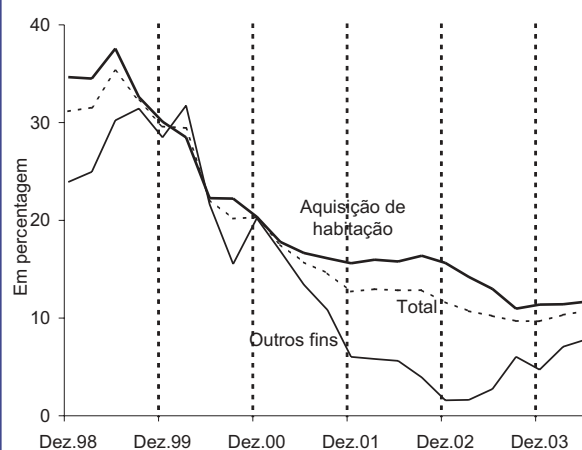
Gráfico 2
EMPRÉSTIMOS DE INSTITUIÇÕES
DE CRÉDITO RESIDENTES AO SECTOR
PRIVADO NÃO FINANCEIRO
Taxa de variação anual^(a)



Nota:

(a) Taxa de variação homóloga calculada com base num índice de saldos corrigidos, conforme a nota 14.

Gráfico 3
EMPRÉSTIMOS DE INSTITUIÇÕES
DE CRÉDITO RESIDENTES A PARTICULARES
Taxa de variação anual^(a)

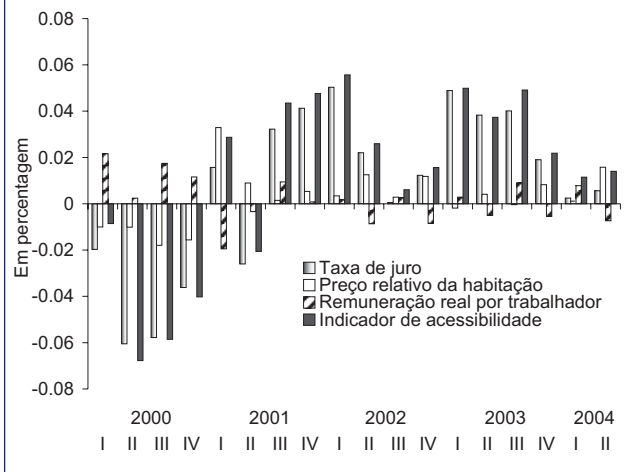


Nota:

(a) Taxa de variação homóloga calculada com base num índice de saldos corrigidos, conforme a nota 14.

p.p. abaixo do valor registado doze meses antes. Apesar da fase baixa do ciclo económico, as condições monetárias globalmente acomodáticas observadas nos últimos anos (nomeadamente os níveis historicamente baixos das taxas de juro) bem como os novos produtos oferecidos pelos bancos neste

Gráfico 4
INDICADOR DE ACESSIBILIDADE
E SEUS COMPONENTES
Taxa de variação em cadeia



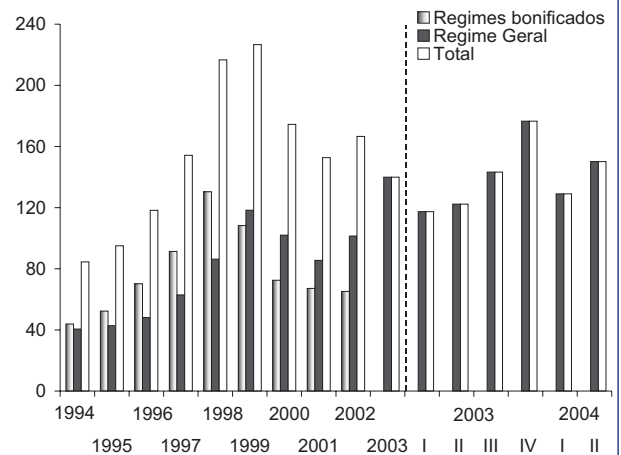
domínio continuaram a favorecer o acesso ao mercado de crédito para aquisição de habitação⁽¹⁶⁾ (Gráfico 4).

Assim, os principais grupos bancários indicaram (através do *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito*) um aumento da procura de crédito para aquisição de habitação, desde o início do segundo semestre de 2003; após alguma estabilização no início de 2004, os resultados do Inquérito de Julho apontaram claramente para um fortalecimento da procura neste segmento do mercado de crédito. O dinamismo da procura (reflectindo uma melhoria da confiança, sobretudo no segundo trimestre do ano) não terá sido significativamente contrariado pelo aumento de restritividade dos critérios de aprovação deste tipo de empréstimos — nomeadamente através de *spreads* mais elevados, maior exigibilidade de garantias e rácios mais restritos entre valor do empréstimo e o da respectiva garantia (rácios *loan-to-value*) — induzido pela percepção de riscos mais elevados associados quer à actividade económica em geral quer a perspectivas para o mercado de habitação.

A aceleração dos empréstimos para aquisição de habitação no decurso do primeiro semestre traduziu-se num maior número de novos contratos de crédito à habitação realizados nos primeiros seis meses de 2004, por comparação com o período

(16) Ver secção sobre *Condições Monetárias* do artigo sobre *A Economia Portuguesa em 2004*.

Gráfico 5
NÚMERO DE CONTRATOS DE CRÉDITO
À HABITAÇÃO
Continente



Fonte: Direcção-Geral do Tesouro.

Nota: Os valores trimestrais foram anualizados.

homólogo de 2003 (superior em 16,5 por cento) (Gráfico 5). Este aumento é mais significativo quando se consideram os montantes dos novos contratos realizados no decurso do primeiro semestre do corrente ano sido 10,4 por cento superior ao do semestre homólogo de 2003 (embora, praticamente igual ao valor médio registado no segundo semestre de 2003)⁽¹⁷⁾. Este desenvolvimento (face a rácios *loan-to-value* mais restritos, conforme indicação de alguns grupos bancários) sugere que o financiamento bancário poderá estar a incidir sobre habitações de maior qualidade média (em termos de características, dimensão e localização) do que em anos anteriores⁽¹⁸⁾. A evolução do valor médio das habitações financiadas por crédito bancário estará a ser facilitada pelo alongamento do prazo de

(17) Ver secção sobre *Condições Monetárias* do artigo sobre *A Economia Portuguesa em 2004*.

(18) Também a evolução dos valores médios de avaliação bancária de habitação por metro quadrado no Continente (fonte: INE), aponta para um crescimento do valor das habitações financiadas por crédito bancário bastante superior ao da inflação em Portugal (5,9 por cento, no primeiro semestre de 2004, após 8,4 por cento no último semestre de 2003), num contexto de quase estabilidade dos preços de habitação (variações de 0,5 e 1,6 por cento, nos períodos correspondentes, segundo o índice *Newsletter Confidencial Imobiliário*). As taxas anteriormente referidas correspondem a variações homólogas de valores médios semestrais.

amortização dos empréstimos, condição proporcionada por alguns grupos bancários, principalmente na sequência da abolição do regime de crédito bonificado em Outubro de 2002 (conforme indicação do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito).

O crédito concedido pelas instituições de crédito residentes a particulares para consumo e outros fins acelerou no decurso do primeiro semestre de 2004, após dois anos de crescimento fraco em linha com a contracção do consumo privado. A taxa de variação anual ascendeu a aproximadamente 8 por cento, em Junho (após cerca de 4.5 e 2.5 por cento, respectivamente, em Dezembro e em Junho de 2003). De acordo com os resultados do *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito*, a recuperação deste segmento estará associada ao aumento das despesas com bens duradouros, em linha com a melhoria da confiança dos consumidores.

3.1.2. Empréstimos a sociedades não financeiras

Apesar do reduzido crescimento evidenciado pelos empréstimos concedidos pelos bancos portugueses a sociedades não financeiras residentes nos últimos doze meses, esta evolução foi parcialmente compensada pela aceleração que o crédito concedido a este sector por outros intermediários financeiros registou⁽¹⁹⁾. Assim, em Junho de 2004, a taxa de variação anual dos empréstimos concedidos por instituições de crédito residentes a sociedades não financeiras situou-se em 5.5 por cento (6.5 e 4.8 por cento, respectivamente, em Dezembro e Junho de 2003).

Ao longo do primeiro semestre de 2004, a oferta de crédito neste segmento da actividade bancária terá mantido alguma restritividade face aos riscos associados à situação económica geral e a sectores e empresas específicas (conforme os resultados do *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito*). A evolução registada pelo saldo do crédito

concedido a sociedades não financeiras reflectirá, em parte, este comportamento por parte dos principais grupos bancários, dado que a procura de empréstimos se terá mantido sem alterações significativas.

Estima-se que, no primeiro semestre de 2004, as necessidades de financiamento das sociedades não financeiras tenham registado um aumento comparativamente ao ano anterior, em linha com a recuperação do investimento empresarial e da actividade económica, em geral. Parte dessas necessidades terá sido suprida pelo recurso a outras fontes de financiamento, como sejam a emissão de papel comercial⁽²⁰⁾ e, em menor grau, a obtenção de empréstimos junto de empresas do grupo (no caso de empresas com participação estrangeira). Também a contratação de empréstimos sindicados internacionais pelas sociedades não financeiras portuguesas parece ter retomado algum dinamismo em 2004 (até meados de Setembro de 2004 foram contratados empréstimos em montante significativamente mais elevado, em cerca de 37 por cento, do que o registado no conjunto do ano anterior). À semelhança do ocorrido em 2003, o envolvimento estimado dos bancos portugueses tem sido relativamente reduzido. Ainda assim, o crescimento do crédito total obtido por sociedades não financeiras na primeira metade do ano corrente terá ficado aquém das necessidades de financiamento das empresas, verificando-se uma redução relevante dos depósitos deste sector (que haviam registado uma acumulação assinalável no decurso de 2003)⁽²¹⁾.

No primeiro semestre de 2004, a concentração do crédito relacionado com o sector imobiliário continuou a aumentar, representando 57 por cento do total de empréstimos concedidos ao sector privado não financeiro⁽²²⁾ (56 por cento no final de 2003). Este desenvolvimento reflectiu sobretudo a evolução do crédito a particulares para aquisição de habitação, cujo peso no total era de 41 por cento, no final do semestre (40 por cento, em Dezembro de 2003).

(19) Note-se que, no último trimestre de 2003 ocorreu a integração de uma instituição do sector "Outros intermediários financeiros e auxiliares financeiros" (OIFAF) na instituição financeira monetária de um dos grupos bancários. Em consequência, a taxa de variação homóloga do crédito concedido ao sector privado não financeiro por OIFAF em Dezembro, calculada a partir das EMF, está significativamente influenciada por esse facto (isto é, subestima o crescimento do crédito concedido por aquelas instituições).

(20) Este instrumento é um substituto muito próximo do crédito bancário, sobretudo no caso das empresas de maior dimensão. A taxa de variação homóloga do saldo de responsabilidades das sociedades não financeiras sob esta forma aumentou significativamente em Junho de 2004, para 7.9 por cento (após variações homólogas de -12.3 e 37.6 por cento, respectivamente, em Dezembro e Junho de 2003).

(21) Ver secção sobre *Condições Monetárias* do artigo sobre *A Economia Portuguesa em 2004*.

3.1.3. Qualidade e provisionamento do crédito

No primeiro semestre de 2004, o rácio de crédito vencido no crédito total em base consolidada verificou uma diminuição (para 2.22 por cento) face quer ao semestre homólogo anterior (2.54 por cento) quer ao final de 2003 (2.40 por cento) (Quadro 1)⁽²³⁾. Tendo em consideração dados em base individual, o crédito a clientes residentes vencido há menos de 1 ano representava, no final de Junho, cerca de 0.55 por cento do crédito total concedido a residentes (o que compara com 0.59 por cento em Dezembro de 2003 e com 0.72 por cento, doze meses antes) (Gráfico 6)⁽²⁴⁾.

De acordo com as Estatísticas Monetárias e Financeiras, a melhoria dos indicadores de crédito vencido⁽²⁵⁾, na primeira metade de 2004, foi comum aos diversos subsectores do sector privado não financeiro (Gráfico 7). Para o total do sector, o rácio de crédito vencido atingiu, em Junho, um valor mínimo (2.12 por cento), em larga medida como resultado da evolução do incumprimento das empresas. Assim, o crédito vencido das sociedades não financeiras diminuiu para 1.92 por cen-

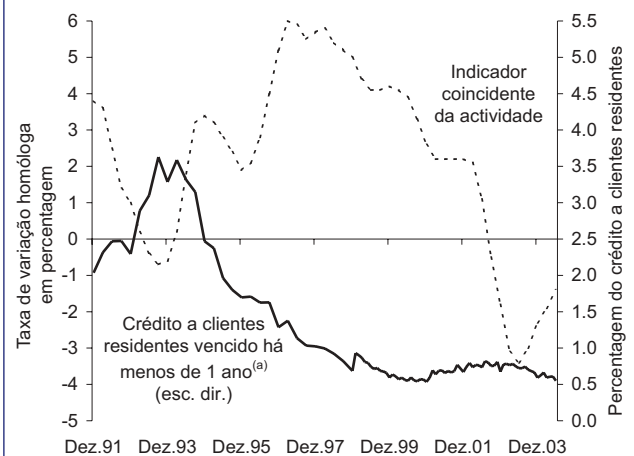
(22) Este valor diz respeito apenas a empréstimos no balanço dos bancos, não incluindo os títulos associados a operações de titularização adquiridos pelos bancos. Considera-se neste agregado de crédito ao sector imobiliário os empréstimos concedidos a sociedades não financeiras dos ramos da construção e dos serviços imobiliários e o crédito concedido a particulares para aquisição de habitação. Note-se, porém, que a exposição do sistema bancário ao sector inclui, além dos empréstimos, outros activos sobre empresas dos ramos da construção e dos serviços imobiliários (incluindo títulos) e os títulos na carteira das instituições bancárias que tenham sido emitidos como contrapartida de operações de titularização de créditos concedidos para aquisição de habitação.

(23) Para o sistema bancário total, em base individual, o indicador de qualidade de crédito definido na Instrução do Banco de Portugal nº 16/2004 (como sendo o rácio entre [crédito vencido a mais de 90 dias adicionado do crédito de cobrança duvidosa reclassificado como crédito vencido (a mais de 90 dias)] e crédito total bruto) diminuiu de 2.35 por cento em Dezembro de 2003 para 2.23 por cento em Junho de 2004.

(24) A utilização de dados em base individual justifica-se nesta subsecção por existirem séries mais longas e com maior detalhe. Considerando os dados em base individual, o rácio entre a totalidade do crédito vencido e o crédito bruto diminuiu para 2.03 por cento (2.12 e 2.27 por cento, respectivamente em Dezembro e Junho de 2003).

(25) Os indicadores considerados com base nas Estatísticas Monetárias e Financeiras correspondem ao rácio entre os saldos de crédito e juros vencidos e de crédito total, para cada um dos sectores considerados.

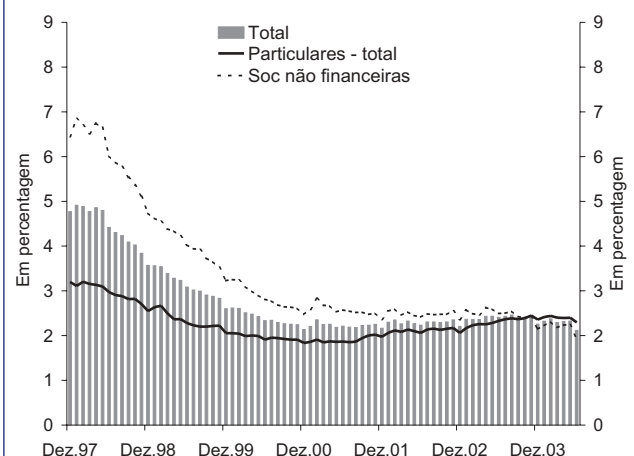
Gráfico 6
CRÉDITO VENCIDO
E ACTIVIDADE ECONÓMICA
Base individual



Nota:

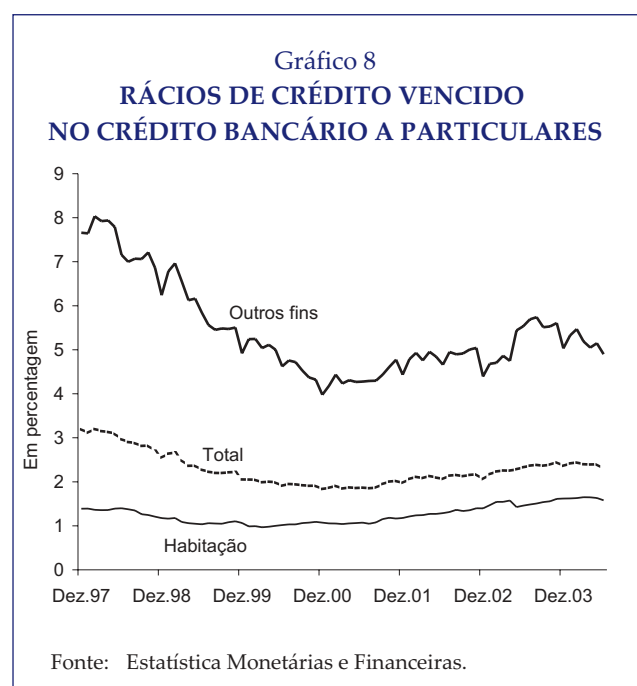
(a) Quebra de série em Janeiro de 1999.

Gráfico 7
RÁCIOS DE CRÉDITO VENCIDO
NO CRÉDITO A CLIENTES RESIDENTES



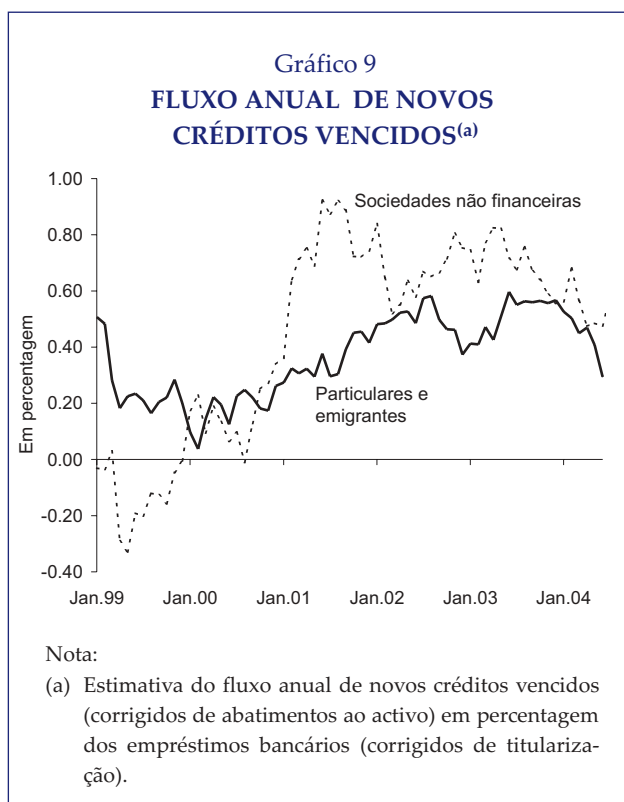
Fonte: Estatísticas Monetárias e Financeiras.

to do crédito total, no final do primeiro semestre (após 2.15 e 2.50 por cento, em Dezembro e Junho do ano precedente), ao passo que o dos particulares se situou em 2.30 por cento (2.36 e 2.33 por cento, nos meses referidos de 2003). Neste último segmento é, contudo, de destacar a deterioração continuada da qualidade do crédito concedido para aquisição de habitação, verificada ao longo de 2003 e prosseguida nos primeiros meses de 2004 (Gráfico 8). Esta tendência foi, todavia, interrompida no segundo trimestre do ano, tendo o respecti-



vo rácio de crédito vencido diminuído para 1.58 por cento, em Junho (4 p.b. abaixo do valor de Dezembro mas 12 p.b. acima do de Junho de 2003). Quanto ao crédito a particulares para outros fins que não aquisição de habitação, o peso do crédito vencido no crédito total deste tipo reduziu-se também em Junho de 2004, para 4.90 por cento (5.03 e 5.53 por cento respectivamente em Dezembro e Junho de 2003).

O rácio de crédito vencido no crédito total concedido pelo sistema bancário português tem-se mantido em níveis relativamente diminutos no decurso da fase baixa do ciclo económico. Este desenvolvimento estará associado, em grande medida, ao valor historicamente baixo verificado pelas taxas de juro, mas reflecte, também, montantes significativos de abatimentos ao activo de créditos vencidos (com a consequente utilização de provisões constituídas anteriormente). Assim, o fluxo líquido de crédito que entrou em incumprimento num determinado período deverá corresponder à variação do saldo de crédito vencido, acrescido do montante de crédito anteriormente registado como vencido que, nesse período, tenha sido abatido ao activo por se considerar definitivamente incobrável. No conjunto de 2003, o fluxo anual estimado de novos créditos vencidos (corrigidos de abatimentos ao activo) foi particularmente significativo, sobretudo no segmento dos particulares (em que representou 0.57 por cento dos empréstimos ban-



cários, corrigidos de titularização), denotando alguma moderação ao longo do primeiro semestre de 2004, no final do qual representava 0.29 por cento dos empréstimos bancários concedidos a particulares (corrigidos de titularização) (0.60 por cento, um ano antes)⁽²⁶⁾ (Gráfico 9). Quanto às sociedades não financeiras, o correspondente indicador prosseguiu uma trajectória globalmente descendente, situando-se em 0.48 por cento em Junho de 2004 (0.56 e 0.72 por cento em Dezembro e Junho de 2003)⁽²⁷⁾.

O provisionamento total do crédito, em percentagem do crédito bruto, foi particularmente reforçado em 2003 na sequência da entrada em vigor do Aviso nº 8/2003⁽²⁸⁾ e face à percepção de aumento de risco de crédito pelas instituições bancárias

(26) O rácio de incumprimento corrigido de abatimentos ao activo (isto é, o peso do crédito de cobrança duvidosa mais o fluxo anual de abatimentos ao activo, no crédito total concedido corrigido de titularizações e de abatimentos ao activo), no caso dos particulares, diminuiu, igualmente, de 2.31 por cento em Dezembro de 2003 (2.38 por cento em Junho daquele ano) para 2.27 por cento no final do primeiro semestre de 2004.

(27) Apesar desta evolução, o rácio de incumprimento corrigido de abatimentos ao activo aumentou de 2.75 por cento, em Dezembro de 2003 para 2.81 por cento em Junho de 2004, melhorando, contudo, face ao mês homólogo anterior (2.95 por cento).

(conforme indicado pelo *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito*). Ao longo do primeiro semestre do corrente ano, manteve uma trajectória ascendente (atingindo 2.75 por cento em Maio, em base individual); em Junho, porém, este indicador reduziu-se para 2.61 por cento, ligeiramente abaixo do valor registado no final (e no mês homólogo) de 2003 (2.64 por cento) (Gráfico 10). Avaliado em percentagem do crédito vencido, o provisionamento total (incluindo provisões específicas e provisões para riscos gerais de crédito, em base individual) aumentou de 115.1 por cento no final do primeiro semestre de 2003 (123.0 por cento no final do ano) para 127.7 por cento, doze meses depois (Gráfico 11). Em base consolidada, o provisionamento específico do crédito, em percentagem do crédito bruto, registou um acréscimo na primeira metade de 2004, face ao período homólogo anterior (de 1.63 para 1.71 por cento) embora se tenha reduzido face ao final de 2003 (1.75 por cento).

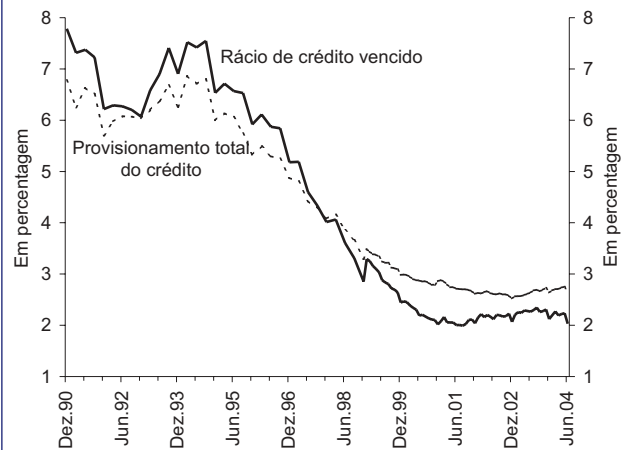
Reflectindo os desenvolvimentos referidos quanto a incumprimento do crédito e provisionamento específico do mesmo, o rácio entre crédito e juros vencidos (líquido de provisões) e o crédito líquido de provisões específicas (em base consolidada) tem registado uma diminuição continuada desde Junho de 2003, situando-se em 0.53 cento, no final do primeiro semestre de 2004 (0.66 e 0.93 por cento, respectivamente, em Dezembro e Junho de 2003)⁽²⁹⁾ (Quadro 1).

3.1.4. Exposição a mercados emergentes

A exposição agregada do sistema bancário português a mercados emergentes é muito reduzida⁽³⁰⁾. No primeiro semestre de 2004, manteve-se praticamente sem alteração face ao final do ano anterior, situando-se em cerca de 0.9 por cento do

Gráfico 10
RÁCIO DE CRÉDITO VENCIDO NO CRÉDITO A CLIENTES E PROVISIONAMENTO TOTAL DO CRÉDITO

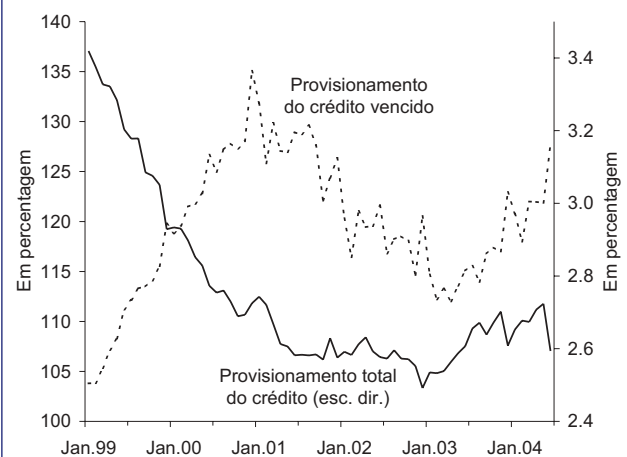
Em percentagem do crédito concedido bruto
Base individual



Nota: Quebras de série em Janeiro de 1999.

Gráfico 11
PROVISIONAMENTO TOTAL DO CRÉDITO VENCIDO E DO CRÉDITO TOTAL

Base individual



(28) O Aviso nº 8/2003 introduziu um conjunto de alterações aos regimes de provisionamento de crédito. Para detalhes, veja-se a Caixa II.8.1. *Alterações do regime de provisionamento do crédito e de cobrança duvidosa*, no *Relatório Anual* de 2003.

(29) Em base individual, o rácio entre crédito vencido (líquido de provisões para crédito vencido) e o crédito total (líquido de provisões para crédito vencido) reduziu-se de 0.85 por cento, em Dezembro de 2003, para 0.81 por cento em Junho de 2004 (0.97 por cento no semestre homólogo).

(30) O grupo dos mercados emergentes considerado nesta secção corresponde às áreas geográficas do Leste Europeu, América Latina e Ásia e Pacífico.

activo total do sistema bancário (em base consolidada). A maior parte desta exposição era face ao Brasil, representando a exposição a este país 0.7 por cento do activo total do sistema (Quadro 4).

3.1.5. Carteira de títulos

Em Junho de 2004 a carteira de títulos e imobilizações financeiras do sistema bancário, em base consolidada, registou uma taxa de variação homó-

Quadro 4

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

Base consolidada

	Em percentagem do activo total				
	2001	2002	2003	2003	2004
	Dez.	Dez.	Jun..	Dez.	Jun.
Total	1.5	1.1	1.0	0.9	0.9
Da qual: Brasil . . .	1.1	0.8	0.6	0.6	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.

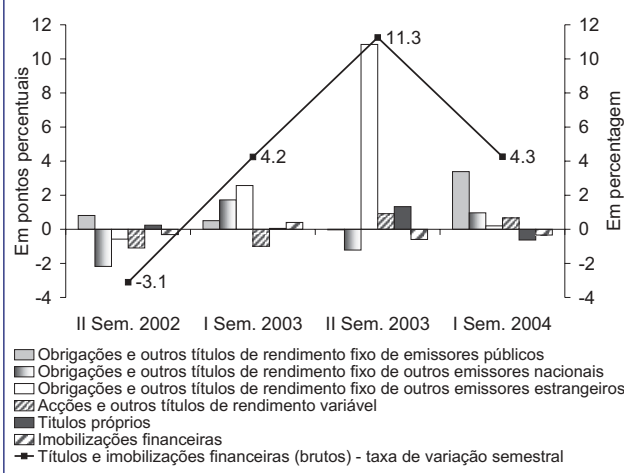
loga de 16.0 por cento (análoga à registada em Dezembro de 2003⁽³¹⁾), tendo o respectivo peso no balanço aumentado de 12.3 por cento no final de 2003 para 12.8 por cento em Junho de 2004 (11.4 por cento, um ano antes) (Quadro 3).

Nos primeiros seis meses do ano, os títulos de emitentes públicos proporcionaram o contributo positivo mais importante para a evolução da carteira de títulos do sistema bancário (Gráfico 12). Assim, as obrigações e outros títulos de rendimento fixo de emitentes públicos nacionais e estrangeiros verificaram um crescimento homólogo de cerca de 13 por cento em Junho, elevando o respectivo peso no total da carteira de títulos (para 27.6 por cento). Também a importância relativa dos títulos emitidos por emitentes privados residentes na carteira do sistema aumentou ligeiramente, no final do primeiro semestre de 2004 (para 19.4 por cento do total).

Em Junho de 2004, as imobilizações financeiras brutas dos bancos portugueses eram cerca de 4 por

(31) Considerando os títulos e imobilizações financeiras líquidos de provisões, a taxa de variação homóloga é de 17.0 por cento, em Junho de 2004, após 16.6 por cento no final do ano anterior. A evolução desta rubrica, em 2003, resultou, principalmente, do crescimento importante que os títulos de rendimento fixo de emitentes privados não residentes no activo do sistema bancário português verificou, reflectindo o facto de um grupo bancário ter mantido no seu balanço os títulos que resultaram de uma operação de titularização de crédito hipotecário realizada no final de 2003.

Gráfico 12
TÍTULOS E IMOBILIZAÇÕES FINANCEIRAS
Taxa de variação semestral e contributos
por categoria de activo



cento inferiores ao valor observado um ano antes. Em termos líquidos, esta diminuição foi um pouco menos significativa dado que se registou um decréscimo importante (15.7 por cento) do provisionamento associado a imobilizações financeiras. Esta evolução das provisões poderá estar a reflectir alguma recuperação das menos-valias latentes em participações financeiras, em linha com a recuperação dos mercados de acções e, consequentemente, um menor esforço por parte dos bancos portugueses na aplicação do Aviso nº 4/2002⁽³²⁾.

3.2. Recursos

Em Junho de 2004, os recursos de clientes do sistema bancário português, em base consolidada, registaram uma aceleração ligeira, sustentada por uma recuperação dos depósitos de residentes (ainda que determinada pela evolução dos depósitos de administrações públicas) e por uma expansão significativa dos depósitos de não residentes. Assim, a taxa de variação homóloga dos recursos de clientes aumentou de 3.4 por cento⁽³³⁾ em Dezembro de 2003 (0.7 por cento em Junho daquele ano) para 5.0 por cento no final do primeiro semestre do ano corrente (sendo de 3.3 por cento a

(32) Este Aviso, relativo ao provisionamento das menos-valias latentes em participações financeiras, entrou em vigor em meados de 2002, prevendo uma constituição gradual das referidas provisões. A maior parte do esforço dos bancos portugueses terá sido desenvolvida no decurso de 2002.

variação correspondente dos depósitos de residentes, após, respectivamente, 1.0 e 1.8 por cento nos meses referidos de 2003) (Quadro 3). Conforme mencionado, esta evolução está fortemente influenciada pelo saldo anormalmente elevado registado pelos depósitos da Administração Central junto do sistema bancário residente, no final do primeiro semestre de 2004 (que retomou um valor significativamente mais baixo, em Agosto). Excluindo os depósitos das Administrações Públicas, a taxa de variação homóloga dos depósitos de clientes residentes, em base consolidada, reduz-se para 1.8 por cento em Junho de 2004 (que compara com 2.1 e 2.7 por cento, respectivamente, em Dezembro e Junho de 2003), mantendo a trajectória de desaceleração denotada no ano anterior. Face à manutenção de níveis historicamente baixos das taxas de juro passivas, a deslocação de parte importante das poupanças do sector privado não financeiro para aplicações alternativas com níveis de rentabilidade superiores terá continuado no decurso do primeiro semestre do ano⁽³⁴⁾.

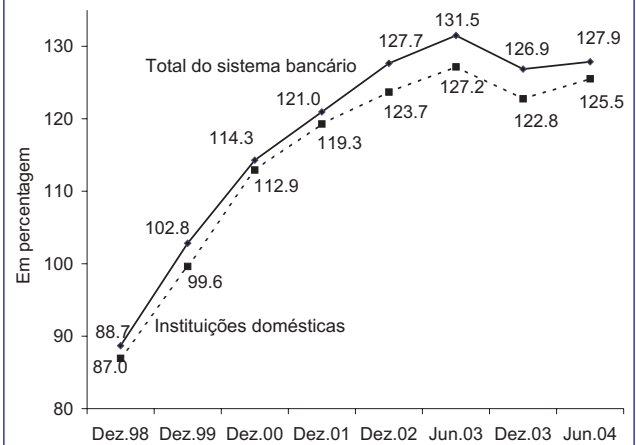
Contrastando com a evolução dos depósitos de residentes no primeiro semestre de 2004, é de realçar o aumento significativo registado pelos depósitos de não residentes (em termos homólogos, 10.2 por cento). Este desenvolvimento é particularmente marcado quando se consideram os depósitos do sector não monetário não residente junto de Outras instituições financeiras monetárias residentes, cuja taxa de variação homóloga no final do primeiro semestre de 2004 se situou em mais de 28 por cento (o que representa, ainda assim, uma desaceleração relativamente a Dezembro de 2003).

Apesar da desaceleração do crédito registado no activo do sistema bancário, o crescimento moderado dos recursos totais de clientes nos primeiros seis meses de 2004 traduziu-se em alguma subida do rácio entre crédito (líquido de provisões) e recursos de clientes, de 126.9 por cento no final de 2003 para 127.9 por cento seis meses depois (embora se tenha mantido claramente abaixo do valor de Junho de 2003, 131.5 por cento)⁽³⁵⁾ (Gráfico 13).

(33) Esta taxa (bem como a relativa a Junho de 2003) está influenciada pelo alargamento do perímetro de consolidação de um grupo bancário, verificado no primeiro trimestre de 2003. Estima-se em cerca de 1.7 p.p. o impacto desse alargamento nas taxas de variação homóloga dos recursos de clientes, em 2003.

(34) Ver secção sobre *Condições Monetárias* no artigo *A Economia Portuguesa em 2004*.

Gráfico 13
RÁCIO ENTRE CRÉDITO (LÍQUIDO DE PROVISÕES) E RECURSOS DE CLIENTES
Base consolidada



Nota: Os recursos de clientes compreendem os depósitos e equiparados de clientes residentes e não residentes. Não incluem passivos representados por títulos.

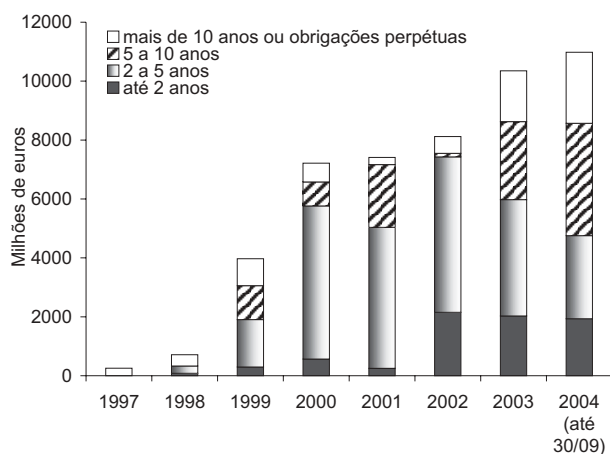
Este aumento é também evidente no caso das instituições domésticas: de 122.8 por cento, em Dezembro, para 125.5 por cento em Junho de 2004 (127.2 por cento, um ano antes). No entanto, incluindo passivos representados por títulos na posse de clientes, o rácio entre crédito líquido e recursos de clientes manteve-se praticamente inalterado no final do primeiro semestre de 2004, face ao final de 2003 (114.7 por cento que compara com 114.6 por cento e 118.6 por cento respectivamente em Dezembro e Junho de 2003).

Os bancos portugueses intensificaram a emissão de títulos de dívida através das filiais e sucursais no exterior, ao longo de 2004. Até ao final de Setembro, o montante de emissões internacionais de obrigações anunciadas excedia já, em mais de 6 por cento, o valor das emissões realizadas no conjunto de 2003 (em que se verificou uma recuperação significativa deste tipo de emissões por parte dos bancos portugueses, aproveitando a melhoria das condições de acesso aos mercados financeiros internacionais, contrariamente ao observado na se-

(35) Considerando, também, os passivos face a clientes residentes representados por títulos no agregado de recursos de clientes, o rácio mencionado aumentou de ligeiramente de 118.2 por cento em Dezembro de 2003 para 118.9 por cento em Junho de 2004 (122.3 por cento no mês homólogo do ano anterior).

Gráfico 14
EMISSIONES INTERNACIONAIS DE OBRIGAÇÕES
ATRAVÉS DE FILIAIS E SUCURSAIS
NO EXTERIOR DE GRUPOS BANCÁRIOS
PORTUGUESES

Estrutura por maturidade original



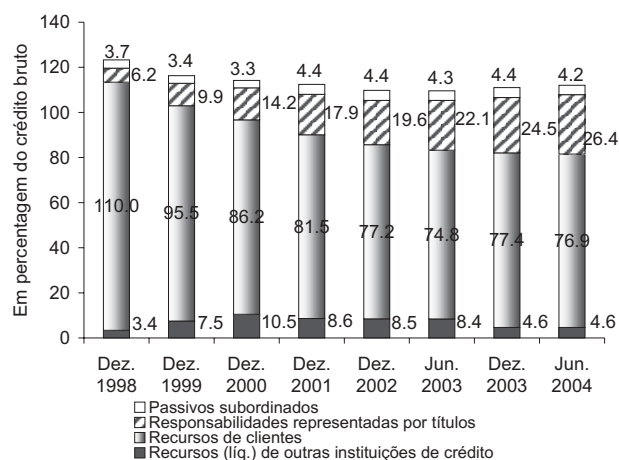
Fontes: Dealogic Bondware, Bloomberg e Datastream.

gunda metade de 2002) (Gráfico 14). Em consequência, o peso das responsabilidades representadas por títulos na estrutura de financiamento do crédito concedido pelo sistema bancário continuou a aumentar (de 24.5 por cento em Dezembro para 26.4 por cento, em Junho de 2004) (Gráfico 15A). Este aumento é mais significativo no caso das instituições domésticas (cerca de 2.5 p.p.) nas quais as responsabilidades representadas por títulos representavam 28.0 por cento do financiamento, no final do primeiro semestre de 2004 (Gráfico 15B).

Contrastando com o que sucedeu em 2003 (em que uma parte importante das emissões foi de obrigações de prazo inferior a 5 anos), é de realçar que, nos três primeiros trimestres do corrente ano, o peso das emissões de longo prazo (superior a 5 anos) no total foi cerca de 57 por cento. Em consequência, a estrutura de maturidade residual do saldo vivo total destas obrigações alterou-se no sentido de um maior peso das obrigações com maturidade residual superior a 2 anos (62 por cento no final do primeiro semestre de 2004) (Gráfico 16).

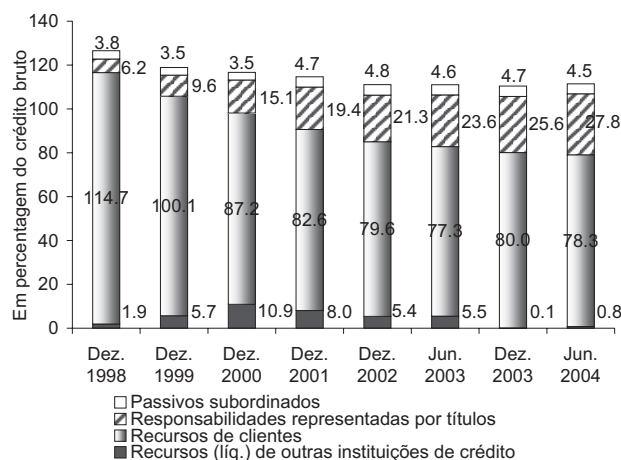
Conforme referido anteriormente, apesar do aumento significativo da dívida representada por títulos maioritariamente tomados por não residentes, a redução dos passivos líquidos face a instituições de crédito no estrangeiro (ajustados do efeito

Gráfico 15A
FONTES DE FINANCIAMENTO
DO SISTEMA BANCÁRIO
Base consolidada



Nota: Os recursos (líq.) de outras instituições de crédito incluem recursos líquidos face a bancos centrais.

Gráfico 15B
FONTES DE FINANCIAMENTO DO SISTEMA
BANCÁRIO – INSTITUIÇÕES DOMÉSTICAS
Base consolidada

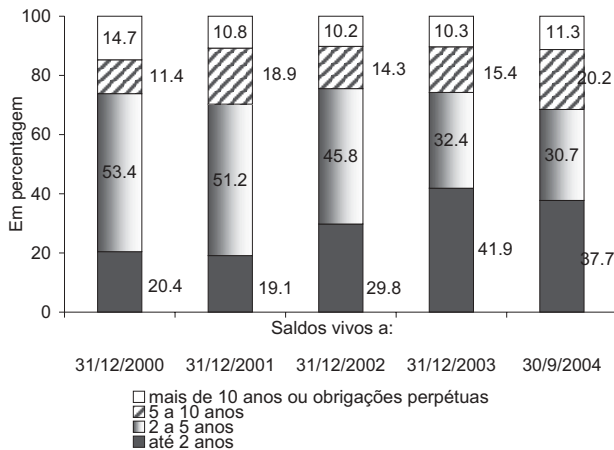


Nota: Os recursos (líq.) de outras instituições de crédito incluem recursos líquidos face a bancos centrais.

da operação de carácter temporário no âmbito do TARGET) permitiu que o endividamento externo de mercado das instituições bancárias não se alterasse de forma significativa no decurso do primeiro semestre de 2004. Acentuou-se, assim, o aumento da maturidade média das responsabilidades de mercado do sistema bancário face a não residentes, quer por via da redução dos passivos (líqui-

Gráfico 16

**ESTRUTURA DE MATURIDADE RESIDUAL
DE OBRIGAÇÕES EMITIDAS ATRAVÉS
DE FILIAIS E SUCURSAIS NO EXTERIOR
DE GRUPOS BANCÁRIOS PORTUGUESES**



Fontes: Dealogic Bondware, Bloomberg e Datastream.

dos) interbancários quer pelo próprio alongamento dos prazos de emissão de títulos.

O rácio de cobertura dos passivos interbancários por activos de elevada liquidez do sistema bancário total⁽³⁶⁾, aumentou para 102.9 por cento, no final do primeiro semestre de 2004, valor ligeiramente superior ao de final de 2003, e significativamente acima do registado doze meses antes (Gráfico 17). A melhoria deste indicador reflecte, sobretudo, a alteração da estrutura de passivos do sistema bancário, traduzida no recurso acrescido ao financiamento no mercado de títulos em detrimento do financiamento interbancário directo. Também, para o subconjunto das instituições domésticas, a melhoria deste indicador face a Junho de 2003 é assinalável, elevando-se a 127.1 por cento no final do primeiro semestre de 2004. Este valor é, contudo, próximo do registado no final de 2003.

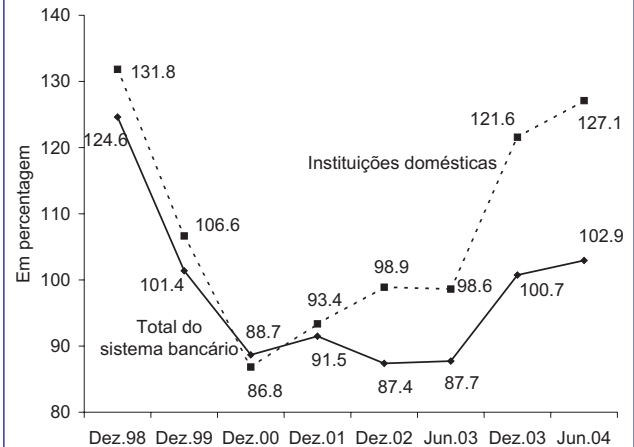
Por seu lado, os indicadores de *gap* de liquidez em escalas cumulativas de maturidade indicam que a situação de liquidez, quer do total do sistema bancário quer do subconjunto das instituições domésticas, não se alterou de forma significativa

(36) O rácio de cobertura de passivos interbancários por activos de elevada liquidez é definido como a soma dos activos interbancários e dos títulos de emittentes públicos em percentagem dos passivos interbancários (incluindo activos e passivos face a bancos centrais).

Gráfico 17

**RÁCIO DE COBERTURA DOS PASSIVOS
INTERBANCÁRIOS POR ACTIVOS
DE ELEVADA LIQUIDEZ**

Base consolidada

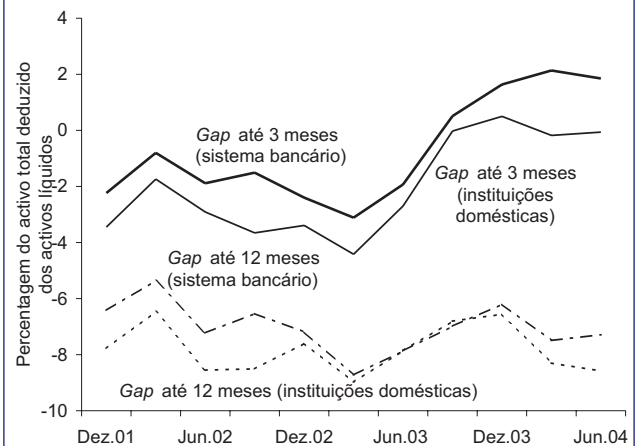


Nota: Os activos de elevada liquidez são definidos como a soma dos activos interbancários (incluindo activos face a bancos centrais) e dos títulos de entidades públicas (e equiparadas). Os passivos interbancários incluem as responsabilidades face a bancos centrais e a outras instituições de crédito.

Gráfico 18

**GAP DE LIQUIDEZ EM ESCALAS
CUMULATIVAS DE MATURIDADE**

Base consolidada



Nota: GAP de liquidez definido como (Activos líquidos - passivos voláteis)/(Activo - Activos líquidos) em cada escala cumulativa de maturidade residual.

no decurso dos primeiros seis meses de 2004. Comparativamente a Junho de 2003, estes indicadores denotam uma melhoria global, particularmente notória no horizonte de 3 meses⁽³⁷⁾ (Gráfico 18).

4. RENDIBILIDADE

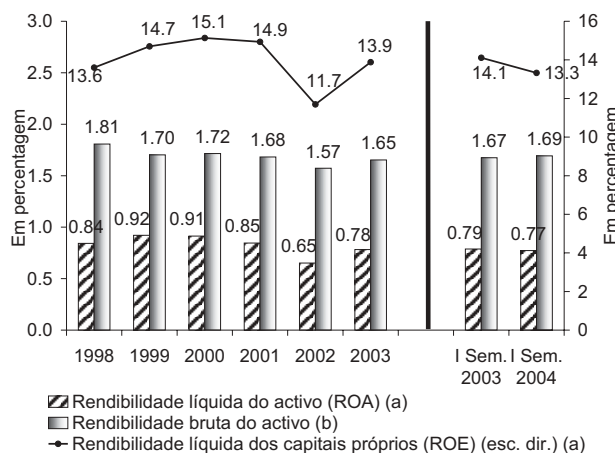
No primeiro semestre de 2004, os rácios de rentabilidade do sistema bancário português, em base consolidada, reduziram-se ligeiramente face ao semestre homólogo anterior (Gráfico 19). Apesar do resultado líquido do exercício ter verificado um aumento ligeiro (0.7 por cento), os restantes indicadores de rentabilidade diminuíram quando medidos quer em termos do activo total quer dos capitais próprios (Quadros 5 e 6). Assim, a rentabilidade líquida do activo (ROA) manteve uma trajectória moderadamente decrescente, nos primeiros seis meses do corrente ano, reflectindo, essencialmente, a queda dos resultados extraordinários associada à diminuição das mais-valias de valores imobilizados que, em 2003, haviam registado montantes anormalmente elevados). Com efeito, a diminuição dos resultados extraordinários contribuiu em 8 p.b para a redução do ROA (isto é, excluindo esta rubrica, o ROA teria mantido uma trajectória de melhoria no primeiro semestre de 2004). Em resultado da evolução do ROA e de uma menor intensidade de utilização dos capitais próprios do que no período homólogo, a rentabilidade líquida dos capitais próprios (ROE), antes de interesses minoritários, diminuiu para 13.3 por cento (após, respectivamente, 13.9 e 14.1 por cento, no conjunto do ano e no semestre homólogo de 2003)⁽³⁸⁾ (ver Caixa sobre “Determinantes da rentabilidade do sistema bancário português”).

A margem financeira manteve uma trajectória descendente, no primeiro semestre de 2004, representando menos de 58 por cento do produto ban-

(37) *Gap de liquidez* definido como o rácio entre a diferença entre activos líquidos (AL) e passivos voláteis (PV) e a diferença entre activo total (A) e activos líquidos, para cada escala cumulativa de maturidade, ou seja, $IL = \frac{AL - PV}{A - AL}$. Activos líquidos definem-se como, caixa, activos em bancos centrais e instituições de crédito, títulos de dívida e de rendimento variável elegíveis para operações de política monetária, compromissos irrevogáveis e derivados. Passivos voláteis compreendem os passivos perante bancos centrais e instituições de crédito, responsabilidades representadas por títulos de dívida com maturidade residual dentro do prazo definido, compromissos assumidos perante terceiros e derivados. Desta forma, estas definições excluem as rubricas associadas às relações com clientes (crédito e depósitos).

(38) Excluindo resultados extraordinários, também o ROE teria mantido uma trajectória de melhoria, no primeiro semestre de 2004.

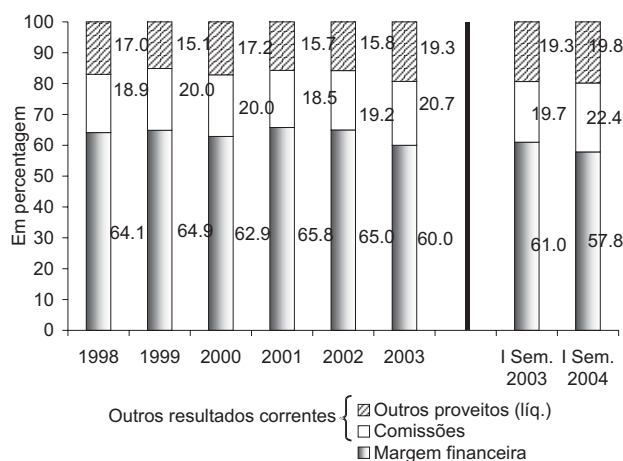
Gráfico 19
RÁCIOS DE RENDIBILIDADE
Base consolidada



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. Os rácios para períodos infra-anuais são anualizados para facilitar as comparações.

Gráfico 20
COMPOSIÇÃO DO PRODUTO BANCÁRIO
Base consolidada



cário total (Gráfico 20). O nível reduzido das taxas de juro nos últimos anos tem-se reflectido no estreitamento progressivo do diferencial entre taxas de juro de empréstimos e de depósitos⁽³⁹⁾ (Quadro 7). Pelo contrário, os proveitos decorrentes de comissões (em parte significativa relacionados com

(39) Ver secção sobre *Condições Monetárias* do artigo sobre *A Economia Portuguesa em 2004*.

Quadro 5

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS

Base consolidada

	Milhões de euros				Taxa de variação homóloga			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
	1º Sem.	1º Sem.	1º Sem.	1º Sem.	1º Sem.	1º Sem.	1º Sem.	1º Sem.
1. Juros e proveitos equiparados	8 666	7 382	7 448	7 010	20.5	-14.8	0.9	-5.9
2. Juros e custos equiparados	5 727	4 459	4 494	4 094	25.7	-22.1	0.8	-8.9
3. Margem financeira (1-2)	2 939	2 923	2 954	2 916	11.6	-0.5	1.1	-1.3
4. Rendimento de títulos	152	153	126	134	22.4	0.3	-17.5	6.6
5. Comissões líquidas	802	857	953	1 127	-8.6	6.8	11.3	18.3
6. Resultado de operações financeiras	158	285	259	221	-58.7	80.4	-9.3	-14.7
7. Resultados em empresas assoc. e filiais exc. da consolidação (líq.) ^(a)	107	103	182	168	-5.0	-3.5	77.1	-7.7
8. Outros proveitos de exploração (líq.)	350	341	370	474	111.8	-2.5	8.4	28.4
9. Outros resultados correntes (4+5+6+7+8)	1 569	1 738	1 889	2 125	-5.6	10.8	8.7	12.5
10. Produto bancário (3+9)	4 508	4 662	4 844	5 041	4.9	3.4	3.9	4.1
11. Custos com o pessoal	1 358	1 383	1 463	1 473	-1.5	1.8	5.8	0.6
12. Fornecimentos e serviços de terceiros	856	928	966	1 010	7.2	8.5	4.1	4.5
13. Custos administrativos (11+12)	2 214	2 311	2 430	2 482	1.7	4.4	5.1	2.2
14. Resultado bruto global (10-13)	2 295	2 351	2 414	2 559	8.3	2.4	2.7	6.0
15. Resultados extraordinários	8	124	37	-74	-94.2	1 453.4	-70.4	-303.1
16. Amortizações do exercício	297	300	326	313	-1.7	0.9	8.7	-4.1
17. Provisões líquidas	492	747	779	809	-22.9	51.6	4.3	3.8
18. Resultados antes de impostos e de minoritários (14+15-16-17)	1 513	1 428	1 346	1 363	15.1	-5.6	-5.7	1.3
19. Impostos sobre lucros do exercício	281	237	209	196	1.8	-15.5	-11.9	-6.4
20. Resultados antes de minoritários^(b) (18-19)	1 232	1 190	1 137	1 168	18.6	-3.4	-4.5	2.7
21. Interesses minoritários (líquidos)	224	179	183	207	-37.5	-19.9	2.1	13.3
22. Resultado do exercício (20-21)	1 008	1 011	954	961	48.2	0.3	-5.7	0.7
<i>Por memória:</i>								
Taxa de variação homóloga do activo médio					13.4	7.2	3.5	4.8

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 6
DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS
 Base consolidada

Em percentagem do activo médio

	2000	2001	2002	2003	2003	2004
					1º Sem.	
1. Juros e proveitos equiparados	6.17	6.49	5.35	4.92	5.16	4.64
2. Juros e custos equiparados	3.96	4.25	3.23	2.92	3.12	2.71
3. Margem financeira (1-2)	2.21	2.24	2.12	2.00	2.05	1.93
4. Rendimento de títulos	0.07	0.08	0.07	0.05	0.09	0.09
5. Comissões líquidas	0.70	0.63	0.63	0.69	0.66	0.75
6. Resultado de operações financeiras	0.26	0.16	0.16	0.18	0.18	0.15
7. Resultados em empresas assoc. e filiais exc. da consolidação (líq.) ^(a)	0.10	0.06	0.04	0.13	0.13	0.11
8. Outros proveitos de exploração (líq.)	0.17	0.24	0.25	0.29	0.26	0.31
9. Outros resultados correntes (4+5+6+7+8)	1.30	1.17	1.14	1.34	1.31	1.41
10. Produto bancário (3+9)	3.51	3.41	3.26	3.34	3.36	3.34
11. Custos com o pessoal	1.11	1.03	1.00	1.00	1.01	0.97
12. Fornecimentos e serviços de terceiros	0.69	0.70	0.69	0.69	0.67	0.67
13. Custos administrativos (11+12)	1.79	1.73	1.69	1.69	1.68	1.64
14. Resultado bruto global (10-13)	1.72	1.68	1.57	1.65	1.67	1.69
15. Resultados extraordinários	0.27	0.01	0.06	0.06	0.03	-0.05
16. Amortizações do exercício	0.25	0.24	0.24	0.23	0.23	0.21
17. Provisões líquidas	0.63	0.45	0.61	0.57	0.54	0.54
18. Resultados antes de impostos e de minoritários (14+15-16-17)	1.11	1.01	0.78	0.91	0.93	0.90
19. Impostos sobre lucros do exercício	0.19	0.16	0.13	0.13	0.14	0.13
20. Resultados antes de minoritários ^(b) (18-19)	0.91	0.85	0.65	0.78	0.79	0.77
21. Interesses minoritários (líquidos)	0.21	0.15	0.12	0.13	0.13	0.14
22. Resultado do exercício (20-21)	0.70	0.69	0.53	0.65	0.66	0.64
Activo médio (€ milhões)	237 223	264 753	280 795	294 640	288 435	302 272

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.

operações de intermediação financeira tradicional) têm apresentado progressivamente acréscimos significativos, compensando a redução da margem de juro.

Assim, nos primeiros seis meses de 2004, o contributo negativo da margem financeira para a variação do ROA foi parcialmente compensado pelos outros resultados correntes que tornaram a registar um crescimento significativo (12.5 por cento), embora menor do que o ocorrido em 2003. Esta

evolução foi favoravelmente influenciada pelas comissões líquidas, pelos outros proveitos líquidos de exploração e pelos rendimentos de títulos (Quadros 5 e 6). No sentido oposto, contribuíram os resultados de operações financeiras (significativamente afectados por prejuízos associados à posição cambial à vista) e de empresas associadas e filiais excluídas da consolidação. Por seu lado, os custos administrativos registaram um crescimento modesto, destacando-se a estabilidade dos custos

Quadro 7

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

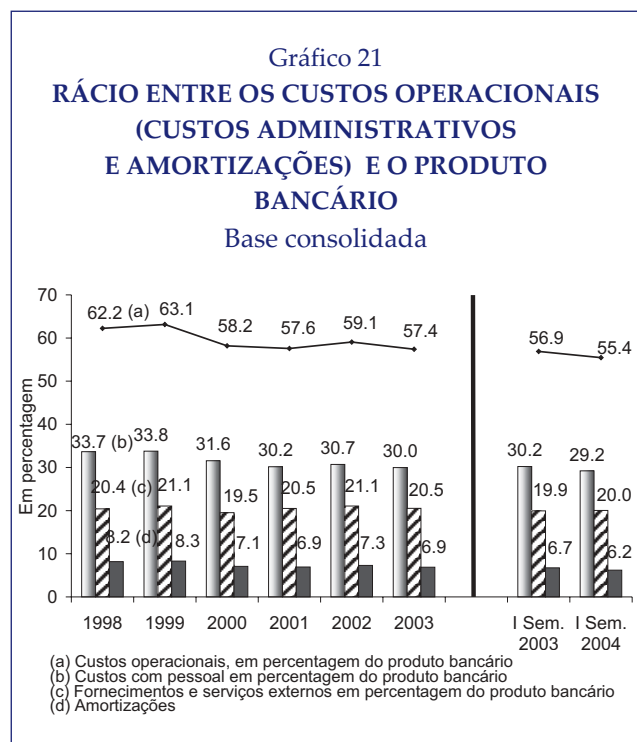
Em percentagem

	1999	2000	2000	2001	2002	2003	2003	2004
							1º Sem.	
Activos interbancários ^(b)	3.48	3.60	4.00	4.09	2.79	2.23	2.47	1.91
Activos não interbancários	5.43	5.42	5.76	5.91	4.72	4.43	4.65	4.03
Crédito (bruto)	5.85	5.71	6.12	6.26	4.94	4.60	4.84	4.19
Títulos (bruto)	4.59	4.96	5.14	5.05	4.08	3.96	4.11	3.62
Outros activos	0.91	0.84	0.93	1.29	1.57	1.56	1.52	1.26
Activos remunerados	4.78	4.85	5.23	5.44	4.24	3.88	4.12	3.51
Passivos interbancários	3.70	3.91	4.34	4.42	3.00	2.50	2.65	2.13
Passivos não interbancários	2.40	2.59	2.86	3.14	2.41	2.25	2.34	2.06
Depósitos	2.21	2.28	2.54	2.81	2.10	1.80	1.97	1.56
Depósitos à ordem	0.85	1.00	1.08	1.19	0.83	0.63	0.74	0.51
Depósitos a prazo	2.96	3.02	3.40	3.75	2.85	2.47	2.69	2.15
Outros	1.96	1.40	1.41	1.54	1.44	2.03	2.37	2.15
Títulos	3.50	4.18	4.39	4.12	3.17	3.51	3.14	3.55
Títulos de participação e empréstimos subordinados	4.67	5.23	5.56	5.48	4.53	4.38	4.35	4.16
Outros recursos	1.55	1.79	1.83	2.12	1.94	2.27	2.38	1.58
Passivos remunerados	2.90	3.08	3.41	3.59	2.61	2.34	2.45	2.09
Diferenciais (pontos percentuais):								
Activos remunerados-passivos remunerados	1.89	1.77	1.82	1.86	1.63	1.54	1.68	1.42
Activos não interbancários-passivos não interbancários	3.03	2.84	2.90	2.77	2.31	2.18	2.31	1.97
Crédito-depósitos	3.65	3.44	3.58	3.45	2.84	2.81	2.87	2.64
Activos interbancários - passivos interbancários	-0.23	-0.31	-0.34	-0.33	-0.21	-0.27	-0.18	-0.22

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.



com o pessoal. Em resultado desta evolução, o rácio entre custos administrativos e produto bancário reduziu-se em 1 p.p. face ao período homólogo do ano anterior, para cerca de 49 por cento (Gráfico 21).

É de realçar que, apesar da trajectória ligeiramente descendente que os indicadores de rentabilidade do sistema bancário português denotam comparativamente a 2003, verifica-se alguma melhoria em termos de estabilidade financeira (ver Caixa sobre *“Determinantes da rentabilidade do sistema bancário português”*), dado que a redução observada reflectiu uma diminuição do risco do activo (e, também, da alavancagem, no caso do ROE). Outro aspecto positivo da evolução dos indicadores de rentabilidade do sistema, respeita à diminuição da dispersão das distribuições empíricas do ROA e do ROE das instituições que integram o sistema bancário⁽⁴⁰⁾. A par da redução verificada pelo valor médio das distribuições de ambos os indicadores, verifica-se também, entre o final de 2000 e o primeiro semestre de 2004, uma maior concentração das instituições com peso importante no sistema em torno desse valor médio (Ver Caixa sobre

(40) Distribuições empíricas obtidas com recurso a um *kernel gaussiano* que pondera as instituições pelo seu activo, no caso do ROA, e pelo respectivo capital próprio, no caso do ROE.

“Evolução recente da rentabilidade e da solvabilidade do sistema bancário português”).

5. SOLVABILIDADE

Em Junho de 2004, o rácio de adequação global dos fundos próprios do sistema bancário, em base consolidada, situou-se em 10.3 por cento, mais 0.3 p.p. do que no final de 2003 (0.5 p.p. superior ao nível de um ano antes) (Quadro 8). A melhoria do rácio de adequação dos fundos próprios continuou a reflectir o crescimento mais elevado dos fundos próprios relativamente ao registado pelos respectivos requisitos de fundos próprios (9.3 e 4.2 por cento, respectivamente). Evolução no mesmo sentido é denotada quando se consideram apenas os fundos próprios de base: neste caso, o rácio de adequação situou-se em 7.3 por cento no final de Junho (7.2 e 7.1 por cento, no final de, respectivamente, Junho e Dezembro de 2003). Prosseguiu, assim, a trajectória de aumento sustentado do rácio de solvabilidade do sistema bancário português observada desde 2000. Este aumento, em termos médios, tem resultado, essencialmente, da melhoria de solvabilidade nas instituições que apresentavam rácios mais baixos e detêm um peso importante nos fundos próprios do sistema. Efectivamente, tem-se observado, após 2000, uma deslocação da distribuição individual⁽⁴¹⁾ dos rácios de solvabilidade no sentido quer de um valor médio superior, quer de menor concentração de instituições em níveis próximos do mínimo regulamentar de 8 por cento (ver Caixa sobre *“Evolução recente da rentabilidade e da solvabilidade do sistema bancário português”*).

6. CONCLUSÃO

A evolução do sistema bancário português na primeira metade de 2004 foi globalmente positiva. A ligeira redução da rentabilidade decorreu da queda dos resultados extraordinários uma vez que os bancos voltaram a conseguir compensar a diminuição da margem financeira com um forte crescimento dos outros resultados correntes, com destaque para as comissões. Este desenvolvimento teve lugar num contexto em que o rácio de solvabilidade

(41) Distribuição empírica obtida recorrendo a um *kernel gaussiano* que pondera as instituições pelos seus fundos próprios.

Quadro 8

ADEQUAÇÃO DE FUNDOS PRÓPRIOS

Base consolidada

	Milhões de euros							Variação homóloga (em percentagem)					
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	1999	2000	2001	2002	2003	2004
	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Jun.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Jun.
1. Fundos próprios													
1.1. Fundos próprios de base	9 714.8	11 025.9	12 991.0	13 237.7	13 351.2	13 965.8	14 806.1	13.5	17.8	1.9	0.9	4.6	6.5
1.2. Fundos próprios complementares	3 834.1	4 268.9	5 026.3	7 030.1	7 808.6	8 313.3	8 418.5	11.3	17.7	39.9	11.1	6.5	5.9
1.3. Deduções	821.1	512.7	2 272.6	2 998.8	2 829.1	2 616.6	2 466.3	-37.6	343.3	32.0	-5.7	-7.5	-13.8
1.4. Fundos próprios suplementares	12.7	27.3	0.4	1.2	0.0	1.6	1.4	115.8	-98.6	225.0	-	-	2109.0
Total dos fundos próprios	12 740.4	14 809.5	15 745.1	17 270.1	18 330.7	19 664.1	20 759.7	16.2	6.3	9.7	6.1	7.3	9.3
2. Requisitos de fundos próprios													
2.1. Rácio de solvabilidade	8 747.5	10 651.8	13 184.5	14 094.3	14 687.0	15 304.5	15 688.6	21.8	23.8	6.9	4.2	4.2	3.7
2.2. Riscos de posição	234.3	180.6	284.2	289.1	219.6	365.5	386.1	-22.9	57.3	1.7	-24.0	66.4	47.6
2.3. Riscos de liquidação e contraparte	37.5	47.8	30.7	40.8	41.3	45.3	51.3	27.3	-35.7	32.9	1.0	9.7	0.1
2.4. Riscos cambiais	134.5	79.2	134.9	87.3	87.2	86.5	36.3	-41.1	70.4	-35.3	-0.1	-0.8	-49.2
2.5. Outros requisitos	0.1	0.0	20.7	1.5	0.1	0.1	0.9	-	-	-92.8	-92.7	-28.8	2001.4
Total dos requisitos de fundos próprios	9 153.9	10 959.4	13 655.1	14 513.1	15 035.1	15 801.8	16 163.1	19.7	24.6	6.3	3.6	5.1	4.2
3. Rácios								Diferença face ao período homólogo (em pontos percentuais)					
3.1. Fundos próprios/Requisitos totais	139.2	135.1	115.3	119.0	121.9	124.4	128.4	-4.0	-19.8	3.7	2.9	2.5	6.0
3.2. Fundos próprios/(Requisitos totais x 12.5)	11.1	10.8	9.2	9.5	9.8	10.0	10.3	-0.3	-1.6	0.3	0.2	0.2	0.5
3.3. Fundos próprios de base/(Requisitos totais x 12.5)	8.5	8.0	7.6	7.3	7.1	7.1	7.3	-0.4	-0.4	-0.3	-0.2	0.0	0.2

Nota: Os agregados apresentados neste quadro só englobam as instituições sujeitas à supervisão do Banco de Portugal. Não estão incluídas, por isso, as sucursais de instituições de crédito com sede na União Europeia.

de voltou a aumentar, consolidando a tendência evidenciada desde 2000.

Muito embora o crédito a clientes tenha registado uma expansão assinalável, foi possível aos bancos portugueses estabilizar o seu financiamento de mercado junto de não residentes, ao mesmo tempo que se assistiu a um alargamento da respectiva maturidade média. Tal resultou de a queda dos passivos interbancários líquidos face a instituições de crédito no estrangeiro ter sido compensada por emissão de títulos nos mercados financeiros internacionais com prazos mais longos. A melhoria da liquidez que daqui decorreu é particularmente relevante já que aumenta a capacidade de resistência dos bancos portugueses a choques desfavoráveis

nas condições de acesso aos mercados financeiros internacionais.

Os bancos portugueses têm revelado capacidade de adaptação a um regime de taxas de juro baixas, ao mesmo tempo que os efeitos da fase baixa do ciclo económico sobre a sua situação financeira têm sido relativamente mitigados, como é evidenciado pelo nível historicamente baixo do crédito em incumprimento. No entanto, tendo em conta o nível elevado do endividamento do sector privado não financeiro e a prevalência de taxas de juro variáveis nos contratos de crédito em Portugal, afigura-se fundamental que os bancos mantenham uma gestão de risco adequada que lhes permita consolidar os resultados positivos entretanto obtidos.

Caixa 1

DETERMINANTES DA RENDIBILIDADE DO SISTEMA BANCÁRIO PORTUGUÊS

Para a aferição da rendibilidade do sistema bancário — elemento essencial na análise da sua estabilidade — utilizam-se, habitualmente, dois indicadores: a rendibilidade do activo (ROA), definido (no caso do sistema bancário português) como o rácio entre resultados (líquidos de impostos) antes de interesses minoritários e o activo médio total, e a rendibilidade dos capitais próprios (ROE), que corresponde ao rácio anterior ajustado pela intensidade de utilização de capitais próprios (isto é, pela alavancagem, definida como o quociente entre activo total e capital). Variações do ROE reflectem os desenvolvimentos ao nível dos resultados mas também de outros factores, como uma maior ou menor intensidade de utilização dos capitais próprios (factor que afecta apenas o ROE) ou alterações do nível de risco dos activos (factor que afecta quer o ROE quer o ROA). Um aumento dos indicadores de rendibilidade do sistema pode, efectivamente, não reflectir uma melhoria na sua solidez, nomeadamente no caso em que resulta de um aumento do risco médio do activo.

Assim, para o período entre 2000 e o primeiro semestre de 2004, procurou-se decompor a evolução do ROE do sistema bancário português nos factores referidos (variação de risco e de alavancagem), utilizando para tal uma abordagem inicialmente desenvolvida pelo Banco de Inglaterra⁽¹⁾. O ROE pode, efectivamente, ser decomposto em quatro rácios:

$$\text{ROE} = \left(\frac{\text{Resultados líquidos antes de interesses minoritários}}{\text{Produto bancário}} \right) \times \left(\frac{\text{Produto bancário}}{\text{Activo ponderado pelo risco}} \right) \times \left(\frac{\text{Activo ponderado pelo risco}}{\text{Activo total}} \right) \times \left(\frac{\text{Activo total}}{\text{Capitais próprios}} \right)$$

Note-se que o primeiro rácio pode ser decomposto entre a componente dos resultados que derivam da actividade de corrente e a de outros resultados (onde se incluem os resultados extraordinários), podendo a primeira ser expressa em termos do rácio de eficiência, isolando, assim, este factor adicional na evolução da rendibilidade do sistema⁽²⁾. Igualmente, o quarto rácio indicado (a alavancagem) pode ser expresso em termos dos fundos próprios regulamentares, isolando assim o carácter institucional deste factor⁽³⁾. Na abordagem seguida nesta nota para o sistema bancário português, considerou-se que, atendendo a que o período analisado é relativamente curto, não se justificará a utilização destas alternativas.

O Gráfico 1 apresenta a decomposição da variação do ROE no período entre 2000 e o primeiro semestre de 2004 nos seus factores determinantes. Estes encontram-se descritos no Quadro 1, onde se apresenta também o impacto esperado de um aumento em cada um deles na estabilidade financeira do sistema. Para completar a análise, inclui-se, ainda, no Gráfico 1, a comparação entre os factores determinantes da variação do ROE no primeiro semestre de 2004 e no semestre homólogo do ano anterior.

Como é possível observar, apesar da trajectória ligeiramente decrescente denotada pela rendibilidade dos capitais próprios após 2002 (ano em que se verificou uma queda extraordinária da rendibilidade, reflectindo os desenvolvimentos particularmente desfavoráveis nos mercados financeiros internacionais), a evolução do ROE tem reflectido, efectivamente, uma melhoria em termos de estabilidade financeira. Com efeito, em 2003, o aumento do

(1) Banco de Inglaterra, "Financial Stability Review", Dezembro de 2003 ("Box7: What drives banks' ROE?"). Posteriormente, esta abordagem foi, também, utilizada pelo Banco da Suécia, em "Financial Stability Report 1/2004" ("What affects return on equity?") e pelo Banco de Espanha, em "Informe de Estabilidad Financiera" nº6 ("Recuadro II.1 - Factores determinantes de la evolución del ROE de las entidades de depósito españolas"). Note-se que, no caso dos dois primeiros bancos centrais, o ROE é definido em termos de resultados antes de impostos.

(2) Decomposição similar foi seguida na abordagem utilizada pelo Banco de Espanha. Em concreto, o rácio $\left(\frac{\text{Resultados líquidos antes de interesses minoritários}}{\text{Produto bancário}} \right)$ pode ser decomposto em $\left(\frac{\text{Resultado bruto global} + \text{Outros resultados líquidos}}{\text{Resultado bruto global}} \right) \times \left(\frac{\text{Resultado bruto global}}{\text{Custos administrativos}} \right) \times \left(\frac{\text{Custos administrativos}}{\text{Produto bancário}} \right)$. Este último rácio pode ser expresso em termos do rácio de eficiência $RE = \frac{\text{Resultado bruto global}}{\text{Custos administrativos}}$ como sendo $(1 - RE)$. O rácio de eficiência pode ser definido em termos dos custos operacionais (iguais à soma dos custos administrativos e das amortizações) ajustando o resultado bruto global e os outros resultados líquidos em conformidade.

(3) Esta decomposição foi também utilizada na abordagem do Banco de Espanha, que, em lugar do quarto factor acima referido, considerou $\left(\frac{\text{Activo total}}{\text{Tier 1} + \text{Tier 2}} \right) \times \left(\frac{\text{Tier 1} + \text{Tier 2}}{\text{Capitais próprios}} \right)$ definindo a alavancagem em termos do capital regulamentar e da relação deste com o capital contabilístico.

Quadro 1

Rácio	Descrição	Impacto
Margem ^(a)	Mede a margem total da actividade	Positivo
Rendimento do activo ajustado de risco	Mede a eficiência numa base ajustada do risco	Positivo
Risco do activo ^(b)	Mede a propensão ao risco	Negativo
Alavancagem	Mede a intensidade de utilização dos capitais próprios	Negativo

Notas:

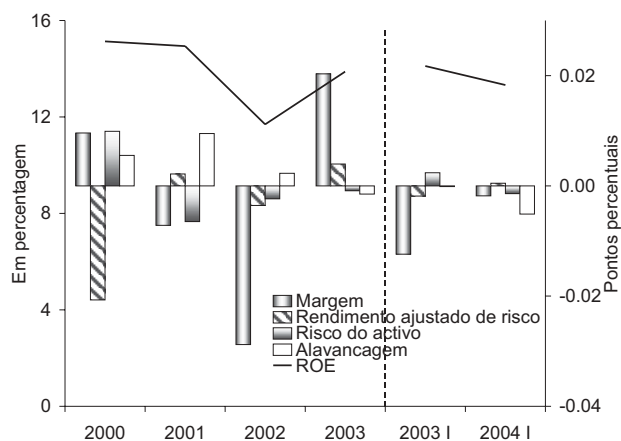
- (a) Note-se que esta margem não corresponde à margem financeira habitualmente referida nas análises do sistema bancário (que respeita apenas à margem de juro) mas sim ao excedente de toda a actividade do sistema, considerando não apenas os custos operacionais mas também os custos associados a créditos de cobrança duvidosa (reflectidos pelas provisões líquidas).
- (b) O activo ponderado pelo risco corresponde aos requisitos de fundos próprios do rácio de solvabilidade do sistema (ver Quadro 8 do texto principal).

ROE deveu-se ao contributo positivo da margem total e do rendimento ajustado do risco (cujo impacto sobre a estabilidade financeira é igualmente positivo); quer o risco do activo quer a intensidade de utilização de capitais próprios tiveram um contributo negativo (ainda que reduzido) para a variação da rentabilidade naquele ano, tendo, todavia, um impacto positivo na estabilidade financeira do sistema.

Gráfico 1

RENDIBILIDADE DOS CAPITAIS PRÓPRIOS

Decomposição de contributos para a sua variação



Na primeira metade de 2004, a rentabilidade dos capitais próprios reduziu-se ligeiramente, face quer ao conjunto de 2003 quer ao semestre homólogo. Contudo, em termos de estabilidade financeira, verifica-se uma melhoria clara relativamente ao semestre homólogo de 2003, visto que o valor mais elevado do ROE então observado esteve associado a maior risco do activo e a um nível alavancagem superior ao dos primeiros seis meses de 2004. No primeiro semestre de 2004, apesar de se verificar um contributo negativo da margem total para a variação do ROE (o que tem, igualmente, um impacto negativo sobre a estabilidade financeira), a redução do ROE deveu-se também à diminuição do risco do activo e a um menor nível de alavancagem, ambos os factores contribuindo, assim, para uma melhoria em termos de estabilidade financeira.

Caixa 2

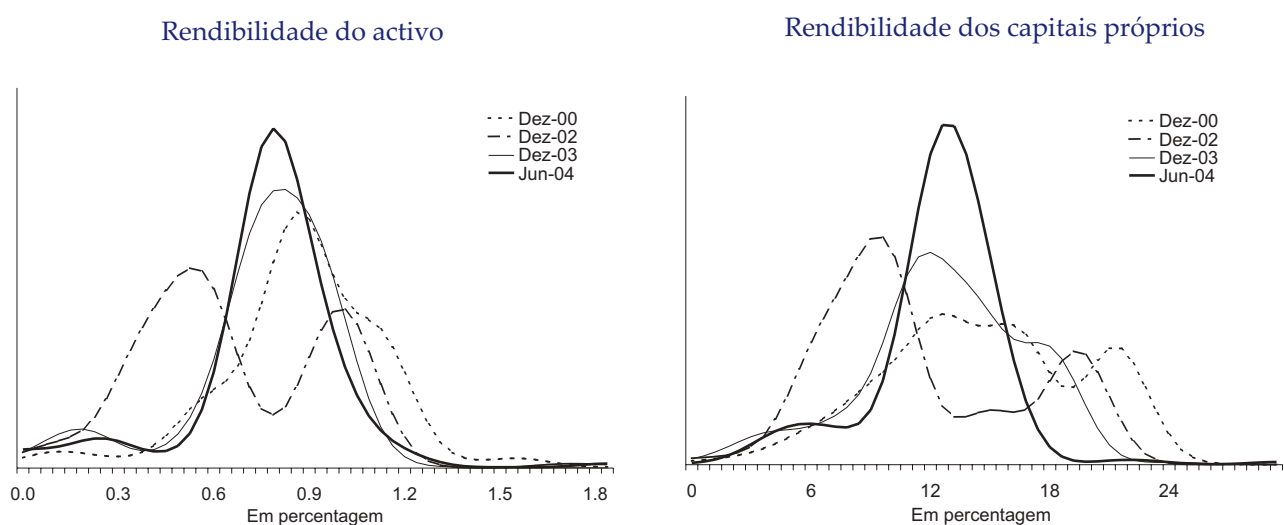
EVOLUÇÃO RECENTE DA RENDIBILIDADE E DA SOLVABILIDADE
DO SISTEMA BANCÁRIO PORTUGUÊS

Os indicadores de rentabilidade e de solvabilidade do sistema bancário português, em base consolidada, têm verificado nos últimos anos uma evolução globalmente positiva. No caso da rentabilidade, não obstante a trajectória ligeiramente descendente verificada desde 2000, a posição relativa do sistema bancário português mantém-se relativamente favorável no contexto europeu, ao mesmo tempo que se tem assistido a uma redução da dispersão do indicador entre as várias instituições que integram o sistema. Em termos de solvabilidade, o aumento gradual do rácio de adequação de fundos próprios (desde 2000) tem traduzido acréscimos deste indicador para as instituições com maior peso no sistema bancário português e que apresentavam rácios próximos do mínimo regulamentar. Apesar do progresso verificado este indicador permanece, ainda, em nível inferior ao indicador correspondente na maioria dos países europeus.

Após 2002, ano em que quer o ROA (rentabilidade do activo), quer o ROE (rentabilidade dos capitais próprios) registaram valores mínimos, ambos os indicadores verificaram alguma recuperação. Contudo, observa-se desde 2000 uma tendência ligeiramente descendente (mesmo excluindo 2002). Apesar desta trajectória — que reflecte essencialmente a redução da margem financeira, num contexto de baixas taxas de juro e de crescente concorrência no sector, parcialmente compensada pelos outros resultados correntes (como sejam, comissões) e por ganhos significativos em termos de eficiência de custos — a evolução observada poderá ser considerada globalmente como positiva, já que, nesse período, as diferenças entre as instituições com peso importante no sistema diminuíram. As evoluções das distribuições empíricas do ROA e do ROE, estimadas para as instituições que integram o sistema bancário português (Gráfico 1), apontam nesse sentido⁽¹⁾.

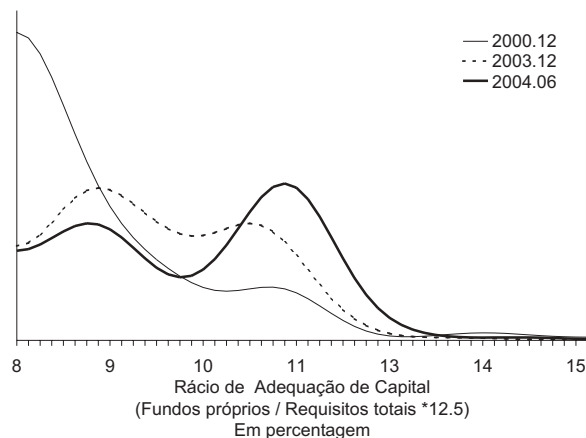
Como se verifica, no caso dos indicadores de rentabilidade do sistema, ocorreu uma ligeira redução do valor médio das distribuições de ROE e de ROA entre o ano 2000 e o primeiro semestre de 2004 (reflectido no deslocamento das curvas para a esquerda). Ao mesmo tempo, verificou-se uma maior concentração das instituições com peso importante no sistema bancário português em torno dos valores médios. Realce-se que em 2002 (quando o valor médio de ambos os indicadores atingiu valores mínimos), a dispersão aumentou significativamente, verifican-

Gráfico 1
DISTRIBUIÇÃO EMPÍRICA^(a) DOS RÁCIOS DE RENDIBILIDADE



(a) Distribuição empírica obtida recorrendo a métodos não paramétricos, nomeadamente a um *kernel gaussiano* que pondera as instituições pelo seu activo, no caso do ROA, e pelo seu capital próprio, no caso do ROE.

Gráfico 2
DISTRIBUIÇÃO EMPÍRICA DO RÁCIO
DE ADEQUAÇÃO DE CAPITAL



do-se mesmo comportamentos diversos entre dois grupos de instituições com peso relevante: num dos grupos a rentabilidade verificou uma redução, ao passo que o outro verificou uma evolução oposta.

Quanto à evolução em termos de solvabilidade, constata-se que o aumento apresentado pelo rácio de adequação de fundos próprios tem resultado principalmente da melhoria da solvabilidade nas instituições (com peso relevante no sistema em termos de fundos próprios) que apresentavam rácios mais reduzidos. Como se pode verificar no Gráfico 2, as distribuições empíricas dos rácios de solvabilidade apresentam, entre o ano 2000 e o primeiro semestre de 2004, valores médios crescentes (i.e., deslocações para a direita). Verifica-se, sobretudo, ao longo do período analisado, que o número de instituições relevantes cujo rácio de adequação de fundos próprios apresenta níveis próximos do mínimo regulamentar de 8 por cento diminuiu progressivamente⁽²⁾.

(1) As distribuições apresentadas foram obtidas recorrendo a uma estimativa não paramétrica, utilizando uma função do tipo “kernel gaussiano”. O estimador “kernel” do valor da função densidade no ponto x é definido como sendo $f_h(x) = \frac{1}{nh} \sum_{i=1}^n k\left(\frac{x_i - x}{h}\right)$ em que $k(\dots)$ é a função “kernel” e h um parâmetro de escala do qual depende o alisamento da distribuição. No caso de uma função “kernel” do tipo “gaussiano”, $K(u)$ é igual a $\frac{1}{\sqrt{2\pi}} \exp\left(-\frac{1}{2}u^2\right)$.

As instituições foram ponderadas pelo respectivo activo, no caso do ROA, e pelo capital próprio, no caso do ROE. Note-se que a forma da estimativa “kernel” depende do parâmetro de escala (h). A literatura sugere alguns métodos alternativos para a determinação deste parâmetro. Nesta nota aplicou-se o seguinte critério de escolha: $h = \frac{0.9 \times m}{n^{1/5}}$, em que $m = \min\left(\sqrt{\text{variância}}, \frac{\text{amplitude interquantil}}{1.349}\right)$. Procurando legitimar as comparações inter-temporais das distribuições, o parâmetro associado a cada indicador foi mantido constante para os diferentes momentos do tempo analisados, ao nível máximo determinado pelo critério indicado para esses momentos.

(2) Mantendo-se válida a informação apresentada na nota 1, assinala-se que neste caso a ponderação das instituições é feita pelos respectivos fundos próprios.

PRINCIPAIS DESENVOLVIMENTOS NO MERCADO DE CÂMBIOS E DE PRODUTOS DERIVADOS PORTUGUÊS EM 2004

1. INTRODUÇÃO

O inquérito anual do Banco de Portugal cobriu, como habitualmente, informação sobre os volumes transaccionados e os montantes nominais das posições em aberto, relativa à actividade nos mercados cambial e de produtos derivados. Os dados recolhidos sobre o *turnover* abrangeram os instrumentos do mercado cambial e os derivados sobre taxas de juro de uma só moeda⁽¹⁾. Os dados sobre as posições em aberto incidiram sobre um conjunto mais amplo de categorias de risco de mercado, incluindo para além dos mercados cambial e de taxas de juro, também os derivados sobre acções, mercadorias, de crédito e outros. A informação respeitante aos volumes transaccionados abrangeu todas as transacções contratadas durante o mês de Abril de 2004, enquanto que a informação relativa às posições em aberto se referiu aos montantes nominais ou nominais de todas as operações contratadas e ainda não liquidadas no final do mês de Março de 2004.

O universo de entidades inquiridas, à semelhança dos inquéritos anteriores, é constituído pela totalidade das instituições bancárias residentes em território nacional. No entanto, algumas destas instituições não participaram no inquérito de 2004 por não deterem, à data, actividade em qualquer das categorias de risco de mercado atrás referidas. Assim, participaram no inquérito de 2004 um total de 44 bancos, igualando o número de participantes no inquérito de 2003. O modelo do inquérito nacional tem vindo ao longo dos anos a adequar-se ao modelo do inquérito trienal dos bancos centrais, coordenado pelo BIS, e a integrar as alterações

que este tem registado. Neste sentido, por via das alterações introduzidas pelo BIS no inquérito trienal, que se realizou mais uma vez este ano⁽²⁾, foi necessário proceder a alguns ajustamentos no inquérito nacional, nomeadamente, com vista a clarificar a definição do conceito de transacções intra-instituições do mesmo grupo e de ampliar a desagregação relativa ao modo como são conduzidas as operações. As transacções intra-instituições do mesmo grupo financeiro passaram a incluir apenas as realizadas pelos *reporting dealers* com as suas sucursais/agências e filiais e as efectuadas com outras sociedades do grupo; excluindo, assim, as transacções realizadas entre as unidades componentes das salas de mercado (*inter-desks deals*) e entre as diferentes unidades de gestão (*inter-offices deals*) de uma instituição. Por outro lado, a desagregação por tipos de forma de condução da operação foi alterada para passar a contemplar uma classificação que identifica a utilização de sistemas electrónicos (específicos para *dealers* e para clientes) e sistemas não electrónicos de negociação.

Na análise global dos resultados do inquérito de 2004 é necessário ter em consideração que os desenvolvimentos detectados são fortemente condicionados pela evolução registada pela divisa norte-americana entre Março/Abril de 2003 e Março/Abril de 2004. Num contexto em que os montantes são expressos em dólares dos EUA e em que as moedas de referência das operações são, em muitos casos, outras divisas, a depreciação generalizada do dólar no período em análise ampliou os movimentos de expansão e atenuou os mo-

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

(2) A análise dos resultados preliminares do inquérito trienal coordenado pelo BIS é apresentada em caixa no final do presente estudo.

vimentos de redução revelados pelos montantes totais agregados das transacções e das posições.

No presente estudo procura-se identificar alterações na dimensão e na estrutura dos mercados cambial e de derivados em Portugal, através da análise do *turnover* e das posições em aberto no mercado de balcão (*OTC*) (ponto 2) e no mercado de bolsa (ponto 3). Num último ponto, analisa-se a evolução do grau de concentração nas várias categorias de risco de mercado cobertas pelo inquérito, quer para as transacções, quer para as posições.

Dos desenvolvimentos registados, entre 2003 e 2004, destacam-se como mais significativos os seguintes:

- o aumento do volume global de transacções realizadas no mercado de balcão que se ficou a dever, sobretudo, ao incremento significativo registado pelas transacções de produtos derivados sobre taxas de juro;
- a forte expansão dos montantes das posições em aberto em todos os segmentos de risco de mercado (assumindo os derivados sobre acções e índices de acções, pela primeira vez, um peso não residual);
- a continuação do forte desenvolvimento do segmento dos *IRS* (*interest rate swaps*) e um extraordinário crescimento das opções sobre taxas de juro;
- a manutenção da tendência global de incremento do peso da actividade realizada com empresas financeiras e, simultaneamente, um reforço do papel das contrapartes não residentes domiciliadas na zona euro;
- o reforço da predominância do euro na generalidade dos segmentos de mercado e a diminuição do peso do dólar nas transacções no mercado cambial tradicional;
- o incremento da actividade em moedas *high yielding*, como alternativa de investimento numa envolvente global de taxas de juro baixas, determinando o aumento do peso das transacções em libras esterlinas e dólares australianos, no total do *turnover* cambial;
- o aumento significativo da utilização de sistemas electrónicos de negociação, em particular no caso dos *forex swaps*;
- a recuperação da actividade no mercado de bolsa, após a queda evidenciada em 2003;
- a manutenção de um elevado grau de concentração nos mercados *OTC* e de bolsa, quer

em termos das transacções, quer das posições.

2. MERCADO DE BALCÃO (*OTC*)

2.1. Volumes transaccionados⁽³⁾

O inquérito anual do Banco de Portugal à actividade no mercado de câmbios e de produtos derivados revelou um aumento do volume global de transacções realizadas no mercado de balcão — que inclui os instrumentos tradicionais do mercado cambial, os outros produtos derivados cambiais e os derivados sobre taxas de juro de uma só moeda. Em Abril de 2004, o volume diário médio de transacções, a câmbios correntes, situava-se em 2877 milhões de dólares, registando um aumento de 15%⁽⁴⁾ face a Abril de 2003 (Quadro 1). No entanto, quando expurgado o impacto das flutuações cambiais, o crescimento do *turnover* atenua-se para 7% (o que compara com um crescimento, a câmbios constantes, de 12% em 2003).

O aumento do *turnover*, pelo segundo ano consecutivo, não permitiu a recuperação total das quedas registadas no período entre 1998 e 2002, situando-se ainda muito aquém dos 5434 mil milhões de dólares apurados no inquérito de Abril de 1998. A expansão da actividade no mercado de balcão ficou a dever-se, sobretudo, ao incremento significativo registado pelas transacções de produtos derivados sobre taxas de juro, que têm vindo a revelar uma tendência de rápida expansão desde 2001. Embora positiva, a contribuição dos instrumentos tradicionais do mercado cambial⁽⁵⁾ para o crescimento do *turnover* global no mercado de balcão foi bastante menor do que a registada pelos derivados sobre taxas de juro. Os derivados cambiais não tradicionais⁽⁶⁾ continuaram, entretanto, a

(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 2004 e as comparações inter-temporais ao período entre Abril de 2003 e Abril de 2004, calculados a taxas de câmbio correntes, 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 derivados cambiais não tradicionais abrangem os *currency swaps* e as opções cambiais.

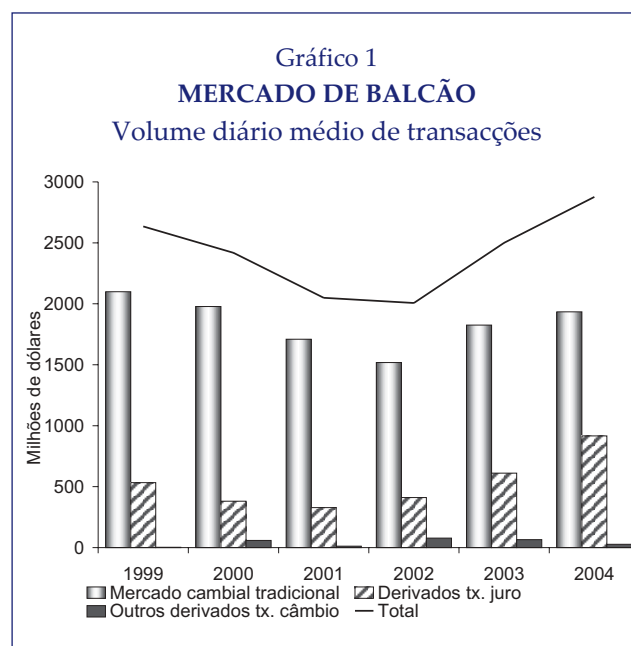
dar uma contribuição negativa para o crescimento, tendo revelado um acentuar da tendência de queda do *turnover* (Gráfico 1).

Em resultado destes movimentos, os derivados sobre taxas de juro registaram um novo acréscimo de importância na estrutura por instrumentos do mercado de balcão, por contrapartida da diminuição dos pesos do mercado cambial tradicional e dos derivados cambiais não tradicionais (Quadro 1). Apesar do reforço da posição dos derivados sobre taxas de juro (para 32%), o mercado cambial tradicional manteve a posição dominante (com 67%). Os derivados cambiais não tradicionais, que detinham uma já diminuta importância, reduziram a sua quota para 1%.

Mercado cambial tradicional

De acordo com os resultados do inquérito de Abril de 2004, o volume diário médio transaccionado no mercado cambial tradicional, quando avaliado a câmbios correntes, registou um aumento de 6%, situando-se em 1934 milhões de dólares. Este aumento representa uma significativa desaceleração do ritmo de crescimento do *turnover*, após o acréscimo de 20% registado em 2003. Quando avaliado a taxas de câmbio constantes, o *turnover* regista uma ligeira contracção de 0.3%, o que compara com um acréscimo de 11% em 2003.

A relativa estabilidade revelada pelo volume total transaccionado encobre, no entanto, uma evolução diferenciada por *tipo de instrumentos*. Com



efeito, de entre os instrumentos tradicionais do mercado cambial apenas os *forex swaps* registaram um incremento de *turnover* (Quadro 2). Quer as operações *spot*, quer os *outright forwards* verificaram uma redução de *turnover*, tendo esta ocorrido de forma mais acentuada no caso deste último instrumento.

A diminuição de 8% registada no volume transaccionado de operações *spot*, após a recuperação algo significativa evidenciada nos dois anos anteriores, poderá indiciar uma tendência para a relativa estabilização do *turnover* neste segmento de mercado. Por outro lado, a queda de 20% do *turnover*

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	%
1999.....	2635	2099	80	3	0	533	20
2000.....	2418	1978	82	59	2	381	16
2001.....	2049	1709	83	12	1	328	16
2002.....	2007	1518	76	78	4	411	20
2003.....	2501	1825	73	65	3	611	24
2004.....	2877	1934	67	27	1	916	32
Variação (%):							
2002/2003	24.6	20.2		-16.7		48.7	
2003/2004	15.0	6.0		-58.5		49.9	

Quadro 2

MERCADO CAMBIAL TRADICIONAL
Volume diário médio de transacções

Milhões de dólares

	Total	Spot	Outright forwards	Forex swaps
1999	2099	1151	255	693
2000	1978	925	185	868
2001	1709	917	104	688
2002	1518	1014	66	438
2003	1825	1128	94	603
2004	1934	1033	75	826
Varição (%):				
2002/2003	20.2	11.2	42.4	37.7
2003/2004	6.0	-8.4	-20.2	37.0

dos *outright forwards* poderá significar o retorno à tendência para a sua progressiva menor utilização, que vinha a registar-se nos inquéritos desde 1998 e que apenas foi interrompida em 2003. Contrastando com esta evolução, o *turnover* dos *forex swaps* consolidou a tendência de forte recuperação evidenciada em 2003, registando um novo crescimento em cadeia em torno de 37%.

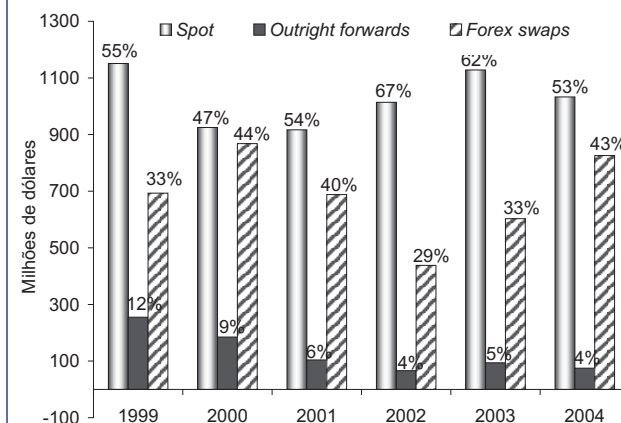
Em resultado deste padrão de crescimento diferenciado, a estrutura por instrumentos no mercado cambial tradicional alterou-se a favor de um maior peso relativo dos *forex swaps* (+ 10 p.p. para 43%), por contrapartida de reduções nos pesos das operações *spot* (- 9 p.p. para 53%) e dos *outright forwards* (- 1 p.p. para 4%) (Gráfico 2).

Refira-se que, apesar do reforço dos *forex swaps* na estrutura por instrumentos no mercado português, o seu peso ainda é bastante inferior ao que tem sido detectado pelos inquéritos conduzidos a nível internacional pelo BIS, em que representam mais de 50% da actividade total em instrumentos tradicionais do mercado cambial.

Numa *análise por tipo de contrapartes*, os resultados do inquérito de 2004 revelaram que se mantiveram as tendências de incremento da actividade realizada com empresas financeiras e, simultaneamente, de diminuição das transacções com clientes não financeiros.

O negócio com entidades financeiras cresceu 11% atingindo 1744 milhões de dólares, tendo registado aumentos, quer com contrapartes residentes, quer com não residentes.

Gráfico 2
MERCADO CAMBIAL TRADICIONAL
Desagregação por instrumentos



Por seu lado, a queda do *turnover* com clientes não financeiros (nos quais se incluem empresas e organismos estatais) ficou a dever-se exclusivamente à diminuição das transacções com contrapartes residentes, já que o volume transaccionado com clientes não residentes se manteve relativamente estável. Em termos da estrutura por tipo de contrapartes, estes movimentos induziram um novo reforço do peso das empresas financeiras no *turnover* total do mercado cambial tradicional, para 90%, e uma nova redução da quota do peso dos clientes não financeiros, para 10% (Quadro 3).

No que diz respeito à repartição do *turnover* entre entidades residentes em território nacional e no exterior, conclui-se que se manteve a tendência de redução do negócio com o primeiro tipo de contrapartes, enquanto que se continuou a expandir o realizado com entidades no estrangeiro. Do que resultou um novo aumento da quota de negócio realizada com não residentes, que passou de 83% em 2003, para 86% em 2004.

Quanto à evolução do *turnover* com contrapartes da área do euro (residentes em Portugal e nos restantes países da UE) importa referir que este registou apenas um ligeiro incremento de 6%, tendo mantido a sua importância relativa, no total, em torno de 49%.

Fruto do aumento das transacções realizadas entre os bancos residentes em território nacional, o chamado mercado interbancário doméstico⁽⁷⁾ viu o seu peso no total ligeiramente aumentado para 6%, após ter-se mantido inalterado em 5% entre

Quadro 3

VOLUME DE TRANSACÇÕES NO MERCADO CAMBIAL TRADICIONAL

Desagregação por tipo de contrapartes

Em percentagem do total

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Empresas financeiras	82	80	77	70	86	90
Residentes	10	8	5	5	5	6
Não residentes	72	72	72	65	81	84
dos quais zona euro			21	21	31	33
Clientes não financeiros	18	20	23	30	14	10
Residentes	14	19	16	21	12	8
Não residentes	4	1	7	9	2	2
dos quais zona euro			3	4	1	2
	100	100	100	100	100	100
Total residentes	24	27	21	26	17	14
Total não residentes	76	73	79	74	83	86
dos quais zona euro			24	25	32	35

2001 e 2003. De qualquer modo, a quota do mercado interbancário manteve-se muito afastada da que se registava antes da criação do euro e do desenvolvimento do processo de fusões bancárias (em 1998, o seu peso situava-se em 11%).

Na estrutura da *distribuição por moedas* há a realçar o retorno do euro à posição de moeda mais importante nas transacções do mercado cambial tradicional e a passagem da libra esterlina da posição de quarta moeda mais transaccionada para a terceira posição (Quadro 4). Esta alteração de peso relativo na distribuição por moedas reflectiu um crescimento de 22% nas transacções em que o euro participou e de 50% nas transacções em que a libra esterlina foi envolvida. Contrastando, o *turnover* que envolveu o dólar e o iene contraiu-se 4% e 7%, respectivamente. Em resultado, o euro substituiu o dólar na primeira posição, com um ganho de peso de 12 p.p., para 90%, o dólar registou uma diminuição de peso em 8 p.p., para 71%, passando a ocupar a segunda posição, enquanto a libra esterlina aumentou o seu peso em 5 p.p., para 17%, substituindo o iene na posição de terceira moeda mais importante. Apesar da forte redução registada pelo *turnover* em que participou o franco suíço ter induzido uma perda da sua quota em 5 p.p. para

4%, esta moeda continuou, no entanto, a ocupar a quinta posição.

Importa ainda realçar que, mantendo a tendência já observada em 2003, o volume das transacções com moedas nórdicas continuou a contrair-se, passando a não ter expressão no total transaccionado no mercado cambial. Finalmente, o *turnover* da categoria residual denominada como “outras moedas” revelou uma relativa estabilidade, mantendo o seu peso inalterado em 3%.

Numa *análise por pares de moedas*, há a salientar que o par euro/dólar se manteve como o mais transaccionado e reforçou o seu peso no *turnover* total, de 57% para 61% (Quadro 5). Logo a seguir

Quadro 4

VOLUME DE TRANSACÇÕES NO MERCADO

CAMBIAL TRADICIONAL

Desagregação por moedas

Em percentagem do total^(a)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
EUR	79	86	86	84	78	90
USD	83	79	74	75	79	71
GBP	20	13	13	10	12	17
JPY	9	11	13	14	16	14
CHF	3	3	7	7	9	4
Outras Europa	0	6	6	8	3	1
Outras moedas	6	2	1	2	3	3

Nota:

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

(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 5

VOLUME DE TRANSACÇÕES NO MERCADO CAMBIAL TRADICIONAL

Desagregação por pares de moedas

Em percentagem do total

	2003	2004
EUR/USD	57	61
EUR/GBP	7	14
EUR/JPY	8	9
EUR/CHF	4	4
EUR/DKK	1	0
EUR/SEK	1	0
EUR/NOK	1	0
EUR/AUD	0	2
USD/JPY	8	5
USD/GBP	5	3
USD/CHF	5	0
USD/outras	3	2
Total	100	100

posicionou-se o par euro/libra esterlina com 14%, que subiu pela primeira vez nos últimos três anos à segunda posição, e o par euro/iene com 9%. Sublinha-se ainda que: as transacções envolvendo o franco suíço se realizaram tendo por contraparte quase exclusivamente o euro, e que entre os restantes pares de moedas envolvendo a moeda europeia, o par euro/dólar australiano ganhou alguma expressividade no total (2%). O desenvolvimento do negócio com a moeda australiana, assim como com a moeda britânica registou-se num contexto em que as taxas de rendibilidade destas moedas se tornaram mais atractivas perante um enquadramento global de taxas de juro baixas.

Contrariamente ao que sucedeu em 2003, a estrutura do *tipo de negócio por instrumento* evoluiu no geral de forma distinta entre os instrumentos tradicionais do mercado cambial (Quadro 6). Em comum destaca-se, apenas, a eliminação da tendência para o alongamento das maturidades, nos contratos de *outright forwards* e de *forex swaps*, e o recurso mais generalizado aos sistemas electrónicos para negociação das operações. Salienta-se, ainda, que nas comparações inter-temporais deverá ter-se em atenção que, devido à nova desagregação definida para os tipos de forma da condução da operação, algumas instituições relevantes procederam este ano a um afinamento da qualidade do reporte.

Quadro 6

VOLUME DE TRANSACÇÕES NO MERCADO CAMBIAL TRADICIONAL

Caracterização do tipo de negócio por instrumento

Percentagens do *turnover* total por instrumento

	Spot		Outright forwards		Forex swaps	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Contrapartes	100	100	100	100	100	100
Empresas financeiras	81	88	69	58	97	96
Residentes	7	11	2	4	1	1
Não residentes	74	77	67	54	96	95
dos quais zona euro	20	23	7	7	55	47
Clientes não financeiros	19	12	31	42	3	4
Residentes	17	12	29	42	1	1
Não residentes	2	0	2	0	2	3
dos quais zona euro	1	0	0	0	1	3
Pares de moedas	100	100	100	100	100	100
EUR/USD	52	71	54	74	67	49
EUR/GBP	7	6	6	7	7	24
EUR/JPY	12	7	2	4	1	10
EUR/CHF	5	5	1	1	1	3
EUR/DKK	0	0	0	0	1	0
EUR/SEK	1	0	0	1	1	0
EUR/NOK	1	0	0	0	0	0
EUR/outras	1	1	2	3	1	4
USD/JPY	7	5	1	5	11	6
USD/GBP	5	5	0	4	6	1
USD/CHF	8	0	0	0	1	0
USD/outras	1	0	34	1	3	3
Outros pares	0	0	0	0	0	0
Prazos	100	100	100	100	100	100
[Até 7 dias]	100	100	29	42	0	38
[7 dias - 1 mês]			38	15	76	23
[1 mês - 1 ano]			32	43	10	38
[1 ano - 5 anos]			1	0	14	1
> 5 anos			0	0	0	0
Condução da operação	100	100	100	100	100	100
Sistemas electrónicos						
de negociação	61	76	16	56	21	89
para dealers	61	75	16	52	21	89
Broker electrónico	45	43	2	12	1	31
Dealing electrónico	16	32	14	40	20	58
para clientes		1		4		0
Plataformas multibancárias		1		4		0
Plataformas singulares		0		0		0
Sistemas não electrónicos de						
negociação	39	24	84	44	79	11
Broker não electrónico	14	6	5	0	20	5
Outro	25	18	79	44	59	6

Nas operações *spot*, registou-se um reforço do negócio com contrapartes financeiras, residentes e não residentes, por contrapartida de uma diminuição dos clientes não financeiros, quer residentes, quer não residentes. A actividade tornou-se ainda mais predominantemente centrada no par euro/dólar (71%), enquanto o peso dos pares en-

volvendo o dólar e outras moedas, que não o euro, e daqueles em que participou o iene registaram diminuições. No que se refere à forma de condução da operação, os dados, embora revelem uma cada vez maior predominância do recurso a sistemas electrónicos de negociação, não evidenciam avanços na utilização dos denominados *brokers* electrónicos, nem indicam um uso disseminado de plataformas electrónicas para clientes.

Nas transacções de *outright forwards* importa salientar que se assistiu a uma perda de importância das contrapartes financeiras no total transaccionado neste segmento, inversamente ao registado no ano anterior e contrastando com o ocorrido nas operações *spot*. Em contrapartida registou-se um assinalável incremento do negócio com clientes não financeiros residentes. Relativamente aos pares de moedas mais transaccionados, também se registaram algumas alterações importantes de estrutura, as quais advieram sobretudo do quase desaparecimento do *turnover* envolvendo o dólar e outras moedas não usualmente discriminadas, o qual tinha ganho uma extraordinária expressão nos dois anos anteriores. Esta evolução contribuiu para uma redistribuição dos pesos por pares de moedas a favor do euro/dólar e dos pares envolvendo a libra esterlina e o iene, os quais beneficiaram também de um crescimento em termos absolutos. Na distribuição por prazos, 85% do volume total de *outright forwards* passou a ser quase equitativamente repartido entre as classes de prazos “até 7 dias” e de “1 mês a 1 ano”, em detrimento da maior concentração em prazos entre “7 dias e 1 mês”, que tinha registado em 2003. No tipo de forma de condução das transacções neste instrumento, também se verificaram alterações significativas, com os bancos a escolherem preferencialmente sistemas electrónicos para a negociação de contratos de *outright forwards*, em substituição do anterior maior recurso ao telefone. De salientar que este é o único dos instrumentos do mercado cambial tradicional em que a utilização de plataformas electrónicas de negociação para clientes atinge alguma expressão no *turnover* total.

O negócio dos *forex swaps* não registou alterações de estrutura significativas no respeitante ao tipo de contrapartes. De assinalar apenas que, embora as empresas financeiras não residentes mantenham a sua preponderância, se assistiu a uma redistribuição mais equitativa do seu peso entre con-

trapartes da área do euro e localizadas fora da área do euro. Relativamente aos pares de moedas mais transaccionados, este é o único instrumento do mercado cambial tradicional em que o par euro/dólar perde importância relativa (-18 p.p. para 49%). Esta perda de quota registou-se num contexto em que o *turnover* realizado no par euro/dólar se manteve estável, enquanto que as transacções de outros pares, em que o euro participou num dos lados da transacção, nomeadamente, com a libra esterlina e o iene, registaram crescimentos significativos. Contrastando com este comportamento, os pares de moedas em que participaram o dólar e outras moedas que não o euro observaram uma redução de *turnover*, registando uma consequente perda de quota no negócio dos *forex swaps*. Tal como ocorreu nos *outright forwards*, os contratos de *forex swaps* negociados em prazos até 7 dias registaram um aumento de peso significativo. Quanto à forma escolhida para a negociação deste tipo de contratos verificou-se um incremento ainda mais acentuado da utilização de sistemas electrónicos, do que o detectado para os restantes instrumentos do mercado cambial tradicional. De salientar que ganhou particular relevo o *turnover* realizado através de *broker* electrónico, o qual deixou de deter um peso incipiente para passar a representar 31% no total transaccionado neste instrumento.

Outros produtos derivados cambiais

O *turnover* dos outros produtos derivados cambiais (*currency swaps* e opções cambiais) registou uma contracção de 59% entre Abril de 2003 e Abril de 2004, para 27 milhões de dólares, após ter verificado uma queda de 17% no ano anterior (Quadro 1). Quando avaliado a câmbios constantes, a redução do *turnover* foi ainda mais acentuada, superando os 60%. Este tipo de instrumentos continuou a ser transaccionado por apenas um número muito restrito de instituições, sendo de esperar que a sua utilização esteja muito dependente da exploração temporária de determinados nichos de mercado. Em resultado, a actividade neste tipo de produtos tem assumido sempre um carácter muito volátil no mercado português (Gráfico 3). Neste contexto, e dado que o seu peso se tornou ainda mais residual no total transaccionado no mercado de balcão, optou-se mais uma vez por não efectuar uma análise



detalhada deste segmento de mercado. No entanto, considera-se de interesse destacar a redução abrupta registada pelo *turnover* das opções cambiais entre Abril de 2003 e Abril de 2004, que na generalidade dos inquéritos até agora realizados se têm apresentado como o instrumento dominante (em alguns anos até exclusivo) deste segmento. Este ano, no entanto, a queda das transacções em opções a par de um incremento das transacções em *currency swaps* provocaram uma alteração no posicionamento relativo entre estes instrumentos, passando estes últimos a ser predominantes.

Derivados OTC sobre taxas de juro

A actividade no mercado de derivados sobre taxas de juro continuou a expandir-se a um ritmo forte. O volume diário médio das transacções, quando avaliado a câmbios correntes, aumentou 50% para 916 milhões de dólares, em Abril de 2004, após ter registado um acréscimo de idêntica amplitude em 2003 (Quadro 7). A câmbios constantes, o crescimento foi menor, mas ainda assim assinalável, 35% face a 23% em 2003. Apesar da recuperação registada nos dois últimos anos, o *turnover* ainda não conseguiu recuperar para os níveis anteriores à introdução do euro.

A expansão do *turnover* registou-se sobretudo perante a continuação do forte desenvolvimento do segmento dos *IRS* (*interest rate swaps*), mas tam-

Quadro 7

VOLUME DE TRANSACÇÕES DE DERIVADOS OTC SOBRE TAXAS DE JURO

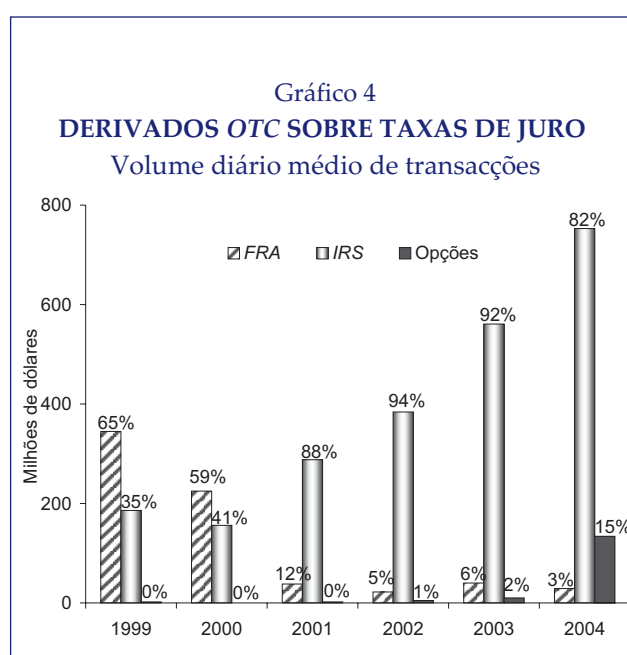
Volume diário médio de transacções

Milhões de dólares

	Total	FRA	IRS	Opções
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
2004	916	29	753	134
Variação (%):				
2002/2003	48.7	81.8	46.1	100.0
2003/2004	49.9	-27.5	34.2	1240.0

bém beneficiou do extraordinário crescimento verificado pelo segmento das opções sobre taxas de juro. Distintamente, os *FRA* (*forward rate agreements*), que passaram a ser transaccionados apenas por um número muito restrito de instituições, registaram uma forte diminuição do seu *turnover*. Assim, em termos da estrutura por instrumentos, o peso dos *FRA* reduziu-se para uns inexpressivos 3%, enquanto o peso dos *IRS* diminuiu para 82%, por contrapartida do ganho de quota significativo (para 15%) registado pelo *turnover* das opções (Gráfico 4).

Numa *análise por tipo de contrapartes* destaca-se o crescimento do *turnover* com empresas fi-



nanceiras e com clientes não financeiros, em contraste com o padrão detectado no mercado cambial tradicional, em que só aumentou o negócio com o primeiro tipo de contrapartes. Importa realçar que também aqui o aumento do volume transaccionado com empresas financeiras se registou, quer com contrapartes residentes, quer com não residentes. Esta expansão do negócio apenas se verificou, no entanto, com entidades financeiras da área do euro, já que o *turnover* realizado com entidades financeiras localizadas fora da área do euro se manteve praticamente inalterado. Por sua vez, o aumento das transacções com clientes não financeiros registou-se exclusivamente com residentes em território nacional. Em resultado do crescimento mais forte evidenciado pelas transacções com contrapartes financeiras face ao registado por aquelas que foram efectuadas com contrapartes não financeiras, observou-se um reforço do peso das empresas financeiras no *turnover* total (para 86%), em sintonia com o ocorrido no mercado cambial tradicional (Quadro 8). Distintamente, no entanto, este aumento de quota foi conseguido no mercado de derivados sobre taxas de juro à custa do aumento do peso do negócio com residentes, já que o peso do *turnover* com não residentes registou uma diminuição, enquanto que no mercado tradicional incorporou um acréscimo de peso por parte das contrapartes não residentes. Por outro lado, em resultado da forte expansão registada pelo negócio com entidades pertencentes à área do euro, o seu peso no total registou um assinalável acréscimo, de 56% para 75%, o que compara com 49% no mercado cambial tradicional. Também o *turnover* realizado no mercado interbancário doméstico⁽⁸⁾, ao revelar um aumento de peso para 11%, assume um papel muito mais relevante do que aquele que, pelos resultados do inquérito, lhe é atribuído no mercado cambial tradicional.

Em termos da *estrutura por moedas* não se verificaram, entretanto, movimentos relevantes, mantendo as taxas de juro do euro uma posição largamente predominante (com 93%) no total tran-

(8) O *turnover* realizado no mercado interbancário doméstico é coincidente com o total transaccionado com empresas financeiras, dado as transacções em derivados sobre taxas de juro com outras empresas financeiras, que não bancos, não terem qualquer expressão no mercado português.

Quadro 8

VOLUME DE TRANSACÇÕES DE DERIVADOS OTC SOBRE TAXAS DE JURO

Desagregação por tipo de contrapartes

Em percentagem do total

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Empresas financeiras	99	98	97	91	82	86
Residentes	16	7	8	3	4	11
Não residentes	83	91	89	88	78	75
dos quais zona euro			30	50	38	50
Clientes não financeiros	1	2	3	9	18	14
Residentes	1	1	3	3	14	14
Não residentes	0	1	0	6	4	0
dos quais zona euro			0	6	0	0
	100	100	100	100	100	100
Total residentes	17	8	11	6	18	25
Total não residentes	83	92	89	94	82	75
dos quais zona euro			30	56	38	50

saccionado em derivados sobre taxas de juro (Quadro 9).

A análise da evolução da estrutura do *tipo de negócio por instrumento* não abrange os *FRA* devido ao reduzido peso que este instrumento passou a deter no mercado de derivados sobre taxas de juro. No entanto, a análise incorpora, pela primeira vez as opções sobre taxas de juro, dado o ganho de expressividade do seu *turnover*, em 2004.

No que diz respeito aos *IRS* registou-se um aumento de importância das contrapartes financeiras em desfavor das não financeiras e um aumento do peso do *turnover* realizado com entidades pertencentes à área do euro, em consonância com o padrão de evolução detectado para o mercado sobre taxas de juro em geral (Quadros 8 e 10). Os contra-

Quadro 9

VOLUME DE TRANSACÇÕES DE DERIVADOS OTC SOBRE TAXAS DE JURO

Desagregação por moedas

Em percentagem do total

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
EUR	65	93	91	89	94	93
USD	7	4	9	5	5	5
JPY	1	0	0	0	1	0
GBP	12	0	0	1	0	2
Outras moedas	15	3	0	5	0	0

Quadro 10

VOLUME DE TRANSACÇÕES DE DERIVADOS OTC SOBRE TAXAS DE JURO

Caracterização do tipo de negócio por instrumento

Percentagens do *turnover* total por instrumento

	IRS		Opções	
	2003	2004	2003	2004
Contrapartes	100	100	100	100
Empresas financeiras	81	96	100	34
<i>Residentes</i>	4	12	10	10
<i>Não residentes</i>	77	84	90	24
dos quais zona euro	37	52	90	23
Clientes não financeiros	19	4	0	66
<i>Residentes</i>	15	4	0	66
<i>Não residentes</i>	4	0	0	0
dos quais zona euro	0	0	0	0
Moedas	100	100	100	100
EUR	94	94	100	87
USD	6	4	0	13
JPY	0	0	0	0
GBP	0	2	0	0
CHF	0	0	0	0
Outras	0	0	0	0
Prazos	100	100	100	100
[Até 7 dias]	46	0	0	0
]7 dias - 1 mês]	11	22	0	0
]1 mês - 1 ano]	10	43	10	52
]1 ano - 5 anos]	24	29	90	21
> 5 anos	9	6	0	27
Condução da operação	100	100	100	100
Sistemas electrónicos				
de negociação	24	30	0	0
<i>para dealers</i>	24	12	0	0
<i>Broker electrónico</i>	0	0	0	0
<i>Dealino electrónico</i>	24	12	0	0
para clientes		18		0
Plataformas multibancárias		18		0
Plataformas singulares		0		0
Sistemas não electrónicos				
de negociação	76	70	100	100
<i>Broker não electrónico</i>	13	34	0	0
Outro	63	36	100	100

tos de *swaps* mantiveram-se muito concentrados nas taxas de juro do euro e deixaram de evidenciar uma maior concentração em maturidades inferiores a 7 dias, reflectindo provavelmente uma redução da actividade nos chamados EONIA *swaps*. Em contrapartida, aumentaram a sua incidência em maturidades entre 7 dias e 1 ano. Relativamente à forma escolhida para condução das transacções deste instrumento há a sublinhar que não se verificou aqui a tendência detectada no mercado cambial tradicional, de acentuado aumento da utilização de sistemas electrónicos de negociação. No

entanto, o recurso a plataformas electrónicas de negociação para clientes atinge nos IRS expressividade mais elevada do que a registada em qualquer dos restantes instrumentos analisados. Os sistemas não electrónicos de negociação continuaram, assim, a ser os mais utilizados, representando cerca de 70% do total transaccionado neste mercado.

Dado o seu muito recente desenvolvimento e sendo realizado ainda por um número muito limitado de bancos, o negócio das *opções sobre taxas de juro* não apresenta ainda uma estrutura estável, nomeadamente, no que se refere à estrutura por tipo de contrapartes nas transacções. Os clientes não financeiros residentes apresentaram-se como a principal contraparte neste tipo de contratos, enquanto que no *turnover* realizado com empresas financeiras foram as contrapartes não residentes pertencentes à área do euro que registaram o maior peso relativo. Os contratos mantiveram a sua predominância sobre taxas de juro do euro, apesar do ganho de peso registado pelas transacções sobre as taxas de juro do dólar, enquanto continuaram a concentrar-se nas maturidades a partir de 1 mês. Distintamente do que sucedeu com qualquer dos outros instrumentos analisados, as opções continuaram a ser transaccionadas exclusivamente através de sistemas não electrónicos de negociação.

2.2. Montantes em carteira

Os resultados do inquérito realizado em 2004 revelam um aumento expressivo, face a 2003

Quadro 11

POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS OTC

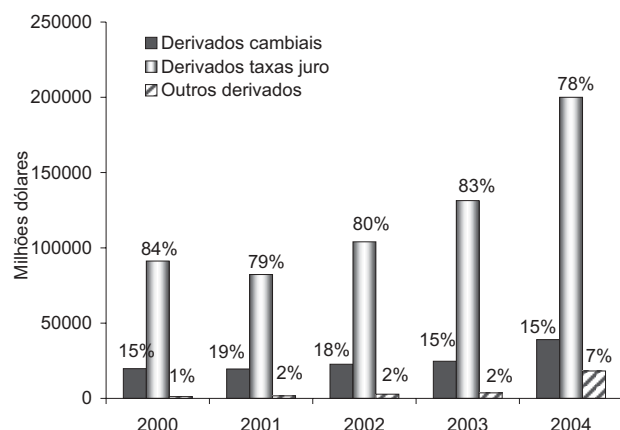
Montantes nominais

Milhões de dólares

	Total	Derivados cambiais	Derivados sobre taxas de juro	Outros derivados
1999	135365	20954	113297	1114
2000	112126	19710	91268	1148
2001	103507	19561	82283	1663
2002	129544	22710	104027	2807
2003	159697	24687	131376	3634
2004	257291	39073	200027	18191
Variação (%):				
2002 / 2003	23.3	8.7	26.3	29.5
2003 / 2004	61.1	58.3	52.3	400.6

Gráfico 5

POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS OTC



(61%)⁽⁹⁾, dos montantes nominais das posições em aberto de derivados OTC⁽¹⁰⁾, quando denominados em dólares (Quadro 11). Esta expansão é menor (45%), quando corrigida dos efeitos das variações cambiais, reflectindo o movimento de depreciação do dólar entre Março de 2003 e Março de 2004.

Contrariamente ao verificado nos últimos 2 anos, o ritmo de crescimento dos montantes nominais das posições em aberto de derivados sobre taxa de juro (52%) foi inferior ao verificado pelos derivados cambiais (58%). Paralelamente, os outros derivados, incluindo instrumentos derivados sobre acções e índices de acções, mercadorias e de crédito, registaram este ano uma assinalável expansão (quintuplicando o seu valor). Deste modo, verificaram-se algumas alterações em termos do peso relativo das posições em aberto dos diferentes tipos de instrumentos (Gráfico 5). Assistiu-se a uma redução do peso dos instrumentos derivados sobre taxas de juro, por contrapartida de um aumento dos outros derivados, que registam pela primeira vez um peso relevante (consonante com a tendência que se tem vindo a verificar a nível internacional de expansão de novos segmentos de mercado e aproximando a quota dos derivados so-

(9) Relativamente às posições, sempre que não se efectuem referências em contrário, os montantes e as percentagens referem-se a 31 de Março de 2004 e as comparações inter-temporais ao período entre o final de Março de 2003 e de Março de 2004.

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

Quadro 12

POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS CAMBIAIS OTC

Montantes nominais

Milhões de dólares

	Total	Forwards	Currency Swaps	Opções
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
2004	39073	28903	8266	1904
Variação (%):				
2002 / 2003	8.7	21.0	-30.4	80.6
2003 / 2004	58.3	49.7	93.5	72.0

bre taxas de juro dos valores verificados a nível mundial).

Derivados cambiais OTC

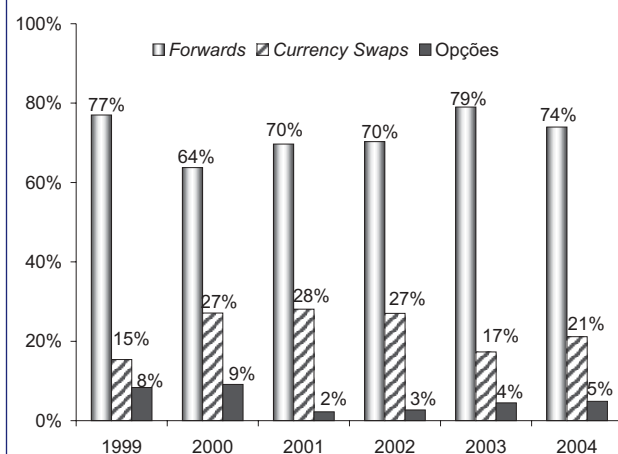
As posições em aberto de derivados cambiais registaram, em 2004, um forte acréscimo, quer quando denominadas em dólares (58%), quer após a correcção dos efeitos das variações cambiais (47%) (Quadro 12).

Para a expansão dos montantes em carteira contribuiu o crescimento de todos os tipos de derivados sobre taxas de câmbio. Os *forwards* cambiais (que incluem os *outright forwards* e os *forex swaps*),

Gráfico 6

POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS CAMBIAIS OTC

Desagregação por instrumentos



Quadro 13

**POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS
CAMBIAIS OTC**

Desagregação por moedas^(a)

Em percentagem do total

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
EUR.....	92	94	93	85	88	93
USD	69	76	70	73	67	68
JPY	18	15	17	17	17	16
GBP.....	14	9	17	13	16	15
CHF	2	1	1	1	2	1
BRL.....		0	0	8	5	1
Outras Europa....	2	3	0	1	2	3
Outras moedas	3	2	2	2	3	3

Nota:

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

apesar de um significativo crescimento, registaram uma redução do seu peso relativo, mantendo, no entanto, a sua clara supremacia como os derivados cambiais mais importantes nas carteiras das instituições reportantes (Gráfico 6). Por contrapartida, os *currency swaps* retomaram a tendência de aumento que havia sido interrompida em 2003, tendo o seu peso relativo registado também um aumento. As opções mantiveram um assinalável ritmo de crescimento, mantendo no entanto um peso relativamente reduzido. De realçar, que a evolução das posições de *currency swaps* e de opções cambiais contrasta com o papel pouco relevante que estes instrumentos assumem em termos das transacções (reflectindo o facto de estes instrumentos serem normalmente utilizados para cobertura de operações com prazos relativamente longos, perpetuando-se o seu peso em termos das posições).

Em termos da *desagregação por moedas*, importa referir um aumento generalizado dos montantes em carteira nas principais divisas. No entanto, a expansão mais significativa das posições em euros (que estará, em parte, relacionada com a apreciação desta moeda face ao dólar) induziu um reforço da posição dominante da moeda europeia. Esta evolução verificou-se, sobretudo, por contrapartida da queda da quota do real brasileiro que deixou de ter um peso relevante (Quadro 13). Ana-

lisando a *desagregação por pares de moedas*, assistiu-se a um acentuar da concentração no par EUR/USD que passou a representar cerca de 61%⁽¹¹⁾ das posições (face a 55% em 2003). Este par, o EUR/GBP (14%) e o EUR/JPY (12%), passaram a deter, em conjunto, um peso de 87% no total das posições (que compara com 83% no ano transacto).

Da análise da *estrutura por contrapartes* das posições em aberto ressalta o aumento do peso relativo das empresas financeiras, que resultou, sobretudo, do aumento significativo das posições detidas com contrapartes não residentes, quer da zona euro, quer fora da zona euro. A quota das empresas financeiras residentes continuou a ser residual. Paralelamente, verificou-se um ligeiro aumento das posições em aberto detidas por clientes não financeiros, no entanto, no contexto atrás descrito de forte expansão das empresas financeiras, o peso relativo dos clientes não financeiros apresentou uma redução. Em termos da desagregação entre residentes e não residentes continuou a assistir-se a uma redução da quota das contrapartes residentes, embora em termos absolutos os montantes das posições em aberto por elas detidas tenha continuado em expansão. De realçar o aumento da importância relativa das contrapartes não residentes domiciliadas na zona euro, revelando uma maior integração das instituições portuguesas no mercado da área do euro (Quadro 14).

Numa *análise intrumento a instrumento* verificou-se uma relativa homogeneidade em termos da decomposição por contrapartes e por moedas, mas

Quadro 14

**POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS
CAMBIAIS OTC**

Desagregação por tipo de contrapartes

Em percentagem do total

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Empresas financeiras.....	55	60	68	74	83	86
Residentes	8	7	4	3	2	2
Não residentes	47	53	64	71	81	84
dos quais zona euro			17	18	23	30
Clientes não financeiros.....	45	40	32	26	17	14
Residentes	34	31	22	15	16	14
Não residentes	11	9	10	11	1	0
dos quais zona euro			3	3	0	0
	100	100	100	100	100	100
Total residentes	42	38	26	18	18	16
Total não residentes.....	58	62	74	82	82	84
dos quais zona euro			20	21	23	30

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

Quadro 15

POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS CAMBIAIS OTC

Caracterização do tipo de negócio por instrumento

Percentagens das posições em aberto por instrumento

	Forwards		Currency Swaps		Opções	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Contrapartes	100	100	100	100	100	100
Empresas financeiras.	88	89	68	77	56	67
Residentes	2	2	0	1	2	12
Não residentes	86	88	68	76	54	56
dos quais zona euro	25	31	18	29	2	25
Clientes não financeiros	12	11	32	23	44	33
Residentes	11	10	32	22	41	31
Não residentes	1	0	0	1	2	2
dos quais zona euro	0	0	0	0	0	0
Pares de moedas	100	100	100	100	100	100
EUR/USD	57	59	35	67	82	64
EUR/JPY	8	9	42	24	0	13
EUR/GBP	17	17	2	5	10	1
EUR/CHF	2	2	0	0	0	0
EUR/ outras	4	6	3	4	7	0
GBP/USD	2	1	0	0	0	2
USD/JPY	4	5	0	0	0	0
USD/CHF	1	0	0	0	0	0
USD/outras	5	1	18	0	1	20
Outras	0	0	0	0	0	0
Prazos	100	100	100	100	100	100
[Até 7 dias]	5	10	0	1	0	1
[7 dias - 1 mês]	20	21	2	0	20	23
[1 mês - 1 ano]	59	55	27	55	74	49
[1 ano - 5 anos]	6	6	49	26	6	27
> 5 anos	10	8	22	18	0	0

diferenças assinaláveis na estrutura por prazos (Quadro 15).

Assim, em todos os instrumentos se verifica a já referida posição dominante das contrapartes financeiras, verificando-se um aumento da sua quota nos três tipos de derivados. De realçar, no entanto, o peso mais significativo dos clientes não financeiros no segmento das opções e, em menor grau, nos *currency swaps*. Também em todos os instrumentos é notório o aumento do peso das contrapartes residentes na zona euro. Relativamente às moedas, os pares EUR/USD, EUR/JPY e EUR/GBP são também os principais, constituindo excepção o caso das opções, onde o real brasileiro ocupa um lugar de destaque (traduzindo, no entanto, decisões estratégicas de um número muito limitado de instituições).

Em termos da desagregação por prazos, constata-se, ao nível das posições em aberto de *forwards* a manutenção de uma elevada concentração nos prazos até 1 ano (sobretudo, entre 1 mês e 1 ano). Relativamente aos *currency swaps*, os prazos entre 1 mês e um ano são agora preponderantes, os prazos inferiores a 1 mês continuam a ser praticamente inexistentes (corroborando a diferença existente entre o peso detido por este instrumento nas transacções e nas posições em aberto) e a importância das posições acima de 1 ano (cerca de 45%) permanece como uma característica específica deste instrumento. Quanto às opções, verifica-se uma maior dispersão de prazos (o que poderá traduzir o aumento da profundidade deste segmento no mercado nacional).

Derivados OTC sobre taxas de juro

À semelhança do verificado nos derivados cambiais, no segmento dos derivados sobre taxas de juro os montantes nocionais das posições registaram um aumento significativo, quer quando denominados em dólares (52%), quer quando corrigidos dos efeitos das flutuações cambiais entre Março de 2003 e de 2004 (37%) (Quadro 16).

O aumento dos montantes em carteira resultou, quer da manutenção de um forte ritmo de cresci-

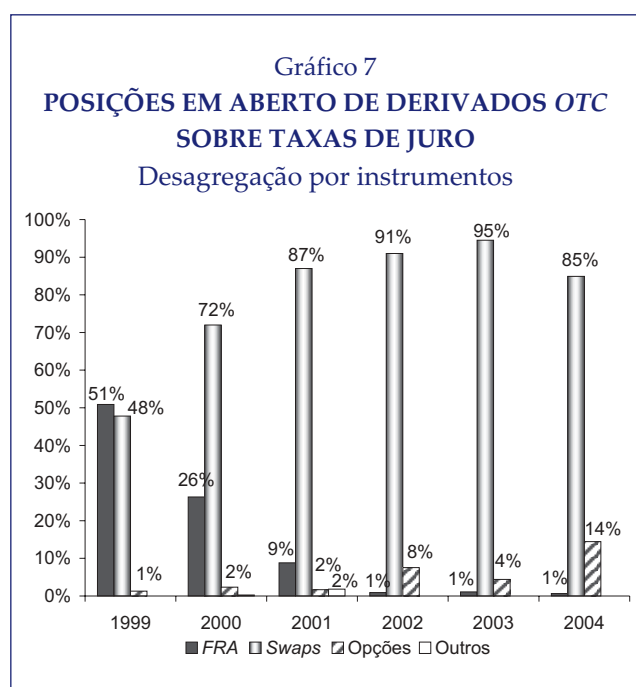
Quadro 16

POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS OTC SOBRE TAXAS DE JURO

Montantes em carteira

Milhões de dólares

	Total	FRA	IRS	Opções	Outros
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
2004	200027	1296	169851	28880	0
Variação (%):					
2002 / 2003	26.3	54.1	30.4	-26.5	-
2003 / 2004	52.3	-9.9	36.8	399.7	-100.0



mento dos *IRS*, quer da significativa expansão registada pelas opções, num contexto em que as posições em aberto de *FRA* apresentaram um decréscimo determinado pela diminuição acentuada do seu *turnover*. Assim, verificou-se uma interrupção da tendência de aumento do peso relativo dos *IRS*, que se mantêm, no entanto, como o instrumento dominante nas carteiras das instituições, com uma quota de 85% (Gráfico 7). Por contrapartida, registou-se um forte aumento do peso das opções, que passaram a representar cerca de 14% dos montantes em carteira. Neste segmento, embora se verifique já uma participação mais alargada de instituições financeiras, o número de instituições a tomarem posições é ainda restrito. Os *FRA* mantiveram um peso residual. A evolução da importância relativa dos diferentes instrumentos aproximou a es-

trutura do mercado português à estrutura que se observa nos principais mercados internacionais.

Relativamente à *estrutura por moedas*, verificou-se um novo aumento do peso relativo dos derivativos sobre taxas de juro do euro, em detrimento do dólar (Quadro 17). De realçar que em valores absolutos se verificou mesmo uma contracção dos montantes nocionais em derivativos sobre taxas de juro do dólar, enquanto que os instrumentos sobre taxas de juro do euro apresentaram um forte crescimento (mesmo quando corrigidos da apreciação do EUR/USD).

A *estrutura por contrapartes* revela uma significativa estabilidade na desagregação entre contrapartes financeiras e não financeiras. Manteve-se uma clara predominância das empresas financeiras não residentes, prosseguindo, porém, a tendência de redução do seu peso relativo. Paralelamente, assistiu-se a um novo aumento do peso das contrapartes residentes, induzido conjuntamente pelo incremento da quota das empresas financeiras e dos clientes não financeiros (Quadro 18).

Na *análise desagregada por instrumento*⁽¹²⁾ verifica-se uma relativa homogeneidade em termos da estrutura por moedas — com forte predominância do euro — e da estrutura por prazos — registando-se uma forte concentração nos prazos superiores a 1 mês, em particular entre 1 e 5 anos (Quadro 19).

Relativamente às contrapartes, a análise por instrumento revela a preponderância das empresas financeiras não residentes. No entanto, o peso

Quadro 17

POSIÇÕES DE DERIVADOS OTC SOBRE TAXAS DE JURO
Desagregação por moedas

Em percentagem do total

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
EUR	75	69	80	83	88	91
USD	7	13	12	11	9	6
JPY	0	1	0	0	0	0
GBP	10	9	5	3	1	2
Outras Europa	6	2	2	1	1	1
Outras moedas	8	2	1	1	1	0

Quadro 18

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

Em percentagem do total

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Empresas financeiras	91	91	93	92	90	89
Residentes	17	10	9	8	11	14
Não residentes	74	81	84	84	79	75
dos quais zona euro			22	32	26	39
Clientes não financeiros	9	9	7	8	10	11
Residentes	2	3	4	6	8	10
Não residentes	7	6	3	2	2	1
dos quais zona euro			0	1	0	0
	100	100	100	100	100	100
Total residentes	19	13	13	14	19	24
Total não residentes	81	87	87	86	81	76
dos quais zona euro			22	33	26	39

Quadro 19

POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS OTC SOBRE TAXAS DE JURO

Caracterização do tipo de negócio por instrumento

Percentagens das posições em aberto por instrumento

	IRS		Opções	
	2003	2004	2003	2004
Contrapartes	100	100	100	100
Empresas financeiras	92	92	59	72
<i>Residentes</i>	11	14	9	22
<i>Não residentes</i>	81	78	50	50
dos quais zona euro	26	40	28	31
Clientes não financeiros	8	8	41	28
<i>Residentes</i>	6	7	39	25
<i>Não residentes</i>	2	1	2	3
dos quais zona euro	0	0	1	0
Moedas	100	100	100	100
EUR	87	93	91	87
USD	10	6	9	6
GBP	1	1	0	6
JPY	0	0	0	1
SEK	1	0	0	0
Outras	1	0	0	0
Prazos	100	100	100	100
[Até 7 dias]	1	1	0	3
[7 dias - 1 mês]	3	4	0	5
[1 mês - 1 ano]	32	25	37	30
[1 ano - 5 anos]	37	44	49	43
> 5 anos	27	26	14	19

relativo destas contrapartes é claramente inferior nas opções, onde os clientes não financeiros residentes assumem um papel significativo (à semelhança do verificado nas opções cambiais).

Outros derivados OTC

Os derivados sobre acções, sobre mercadorias e de crédito registaram, no inquérito de 2004, um aumento da sua importância relativa (passando a representar cerca de 7% do total das posições OTC) (Gráfico 5). O aumento verificado nos montantes em carteira ficou a dever-se, sobretudo, ao desenvolvimento nos derivados sobre acções e, em menor grau, nos derivados de crédito (Quadro 20). Os derivados sobre acções continuam, assim, a re-

Quadro 20

POSIÇÕES EM ABERTO DOS OUTROS DERIVADOS OTC

Montantes em carteira

Milhões de dólares

	Total	Deri- vados sobre acções	Deri- vados sobre merca- dorias	Deri- vados de crédito	Outros
2001	1662	1662	0	0	0
2002	2808	2236	0	572	0
2003	3634	2776	1	773	84
2004	18190	13768	29	4301	92
Variação (%):					
2002 / 2003 . . .	29.4	24.2	-	35.1	-
2003 / 2004 . . .	400.6	396.0	2800.0	456.4	9.5

presentar cerca de 75% do total dos outros derivados, enquanto os derivados de crédito representam 24%. Nos derivados sobre mercadorias, a actividade continua a ser virtualmente inexistente.

Relativamente aos *derivados sobre acções*, assistiu-se a um incremento significativo dos montantes em carteira. De realçar, no entanto, que este movimento se deve, não a um comportamento generalizado dos bancos activos neste segmento, mas a estratégias de negócio de um número limitado de bancos que aumentaram significativamente as suas posições em *swaps* e opções sobre acções. Deste modo, as posições em aberto neste segmento de mercado dividem-se entre os *swaps* (55%) e as opções (45%).

Em termos das contrapartes registou-se uma redução da preponderância das instituições financeiras em resultado da diminuição do peso relativo das contrapartes financeiras não residentes domiciliadas na zona euro (em contrapartida de um aumento da quota dos clientes não financeiros, quer residentes quer não residentes). No entanto, as instituições financeiras não residentes pertencentes à zona euro continuam a ser a principal contraparte (com 31% das posições) logo seguidas pelas instituições financeiras residentes fora da zona euro (com 26%).

Quanto à nacionalidade do emitente do activo subjacente, reforçou-se a forte concentração em acções e índices de acções da zona euro que passaram a representar 97% das posições (face a 93%, em 2003).

(12) Não se procedeu a uma análise dos *FRA*, uma vez que, dada a reduzida liquidez e profundidade deste segmento, uma análise de grande detalhe tenderia a reflectir alterações das estratégias de negócio de algumas instituições específicas e não padrões gerais de evolução.

O segmento dos *derivados de crédito* registou igualmente um crescimento significativo, mantendo, no entanto, um peso residual. O número de instituições com actividade neste segmento aumentou, mas é ainda reduzido.

3. MERCADO ORGANIZADO

De acordo com os resultados do inquérito de Abril de 2004, a actividade em instrumentos transaccionados no mercado de bolsa - opções e futuros - continuou a estar muito concentrada nos derivados sobre taxas de juro e a ser desenvolvida por um número ainda limitado de bancos. Os derivados nas restantes categorias de risco de mercado - cambial, acções e mercadorias - mantiveram pesos residuais ou revelaram-se inexistentes, como no caso dos derivados sobre mercadorias. Recorde-se que o inquérito apenas recolhe informação relativa às transacções nos mercados cambial e sobre taxas de juro, enquanto que abrange um universo mais vasto de produtos derivados no caso das posições em aberto.

A actividade em derivados cambiais manteve-se restringida aos futuros cambiais, enquanto que no segmento dos derivados sobre acções deixou de abarcar unicamente os futuros para passar também a incluir as opções, facto que induziu o seu significativo desenvolvimento. Os derivados sobre taxas de juro, que mantiveram inalterada a sua predominância quase exclusiva na estrutura

Quadro 21

DERIVADOS TRANSACCIONADOS EM BOLSA Volume diário médio de transacções

Milhões de dólares

	Total	Derivados cambiais	%	Derivados sobre taxas de juro	%
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
2004.....	1989	3	0.2	1986	99.8
Variação (%):					
2002/2003	-61.3	-66.7		-61.3	
2003/2004	54.1	200.0		54.0	

por instrumentos no mercado de bolsa, continuaram entretanto a repartir-se entre as opções e os futuros.

No que se refere ao segmento dos derivados sobre taxas de juro, a informação recolhida revelou um padrão de evolução diferenciado, entre 2003 e 2004, em termos de volumes transaccionados e de montantes nocionais das posições em aberto. Em termos de *turnover*, este segmento registou um incremento, enquanto que em termos de montantes em carteira verificou um decréscimo (Quadros 21 e 22). Na base deste diferente comportamento esteve um aumento significativo da actividade em opções sobre taxas de juro, com uma maior incidên-

Quadro 22

DERIVADOS TRANSACCIONADOS EM BOLSA Montantes nocionais das posições em aberto

Milhões de dólares

	Total	Derivados Cambiais	%	Derivados sobre taxas de juro	%	Derivados sobre acções e índices de acções	%
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
2004.....	33223	13	0.0	32673	98.3	537	1.6
Variação (%):							
2002 / 2003	10.9	642.9		11.0		-33.5	
2003 / 2004	-31.0	-75.0		-31.8		306.4	

Quadro 23

VOLUME DE TRANSACÇÕES DE FUTUROS SOBRE TAXAS DE JURO

Caracterização do tipo de negócio

Percentagens do *turnover* total por instrumento

	Futuros sobre taxas de juro inferiores a 1 ano		Futuros sobre taxas de juro superiores a 1 ano	
	2003	2004	2003	2004
Contrapartes				
Bolsas estrangeiras ..	100	100	100	100
zona euro	57	79	98	89
fora da zona euro ..	43	21	2	11
Moedas	100	100	100	100
EUR	86	73	97	87
USD	13	27	3	13
JPY	0	0	0	0
GBP	1	0	0	0
CHF	0	0	0	0
Outras	0	0	0	0

cia em contratos de maturidades mais reduzidas, induzindo um *rollover* mais frequente em termos de transacções, mas com uma vida mais curta na carteira dos bancos. Sublinha-se, mais uma vez, que a leitura destes resultados deverá ter em atenção que, dado o número limitado de bancos envolvido no negócio dos derivados de bolsa, e, em particular, no das opções, este mercado 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.

Com efeito, a expansão do *turnover* em derivados sobre taxas de juro ficou unicamente a dever-se ao incremento dos contratos de opções, já que o dos futuros se contraiu. Para a redução dos montantes nominais das posições em aberto contribuiu, no entanto, o decréscimo de actividade, quer em contratos de futuros, quer de opções.

Os futuros sobre taxas de juro continuaram a ser o instrumento mais disseminado na actividade reportada pelos bancos no mercado de bolsa, pese embora o decréscimo registado em termos de *turnover* (-49%) e em termos de montantes em carteira (-19%). Em resultado e devido ao movimento distinto das opções em termos de transacções e de posições, o peso dos futuros diminuiu (para 29%) no *turnover* total, mas aumentou (para 52%) no total dos montantes em carteira, face a 89% e 45% em 2003, respectivamente.

Quadro 24

POSIÇÕES EM ABERTO DE FUTUROS SOBRE TAXAS DE JURO

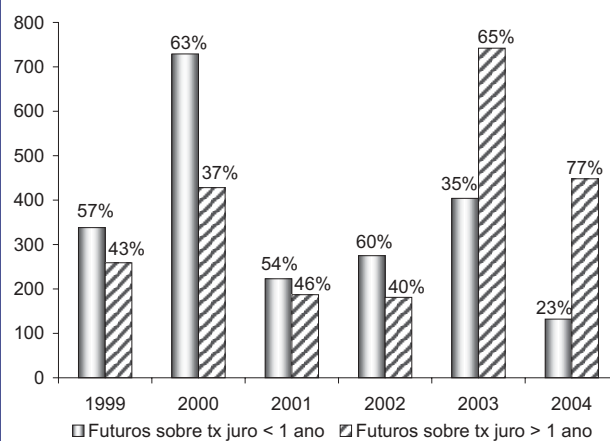
Caracterização do tipo de negócio

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	
	2003	2004	2003	2004
Contrapartes				
Bolsas estrangeiras ..	100	100	100	100
zona euro	3	15	99	90
fora da zona euro ..	97	85	1	10
Moedas	100	100	100	100
EUR	94	76	99	89
USD	6	11	1	11
JPY	0	0	0	0
GBP	0	13	0	0
CHF	0	0	0	0
Outras	0	0	0	0

O decréscimo do negócio dos futuros registou-se em contratos sobre taxas de juro do euro, incidindo sobretudo sobre taxas de juro inferiores a um ano. Inversamente, o negócio dos futuros sobre taxas de juro do dólar registou um aumento generalizado, em termos absolutos e relativos (Quadro 23). Apesar deste ganho, os contratos sobre taxas de juro do euro mantiveram-se largamente predominantes, representando mais de 70% do negócio dos futuros, tanto nos futuros sobre taxas de juro de curto prazo, como nos contratos sobre taxas de juro de prazo mais longo. Por outro

Gráfico 8
FUTUROS SOBRE TAXAS DE JURO
Volume diário médio de transacções



Quadro 25

VOLUMES TRANSACCIONADOS

Indicadores de concentração

	<i>n</i>	Q 3	Q 6
Spot			
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
2004	26	64.0	87.2
Derivados cambiais			
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
2004	23	66.4	88.1
Derivados s/ taxas de juro			
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
2004	14	78.9	98.3

n - número de instituições participantes no segmento

lado, os contratos sobre taxas de juro de longo prazo reforçaram o seu peso para 77% (Gráfico 8).

No que respeita à distribuição geográfica dos contratos, os futuros continuaram a ser preferencialmente negociados em bolsas de países da área do euro, em particular nos casos dos contratos sobre taxas de prazo mais longo. Distintamente deste padrão, no entanto, os contratos sobre taxas de curto prazo com maior peso nas carteiras dos bancos continuaram a ser sobretudo os negociados em bolsas não pertencentes a países da área do euro, nomeadamente na LIFFE (Quadro 24).

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

O grau de concentração nos diferentes segmentos de mercado⁽¹³⁾ continua a revelar-se relativamente elevado, apresentando, no entanto, algumas diferenças, quer de nível, quer de evolução entre os diversos segmentos. Importa realçar que o número de instituições se tem mantido relativamente estável, dentro de cada segmento, nos últimos anos. O facto de este número ser relativamente re-

Quadro 26

POSIÇÕES EM ABERTO

Indicadores de concentração

	<i>n</i>	Q 3	Q 6
Derivados cambiais			
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
2004	27	66.3	86.3
Derivados s/ taxas de juro			
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
2004	22	72.3	96.0
Derivados s/ acções			
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
2004	11	92.1	98.8

n - número de instituições participantes no segmento

duzido resulta, por vezes, em alguma volatilidade nos indicadores de concentração.

O significativo grau de concentração é bem visível nas quotas de mercado conjuntas das três e seis instituições financeiras⁽¹⁴⁾ mais activas que, quer em termos de volumes transaccionados, quer em termos de posições em aberto, são superiores a 60% e 85%, respectivamente (Quadros 25 e 26).

No segmento das **operações spot**, observou-se alguma redução do grau de concentração, para o que contribuiu, em particular, a queda significativa da quota da instituição mais activa neste segmento.

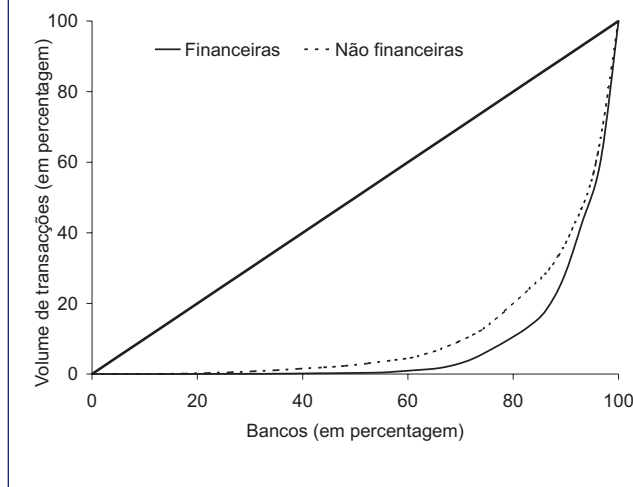
Relativamente ao segmento dos **derivados cambiais**, verificou-se um aumento do grau de concentração, quer no que se refere às transacções, quer

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

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

Gráfico 9
TRANSACÇÕES

Contrapartes financeiras vs não financeiras
Curvas de Lorenz



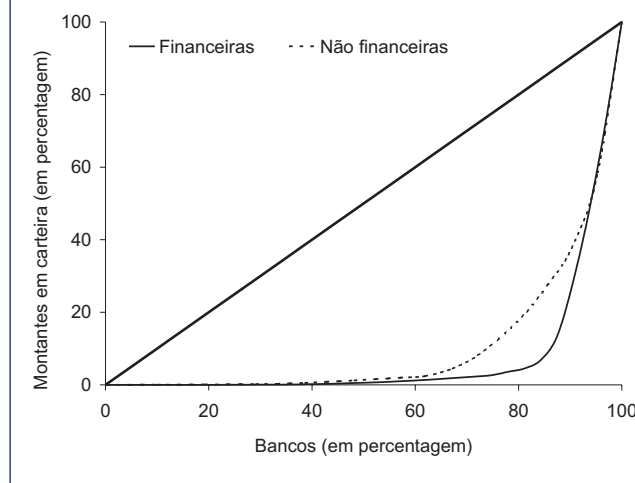
ao nível das posições. O movimento mais significativo resultou do reforço da quota individual das 3 instituições mais activas em todos os tipos de derivados cambiais (com excepção das opções), tendo o indicador Q3 aumentado significativamente.

Nos *derivados sobre taxas de juro* assistiu-se a uma relativa manutenção do grau de concentração em termos das transacções. Por outro lado, relativamente às posições, verificou-se uma redução assinalável da quota das 3 instituições mais activas. Esta evolução foi idêntica nos vários instrumentos sobre taxas de juro e resultou do aparecimento de uma quarta instituição com um peso significativo.

Por fim, no segmento dos *derivados de acções*, registou-se um forte incremento do grau de concentração, contrariando a tendência recente de descida (mais consentânea com um mercado ainda recente e em desenvolvimento). Esta evolução resultou do aumento muito significativo da actividade de um grupo financeiro tradicionalmente não muito activo neste sector.

Gráfico 10
POSIÇÕES

Contrapartes financeiras vs não financeiras
Curvas de Lorenz



Analisando o grau de concentração do volume de transacções e das posições em aberto por *tipo de contraparte*, constata-se um grau de concentração muito elevado quer nas operações efectuadas com entidades financeiras, quer com contrapartes não financeiras, verificando-se, no entanto, uma maior concentração no caso das contrapartes financeiras. Este fenómeno pode ser observado através das curvas de Lorenz (Gráficos 9 e 10), 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 às contrapartes financeiras revela que as operações realizadas com estas entidades se encontram mais concentradas numa menor percentagem de bancos do que as realizadas com clientes não financeiros. De referir que, ao nível da desagregação entre contrapartes residentes e não residentes, o grau de concentração é mais uniforme, sobretudo ao nível das transacções.

**Caixa: INQUÉRITO TRIENAL À ACTIVIDADE DOS MERCADOS DE CÂMBIOS
E DE PRODUTOS DERIVADOS COORDENADO PELO BIS EM 2004**

Resultados preliminares da parte relativa ao turnover

Sob a égide do Banco de Pagamentos Internacionais (BIS) realizou-se em 2004, um novo inquérito trienal dos bancos centrais à actividade nos mercados de câmbios e de produtos derivados, no qual participaram bancos centrais e autoridades monetárias de um número mais alargado de países que em 2001 (52 face a 48 países). O inquérito de 2004 seguiu um formato idêntico aos inquéritos realizados nos três últimos triénios, tendo recolhido informação relativa aos volumes transaccionados em operações cambiais spot e em derivados cambiais e sobre taxas de juro, durante o mês de Abril, e inquirido dados sobre as posições em aberto de produtos derivados, no final de Junho. O inquérito voltou a incidir apenas sobre as operações realizadas em mercado de balcão (OTC) e, no que se refere às posições, continuou a recolher informação em base consolidada. Em 28 de Setembro último, os bancos centrais participantes efectuaram a divulgação simultânea dos resultados nacionais do inquérito relativo ao turnover e o BIS associou-se publicando os resultados preliminares agregados desta parte do inquérito. No respeitante aos resultados da parte do inquérito relativa às posições em aberto, apenas irá ser efectuada a divulgação dos dados globais pelo BIS numa data próxima.

Quadro 1

VOLUME DE TRANSACÇÕES NO MERCADO CAMBIAL TRADICIONAL ^(a)

Resultados dos inquéritos trienais coordenados pelo BIS

Turnover diário médio

Em mil milhões de dólares e percentagens

	1998		2001		2004	
	Valor	% do total	Valor	% do total	Valor	% do total
Total turnover ^(b)	1490		1200		1880	
Total ^(c)	1430	100	1174	100	1773	100
Spot	568	40	387	33	621	35
Outright forwards	128	9	131	11	208	12
Foreign exchange swaps	734	51	656	56	944	53
Por moedas ^(d)		200		200		200
Dólar dos EUA		87		90		89
Euro		.		38		37
Marco alemão		30		.		.
Franco francês		5		.		.
ECU e outras moedas do SME		17		.		.
Iene japonês		20		23		20
Libra esterlina		11		13		17
Franco suíço		7		6		6
Dólar australiano		3		4		6
Dólar canadiano		4		5		4
Outras moedas		16		21		21
Por tipo de contraparte		100		100		100
Empresas financeiras "reporting dealers"	908	63	689	59	936	53
Outras empresas financeiras	279	20	329	28	585	33
Clientes não financeiros	242	17	156	13	252	14
		100		100		
Residentes	657	46	499	43	674	38
Não residentes	772	54	674	57	1099	62

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

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

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

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

Os resultados apurados pelo BIS relativos ao turnover revelam uma forte expansão da **actividade do mercado de balcão** nos últimos três anos, registando ritmos de crescimento superiores a 50%, quer no mercado cambial tradicional, quer nos segmentos dos derivados sobre taxas de câmbio e sobre taxas de juro. O volume diário médio de transacções no **mercado cambial tradicional** (que inclui as operações spot, os outright forwards e os foreign exchange swaps) atingiu em Abril de 2004 o valor de 1880 mil milhões de dólares. Verificou-se assim, entre Abril de 2001 e Abril de 2004, um aumento de 57% a taxas de câmbio correntes, e de 36% quando avaliado a taxas de câmbio constantes. Este aumento mais do que corrige a contracção de 20% registada entre Abril de 1998 e Abril de 2001.

Todos os **instrumentos cambiais tradicionais** registaram uma expansão significativa, mas o crescimento mais acentuado do turnover das operações spot e dos outright forwards reflectiu-se no aumento ligeiro do seu peso no volume total de transacções (para 35% e 12%, respectivamente), por contrapartida de um decréscimo de importância dos forex swaps (para 53%). A actividade em instrumentos “tradicionais” desenvolveu-se com todo o tipo de **contrapartes** e em particular com empresas financeiras que não são “reporting dealers”, cujo peso no turnover total registou um assinalável aumento (de 28% para 33%). Contrastando, a quota das empresas financeiras “reporting dealers” no total verificou um decréscimo, reflectindo, nomeadamente, a continuação do processo de consolidação bancária e uma maior utilização de brokers electrónicos na negociação das operações. Em resultado, acabou por se manter relativamente inalterado o peso global do turnover com empresas financeiras, em torno de 86%, assim como a quota dos clientes não financeiros, em cerca de 14%. As transacções com contrapartes não domésticas registaram um significativo aumento, passando a representar um peso superior a 60% no total das transacções, o que confirma a tendência para a globalização da actividade.

Quanto à repartição do turnover por **moedas**, não se verificaram movimentos significativos, continuando o dólar a deter a posição de moeda mais importante, ao participar em cerca de 90% do total transaccionado no mercado cambial tradicional (ver nota (d) do Quadro 1). O euro manteve-se na segunda posição (37%), logo seguido do iene (20%) e da libra esterlina (17%). Na **distribuição geográfica** das transacções, o Reino Unido (31%) e os EUA (19%) continuaram a ser os centros financeiros mais importantes, concentrando cerca de 50% do negócio a

Quadro 2

VOLUME DE TRANSACÇÕES NO MERCADO DE DERIVADOS OTC^(a)

Resultados dos inquéritos trienais coordenados pelo BIS

Turnover diário médio

Em mil milhões de dólares e percentagens

	1998		2001		2004	
	Valor	% do total	Valor	% do total	Valor	% do total
Derivados sobre taxas de câmbio^(b)	97	100	67	100	140	100
<i>Currency swaps</i>	10	10	7	10	21	15
Opções	87	90	60	90	117	84
Outros	0	0	0	0	2	1
Derivados sobre taxas de juro	265	100	489	100	1025	100
<i>FRA</i>	74	28	129	26	233	22
<i>Swaps (IRS)</i>	155	58	331	68	621	61
Opções	36	14	29	6	171	17
Outros	0	0	0	0	0	0
Total^(c)	362		556		1165	
Total turnover^(d)	375		575		1220	

Notas:

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

(b) Englobam todos os derivados cambiais não tradicionais (i.e. excluem os *outright forwards* e os *forex swaps*).

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

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

nível mundial. A quota dos cinco maiores centros financeiros, que continuou a englobar, além daqueles dois países, o Japão, Singapura e a Alemanha, manteve-se próximo de 70%.

A nível internacional e de acordo com os resultados do inquérito do BIS, o volume transaccionado no **mercado OTC de produtos derivados**, que inclui os derivados cambiais não tradicionais (como os currency swaps e opções cambiais) e os derivados sobre taxas de juro, mais do que duplicou entre Abril de 2001 e Abril de 2004. A taxas de câmbio constantes, este crescimento atenua-se para 77%. Um elevado ritmo de crescimento quer dos derivados cambiais, quer dos derivados sobre taxas de juro suportou a expansão verificada.

Em resultado, não se verificaram alterações nos pesos destes segmentos, continuando os derivados sobre taxas de juro a representar cerca de 88% do turnover total do mercado de derivados e os derivados cambiais não tradicionais a deterem uma quota bastante mais reduzida, em torno de 12%. Devido a esta disparidade na importância relativa dos dois segmentos, a estrutura dos derivados sobre taxas de juro persiste como uma proxy da estrutura global do mercado de derivados.

O desenvolvimento do negócio em **instrumentos sobre taxas de juro** registou-se com mais intensidade em contratos denominados em dólares, em particular nas opções sobre taxas de juro, onde se verificou um extraordinário crescimento. Em resultado, as opções aumentaram substancialmente a sua quota no total do mercado de derivados sobre taxas de juro (de 6% para 17%), por contrapartida de diminuições do peso dos FRA (para 22%) e dos IRS (para 61%). De acordo com o BIS, a alteração da perspectiva para a evolução futura das taxas de juro oficiais nos EUA estará na base do crescimento do turnover em contratos denominados em dólares. Apesar desta evolução, as taxas de juro do euro mantiveram-se como as mais utilizadas nos derivados sobre taxa de juro (45%), apenas não se verificando esta predominância nas opções, com o dólar a tornar-se aqui claramente dominante. Embora a um ritmo menor, os contratos denominados em euros também registaram uma significativa expansão, sobretudo nos IRS, que são tidos como o benchmark para o segmento de taxa fixa europeu.

Quadro 3

VOLUME DE TRANSACÇÕES DE DERIVADOS OTC SOBRE TAXAS DE JURO^(a)

Resultados dos inquéritos trienais coordenados pelo BIS

Distribuição por moedas e contrapartes

Em mil milhões de dólares e percentagens

	1998		2001		2004	
	Valor	% do total	Valor	% do total	Valor	% do total
Por moedas ^(b)	265	100	489	100	1025	100
Dólar dos EUA	71	27	152	31	347	34
Euro	-	-	231	47	461	45
Marco alemão	63	24	-	-	-	-
Franco francês	25	9	-	-	-	-
ECU e outras moedas SME	35	13	-	-	-	-
Iene japonês	27	10	27	6	46	4
Libra esterlina	17	6	37	8	90	9
Outras	28	11	42	8	81	8
Por contrapartes ^(b)	265	100	489	100	1025	100
Empresas financeiras "reporting dealers"	150	56	322	66	494	48
Residentes	71	27	135	28	188	18
Não residentes	78	29	187	38	306	30
Outras empresas financeiras	89	34	142	29	450	44
Residentes	46	17	57	12	195	19
Não residentes	44	17	85	17	256	25
Clientes não financeiros	27	10	25	5	79	8
Residentes	16	6	15	3	32	3
Não residentes	10	4	10	2	47	5

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

(b) Exclui ajustamentos para compensar uma eventual subavaliação dos dados globais.

Tal como o ocorrido no mercado cambial tradicional, em termos do total das transacções de derivados também se verificou um assinalável incremento do negócio com **contrapartes** financeiras que não são “reporting dealers”, tendo a sua quota aumentado de 29% para cerca de 44%. Simultaneamente, também se verificou um decréscimo do peso do turnover com empresas financeiras “reporting dealers”, o que segundo o BIS poderá reflectir um maior recurso aos derivados por parte, nomeadamente, de pequenos bancos, hedge funds e seguradoras. Em resultado, as empresas financeiras apesar de largamente predominantes verificaram uma diminuição ligeira do seu peso para 92%. Por outro lado, à semelhança do que sucedeu no mercado cambial tradicional, também nos derivados se manteve a tendência para o reforço da importância das contrapartes não residentes nas transacções, cuja quota aumentou para 60%.

Quanto à **distribuição geográfica do turnover em derivados não tradicionais** e segundo os dados do BIS, o Reino Unido e os Estados Unidos reforçaram a sua posição de principais centros financeiros a nível internacional, passando a deter em conjunto 67% do total transaccionado (54% em 2001). A França registou um ganho de importância, passando a ocupar a 3ª posição com uma quota de 10%. Entre os restantes países, salienta-se como principais movimentos, a assinalável perda de quota da Alemanha, de 13 % para 3%, e as diminuições de peso dos mercados holandes e espanhol, respectivamente para 1.5% e 0.8% (face a 3% em 2001).

No que se refere ao **mercado português**, a sua evolução, no último triénio, teve algumas particularidades que a distinguiram da verificada a nível global.

Tal ocorreu no **mercado cambial tradicional** que registou uma evolução com algumas características distintas da seguida, no mesmo período, pelo mercado internacional. A actividade no mercado de balcão registou em termos globais um incremento muito mais ténue que o detectado no inquérito do BIS, não tendo o aumento do turnover do mercado cambial tradicional (de apenas 11%) permitido corrigir a significativa contracção registada, entre 1998 e 2001 na sequência da introdução do euro, como sucedeu a nível internacional. Refira-se, por memória, que esta diminuição do turnover se tinha registado de forma muito mais acentuada no caso português (-61%) por comparação com a que tinha ocorrido no mercado global (-20%). Por outro lado, no mercado português, não se verificou um desenvolvimento preferencial do segmento spot e forward, tendo o crescimento do turnover nacional ficado sobretudo a dever-se aos forex swaps e contado até com uma contribuição negativa por parte dos outright forwards. Apesar destes movimentos, a **estrutura por instrumentos** não verificou alterações significativas, pelo que continuou a seguir um padrão algo distinto do detectado a nível internacional, com as operações cambiais spot a manterem-se preponderantes (53%) e os outright forwards a deterem um peso muito reduzido (4%) no turnover total, em contraste com a posição dominante dos forex swaps e a relativa maior importância dos outright forwards no mercado global. No respeitante à **distribuição do turnover por contrapartes**, também aqui se verificou um comportamento distinto, com as empresas financeiras a acentuarem a sua predominância nas transacções do mercado cambial tradicional (para cerca de 90%), tendo como contrapartida uma redução da quota dos clientes não financeiros. Em sintonia com a evolução internacional, verificou-se, contudo, a continuação da tendência para a internacionalização do negócio com contrapartes não residentes, num contexto em que este tipo de contrapartes atinge tradicionalmente uma maior expressividade no mercado português, onde representa uma quota superior a 85%. Em termos da **distribuição por moedas**, o euro continuou a ser a moeda mais importante das transacções do mercado nacional, ocupando a posição que o dólar assume a nível internacional, enquanto as transacções envolvendo a libra esterlina registaram um acréscimo significativo de importância no total do turnover cambial, à semelhança do ocorrido no mercado global.

O **mercado OTC de derivados portugueses** registou, tal como o mercado global, uma evolução muito dinâmica, tendo o volume total transaccionado, em Abril de 2004, mais do que duplicado face a Abril de 2001. À semelhança do verificado a nível internacional, os derivados sobre taxas de juro continuaram a ser predominantes, representando no caso português mais de 95% do total do turnover de derivados. Importa salientar que a importância do segmento de taxa de juro é maior no mercado português, num contexto em que o volume transaccionado de derivados cambiais não tradicionais é totalmente inexpressivo. No que respeita à desagregação por **instrumentos** do segmento de taxa de juro, o padrão português permaneceu semelhante à estrutura dos mercados internacionais, continuando no entanto a verificar-se uma predominância mais significativa dos IRS, que representam

mais de 80% do turnover dos derivados sobre taxas de juro. Também no mercado português, as opções sobre taxas de juro registaram um crescimento significativo, que induziu um ganho da sua quota para cerca de 15%, próximo do peso que detêm no mercado internacional. Distintamente, no entanto, o turnover dos FRA tornou-se quase inexistente, em contraste com o peso relevante que detém no total dos países participantes no inquérito do BIS.

A predominância do euro, em termos das **moedas** base dos derivados sobre taxas de juro, manteve-se mais significativa no mercado português do que no mercado internacional com as taxas de juro do euro a serem utilizadas em 93% das transacções (que compara com 5% no dólar), mantendo-se esta supremacia tanto nos IRS como nas opções. Importa realçar, no entanto, que o já referido incremento dos contratos denominados em dólares a nível internacional também foi registado pelas opções no mercado português, embora em menor dimensão, tendo-se assistido a um aumento do peso dos contratos de opções sobre as taxas de juro do dólar. Relativamente à desagregação por **contrapartes**, o inquérito nacional revelou uma evolução algo diferente da verificada em termos globais, com as contrapartes financeiras a registarem uma diminuição de importância mais acentuada, embora continuando a ser predominantes (cerca de 85%) por contrapartida do aumento do negócio com contrapartes não financeiras residentes. Em resultado, não se assistiu, no caso português, a uma maior internacionalização das transacções de derivados sobre taxas de juro, apesar do papel das contrapartes não residentes em Portugal ser ainda particularmente expressivo (cerca de 75%).

Quadro 4

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

Resultados dos inquéritos trienais coordenados pelo BIS - *Turnover* diário médio
em Abril

Em mil milhões de dólares e percentagens

	1998		2001		2004	
	Valor	% do total	Valor	% do total	Valor	% do total
Países						
África do Sul	9	0.5	10	0.6	10	0.4
Alemanha	94	4.8	88	5.5	118	4.9
Arábia Saudita	2	0.1	2	0.1	2	0.1
Argentina	2	0.1	...	...	1	0.0
Austrália	47	2.4	52	3.2	81	3.4
Áustria	11	0.6	8	0.5	13	0.6
Bahrain	2	0.1	3	0.2	3	0.1
Bélgica	27	1.4	10	0.6	20	0.8
Brasil ^(b)	5	0.3	5	0.3	3	0.1
Canadá	37	1.9	42	2.6	54	2.2
Chile	1	0.1	2	0.1	2	0.1
China ^(b)	0	0.0	0	0.0	1	0.0
Colômbia	...	...	0	0.0	1	0.0
Coreia	4	0.2	10	0.6	20	0.8
Dinamarca	27	1.4	23	1.4	41	1.7
Eslovénia	...	...	0	0.0	0	0.0
Espanha	19	1.0	8	0.5	14	0.6
Estados Unidos	351	17.9	254	15.7	461	19.2
Estónia	...	...	...	...	0	0.0
Filipinas	1	0.1	1	0.1	1	0.0
Finlândia	4	0.2	2	0.1	2	0.1
França	72	3.7	48	3.0	64	2.7
Grécia	7	0.4	5	0.3	4	0.2
Holanda	41	2.1	30	1.9	49	2.0
Hong Kong SAR	79	4.0	67	4.1	102	4.2
Hungria	1	0.1	1	0.0	3	0.1
Índia	2	0.1	3	0.2	7	0.3
Indonésia	2	0.1	4	0.2	2	0.1
Irlanda	10	0.5	8	0.5	7	0.3
Israel	...	...	1	0.1	5	0.2
Itália	28	1.4	17	1.0	20	0.8
Japão	136	6.9	147	9.1	199	8.3
Letónia	...	...	...	...	2	0.1
Lituânia	...	...	...	...	1	0.0
Luxemburgo	22	1.1	13	0.8	14	0.6
Malásia	1	0.1	1	0.1	2	0.1
México	9	0.5	9	0.5	15	0.6
Noruega	9	0.5	13	0.8	14	0.6
Nova Zelândia	7	0.4	4	0.2	7	0.3
Perú	...	...	0	0.0	0	0.0
Polónia	3	0.2	8	0.5	6	0.3
Portugal	4	0.2	2	0.1	2	0.1
Reino Unido	637	32.5	504	31.2	753	31.3
República Checa	5	0.3	2	0.1	2	0.1
República da Eslováquia	...	...	1	0.0	2	0.1
Rússia	7	0.4	10	0.6	30	1.2
Singapura	139	7.1	101	6.2	125	5.2
Suécia	15	0.8	24	1.5	31	1.3
Suíça	82	4.2	71	4.4	79	3.3
Tailândia	3	0.2	2	0.1	3	0.1
Taiwan, China	5	0.3	4	0.3	8	0.3
Turquia	...	...	1	0.1	3	0.1
Total	1958	100.0	1619	100.0	2408	100.0

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

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

Quadro 5

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

Resultados dos inquéritos trienais coordenados pelo BIS - *Turnover* diário médio
em Abril

Em mil milhões de dólares e percentagens

	1998		2001		2004	
	Valor	% do total	Valor	% do total	Valor	% do total
Países						
África do Sul	1	0.2	1	0.1	3	0.2
Alemanha	34	7.2	97	12.7	46	3.0
Arábia Saudita	0	0.0	0	0.0	0	0.0
Austrália	5	1.1	12	1.6	18	1.2
Áustria	4	0.8	5	0.7	15	1.0
Bahrain	0	0.0	0	0.0	0	0.0
Bélgica	6	1.3	14	1.8	32	2.1
Brasil	...	...	1	0.1	1	0.1
Canadá	7	1.5	13	1.7	17	1.2
Chile	...	...	...	...	0	0.0
Colômbia	...	...	0	0.0	0	0.0
Coreia	0	0.0	0	0.0	2	0.1
Dinamarca	5	1.1	6	0.8	12	0.8
Espanha	4	0.8	21	2.7	12	0.8
Estados Unidos	90	18.9	135	17.7	355	23.5
Filipinas	...	...	...	...	0	0.0
Finlândia	2	0.4	1	0.1	0	0.0
França	46	9.7	67	8.8	154	10.2
Grécia	0	0.0	0	0.0	0	0.0
Holanda	6	1.3	25	3.3	22	1.5
Hong Kong SAR	3	0.6	4	0.5	15	1.0
Hungria	0	0.0	0	0.0	0	0.0
Índia	...	...	0	0.0	1	0.1
Indonésia	0	0.0	0	0.0	0	0.0
Irlanda	3	0.6	6	0.8	13	0.9
Israel	...	...	...	...	0	0.0
Itália	5	1.1	24	3.1	41	2.7
Japão	42	8.8	22	2.9	39	2.6
Lituânia	...	...	...	...	0	0.0
Luxemburgo	3	0.6	5	0.7	7	0.5
Malásia	1	0.2	0	0.0	0	0.0
México	0	0.0	0	0.0	2	0.1
Noruega	3	0.6	3	0.4	5	0.3
Nova Zelândia	0	0.0	0	0.0	1	0.1
Polónia	...	...	...	...	1	0.1
Portugal	1	0.2	0	0.0	1	0.0
Reino Unido	171	36.0	275	36.0	643	42.6
República Checa	...	...	0	0.0	1	0.0
Singapura	11	2.3	6	0.8	17	1.1
Suécia	5	1.1	4	0.5	8	0.6
Suíça	16	3.4	15	2.0	18	1.2
Tailândia	0	0.0	0	0.0	0	0.0
Taiwan, China	0	0.0	1	0.1	3	0.2
Turquia	...	...	...	...	0	0.0
Total	475	100.0	764	100.0	1508	100.0

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

Artigos

GRAU DE ESFORÇO ASSOCIADO AO ENDIVIDAMENTO DAS FAMÍLIAS: UMA ANÁLISE BASEADA EM DADOS MICROECONÓMICOS*

Luísa Farinha**

1. INTRODUÇÃO

O rápido crescimento do endividamento das famílias portuguesas nos últimos anos fez surgir uma forte preocupação quanto à possibilidade de os encargos financeiros associados à dívida se terem tornado excessivamente “pesados” nos orçamentos familiares. O comportamento recente do grau de esforço agregado, ou seja do peso daqueles encargos no rendimento das famílias, veio reforçar esta preocupação. De facto, as estimativas sobre a evolução deste indicador apontam para o seu acentuado aumento durante a segunda metade dos anos 90, reflectindo o aumento sustentado do endividamento, e para sua estabilização a partir de 2001.

É de referir, no entanto, que as variações do indicador agregado dão alguma indicação quanto à evolução das despesas de consumo e de investimento das famílias como um todo, mas não permitem tirar conclusões inequívocas sobre os movimentos da restrição financeira das famílias individualmente consideradas. Com efeito, o grau de esforço agregado, no período t , que se define como o quociente, nesse período, entre uma estimativa dos encargos com dívidas (juros e amortização do capital) suportados pelas famílias e a estimativa do rendimento disponível agregado, ou seja:

$$\frac{\sum_i^{ND} Encargos_{it}}{\sum_i^{NT} Rendimento\ disponível_{it}}$$

(sendo ND o número de famílias endividadas e NT o número total de famílias) depende não só da taxa de esforço média das famílias que têm dívida mas também, em grande medida, do número de famílias endividadas. Deste modo, um aumento do indicador agregado é compatível com a manutenção do grau de esforço ao nível individual se o acréscimo do número de famílias com dívidas for suficientemente elevado.

Note-se, adicionalmente, que o indicador agregado pode também ser lido como uma média ponderada do grau de esforço individual das famílias endividadas (em que os ponderadores são o peso do rendimento disponível individual no rendimento total):

$$\sum_i^{ND} \left[\frac{Encargos_{it}}{Rendimento\ disponível_{it}} \left(\frac{Rendimento\ disponível_{it}}{\sum_i^{NT} Rendimento\ disponível_{it}} \right) \right]$$

o que significa que um mesmo valor do grau de esforço agregado é compatível com diversas combinações da distribuição dos encargos com dívidas e do rendimento entre as famílias. É razoável admitir que, do ponto de vista da análise da estabilidade do sistema financeiro, as implicações de um aumento das taxas de juro sejam distintas se a repartição dos encargos for relativamente homogénea ou se, pelo contrário, os graus de esforço mais

* 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.

elevados se concentrarem, por exemplo, nas classes de rendimento mais baixas.

Estas considerações iniciais pretendem mostrar a importância da utilização de amostras de dados desagregados ao nível microeconómico na análise destas questões. Só com a disponibilidade deste tipo de dados se pode caracterizar com detalhe a distribuição do grau de esforço das famílias recorrendo ao cálculo de medidas mais informativas do que os valores médios. É o caso por exemplo, dos percentis da amostra, em particular os mais elevados, pois é nas abas da distribuição que é mais provável encontrar as situações mais relevantes do ponto de vista da estabilidade financeira.

Na análise apresentada neste artigo utilizou-se a informação microeconómica obtida a partir das duas realizações, em 1994 e em 2000, do Inquérito ao Património e Endividamento dos Particulares (IPEF). A informação proveniente do IPEF deve, contudo, ser utilizada com algumas reservas, dado que, por comparação com os resultados do Censo de 2001, há fortes indícios de que algumas famílias, em particular as mais jovens, estão sub-representadas na amostra. Sendo estas as classes que a teoria económica (por exemplo, com a hipótese do ciclo de vida) sugere como aquelas em que se espera encontrar graus de esforço mais elevados, a sua fraca representatividade implicaria um enviesamento para baixo do grau de esforço médio da amostra e a uma maior incerteza sobre as conclusões a retirar naqueles escalões. No entanto, apesar das referidas limitações, pode-se afirmar, com alguma segurança, que em média não deverá ter ocorrido um aumento da taxa de esforço ao nível dos agregados familiares individualmente considerados.

No ponto 2 apresentam-se brevemente os dados e a metodologia seguida. No ponto 3 analisam-se os resultados. O ponto 4 apresenta as conclusões.

2. DADOS E METODOLOGIA

A análise apresentada neste artigo baseia-se nos dados microeconómicos obtidos no âmbito do Inquérito ao Património e Endividamento das Fa-

mílias (IPEF), realizado pelo INE com o apoio do Banco de Portugal, em 1994 e em 2000. A unidade de análise do IPEF é o agregado familiar para o qual se dispõe de informação detalhada quanto ao seu património, endividamento, rendimento e despesas (em particular as associadas às dívidas). Esta informação é complementada por outros aspectos, tais como a idade, o nível de educação e a situação no mercado de trabalho do representante do agregado familiar⁽¹⁾.

A evolução do grau de esforço agregado depende da variação do número de famílias endividadas e também do grau de esforço individual de cada agregado familiar. A análise apresentada neste artigo foca principalmente o segundo destes aspectos, recorrendo a duas abordagens distintas: análise descritiva e análise de regressão.

No que respeita à análise descritiva apresenta-se uma caracterização da distribuição do grau de esforço das famílias endividadas, recorrendo à média e ao percentil 75. Estas estatísticas foram calculadas para várias sub-amostras definidas pelo cruzamento de pares de variáveis caracterizadoras dos agregados familiares e especialmente relevantes na análise de aspectos relacionados com o endividamento. É o caso do rendimento do agregado familiar, da idade e do nível de educação do seu representante. Os pares de variáveis seleccionados foram, por um lado, o rendimento e a idade e, por outro, o rendimento e a educação. Desta forma o efeito de uma das variáveis foi isolado do efeito de uma das outras.

Por sua vez, com a análise de regressão, obtém-se uma estimativa do efeito de cada uma das características, controlando simultaneamente o efeito de todas as outras que foram explicitamente incluídas no modelo. Dado que a variável a explicar — o grau de esforço das famílias — toma o valor zero com uma probabilidade não nula, sendo contínua para valores superiores a zero, aplicou-se nesta análise a metodologia *tobit*. Como variáveis explicativas foram considerados os seguintes atributos das famílias: rendimento, idade, sexo, estado civil, nível de educação, situação no mercado de trabalho e dimensão do agregado familiar. Para facilitar a interpretação dos resultados, as variáveis explicativas “dimensão do agregado familiar”, “rendimento” e “idade” foram medidas como a diferença entre o valor da variável na família e o seu valor numa família padrão, ou seja, aquela que é consti-

(1) Para mais detalhes sobre os IPEF, veja-se o artigo “O efeito de algumas características demográficas e socioeconómicas sobre o endividamento das famílias”, BE Junho de 2003.

Quadro 1

**CARACTERIZAÇÃO SUMÁRIA DA AMOSTRA DO INQUÉRITO DE 2000,
POR CLASSES DE RENDIMENTO E IDADE**

Rendimento		Idade				Total
		Até 30 anos	31 a 40 anos	41 a 50 anos	51 a 60 anos	
Menos de 500 €	Famílias com dívida (em percentagem)	10.0	17.7	14.3	10.2	12.2
	Média do grau de esforço	0.1875	0.2452	0.3199	0.1085	0.1877
	Percentil 75 do grau de esforço	0.3735	0.3778	0.3922	0.1242	0.2879
	Frequência relativa (em percentagem)	0.17	0.91	0.74	1.90	3.71
de 500 a 1000 €	Famílias com dívida (em percentagem)	32.9	30.5	25.6	15.8	22.7
	Média do grau de esforço	0.1875	0.1990	0.1861	0.1428	0.1763
	Percentil 75 do grau de esforço	0.2270	0.2958	0.2097	0.1712	0.2207
	Frequência relativa (em percentagem)	2.15	7.51	7.92	8.09	25.66
de 1000 a 1500 €	Famílias com dívida (em percentagem)	39.6	48.4	39.3	23.8	35.3
	Média do grau de esforço	0.1547	0.1553	0.1366	0.1178	0.1381
	Percentil 75 do grau de esforço	0.2157	0.2089	0.1864	0.1622	0.1887
	Frequência relativa (em percentagem)	1.73	8.66	11.88	7.84	30.12
de 1500 a 2500 €	Famílias com dívida (em percentagem)	57.1	62.3	46.2	38.3	46.4
	Média do grau de esforço	0.1963	0.1195	0.1114	0.0946	0.1111
	Percentil 75 do grau de esforço	0.2022	0.1781	0.1675	0.1266	0.1629
	Frequência relativa (em percentagem)	0.99	6.68	9.57	8.75	25.99
mais de 2500 €	Famílias com dívida (em percentagem)	50.0	78.8	65.5	41.4	56.2
	Média do grau de esforço	0.0939	0.0932	0.0842	0.0543	0.0763
	Percentil 75 do grau de esforço	0.1616	0.1288	0.1022	0.0671	0.0993
	Frequência relativa (em percentagem)	0.25	3.38	5.94	4.95	14.52
Total	Famílias com dívida (em percentagem)	35.8	43.3	37.5	22.9	32.2
	Média do grau de esforço	0.1740	0.1538	0.1359	0.1072	0.1338
	Percentil 75 do grau de esforço	0.2222	0.2018	0.1736	0.1479	0.1825
	Frequência relativa (em percentagem)	5.28	27.15	36.06	31.52	100.00

Fonte: Inquérito ao Património e Endividamento das Famílias do INE.

tuída por dois elementos, tem um rendimento mensal igual à média da amostra e o seu representante tem 40 anos. Os restantes atributos foram definidos através de variáveis binárias que tomam o valor 1 num determinado estado e 0 nos restantes. Foram omitidas do modelo a estimar as que caracterizam a família padrão: aquela em que o representante é casado, do sexo masculino, completou o 3º ciclo de escolaridade e é empregado por conta de outrem. Para captar potenciais não-linearidades no efeito do rendimento e da idade sobre o grau de esforço incluíram-se também como variáveis explicativas o rendimento ao quadrado e a variável obtida do produto do rendimento pela idade⁽²⁾. As inclusões das variáveis interactivas que resultam de multiplicar cada uma das variáveis explicativas pela variável D1994 (que toma o valor 1 se a

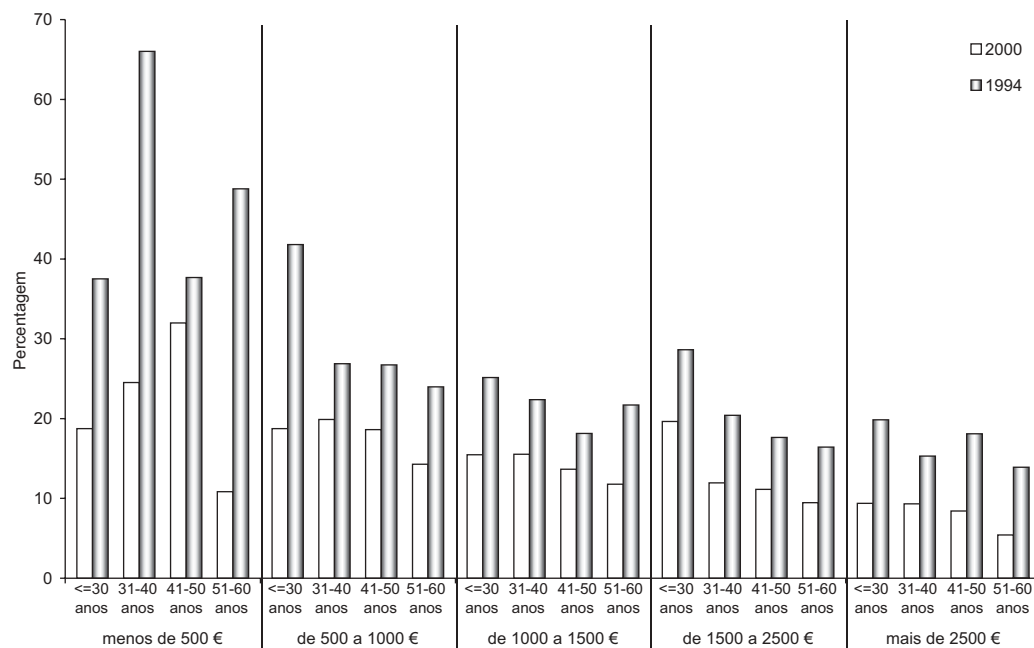
observação diz respeito a 1994 e 0 no outro caso), permitem testar se os efeitos das variáveis relevantes se alteraram significativamente entre 1994 e 2000.

3. RESULTADOS

No Quadro 1, apresentam-se a média e o percentil 75 da taxa de esforço das sub-amostras que cruzam classes de rendimento e idade dos agregados familiares do inquérito de 2000, assim como a frequência de famílias e a proporção daquelas que tinham dívida em 2000 em cada sub-amostra.

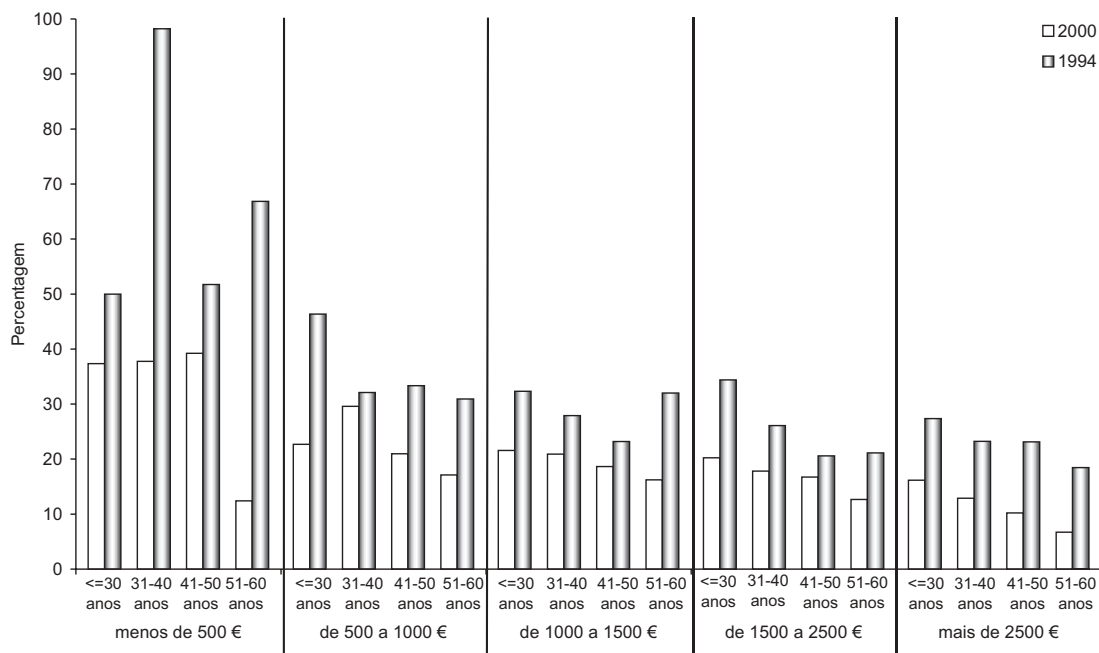
(2) Estimou-se também uma especificação em que se incluiu a idade ao quadrado, na qual o efeito desta variável não se revelou significativo.

Gráfico 1
GRAU DE ESFORÇO MÉDIO NOS INQUÉRITOS DE 1994 E 2000
 Por classes de rendimento e idade



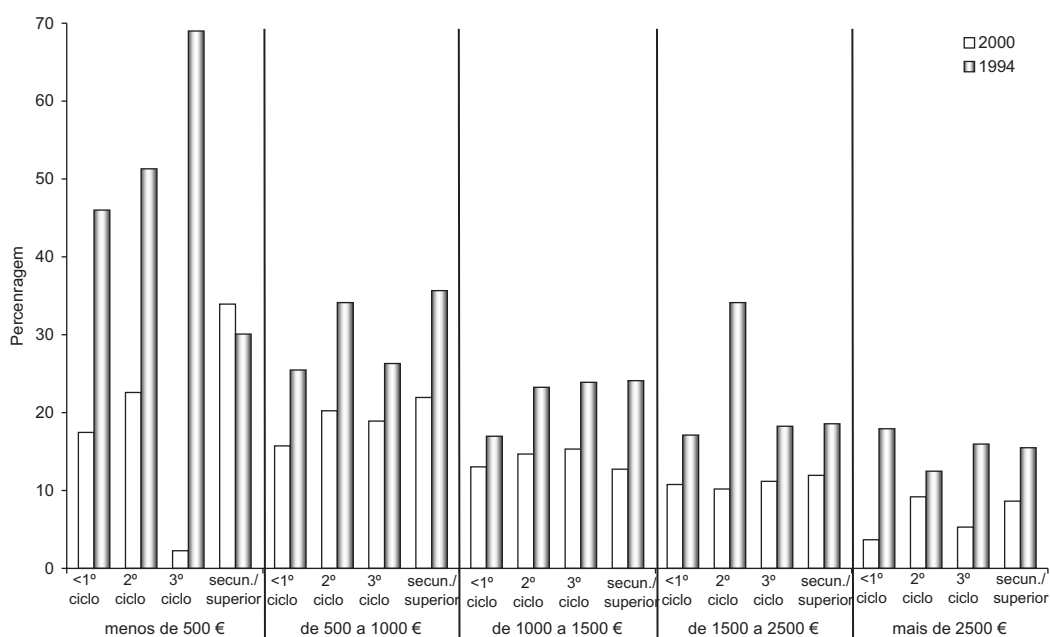
Fonte: Inquérito ao Património e Endividamento das Famílias do INE.

Gráfico 2
GRAU DE ESFORÇO NO PERCENTIL 75 NOS INQUÉRITOS DE 1994 E 2000
 Por classes de rendimento e idade



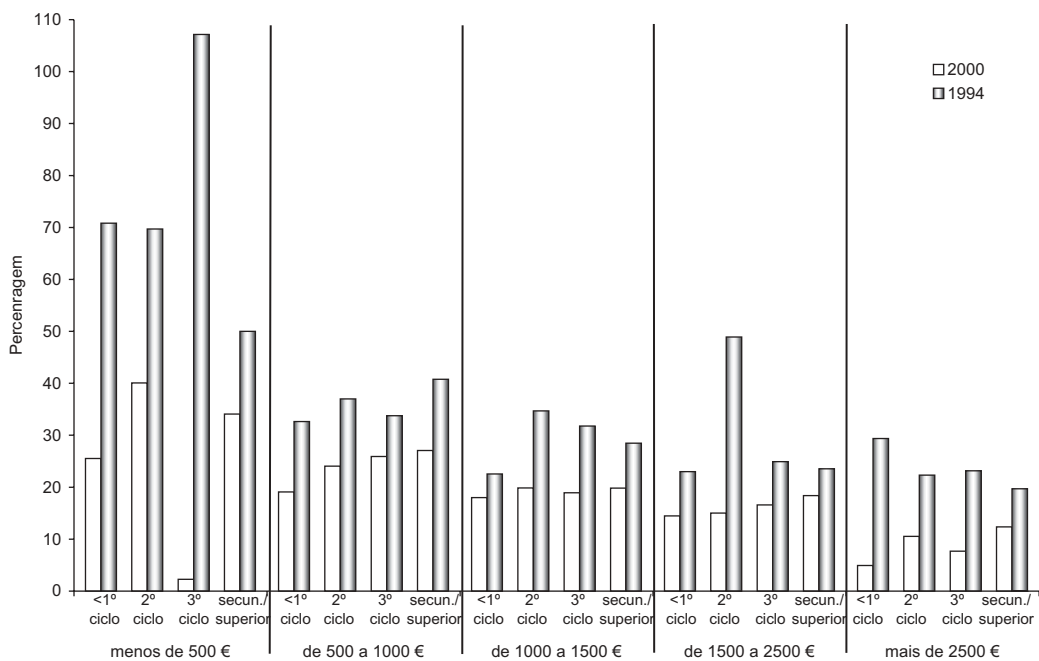
Fonte: Inquérito ao Património e Endividamento das Famílias do INE.

Gráfico 3
GRAU DE ESFORÇO MÉDIO NOS INQUÉRITOS DE 1994 E 2000
 Por classes de rendimento e educação



Fonte: Inquérito ao Património e Endividamento das Famílias do INE.

Gráfico 4
GRAU DE ESFORÇO NO PERCENTIL 75 NOS INQUÉRITOS DE 1994 E 2000
 Por classes de rendimento e educação



Fonte: Inquérito ao Património e Endividamento das Famílias do INE.

Quadro 2

RESULTADOS SINTÉTICOS DO MODELO TOBIT PARA O GRAU DE ESFORÇO^(a)
 Efeitos marginais em 2000 e diferenças face a 1994^(b)

	Efeito em 2000	Efeito em 1994 menos efeito em 2000	
		Valor	Estatística <i>t</i>
Constante.....	-2.4	0.30	0.30
Rendimento mensal da família.....	2.4	-0.99	-1.70
Quadrado do rendimento mensal da família.....	-0.3	0.20	1.94
Idade do representante (anos)	-0.2	-0.03	-0.83
Representante é solteiro.....	-4.7	1.23	0.70
Representante não tem educação formal	-5.3	-0.62	-0.44
Representante completou o 1º ciclo	-3.4	-0.82	-0.93
Representante completou o 2º ciclo	-1.0	-0.90	-0.87

Fonte: Inquérito ao Património e Endividamento das Famílias do INE.

Notas:

(a) Apresentam-se apenas os resultados para as variáveis significativas em 2000.

(b) Os efeitos marginais das variáveis, medidos em pontos percentuais, devem ser lidos por comparação com as características da família padrão, ou seja, aquela que tem dois elementos e um rendimento mensal de 1230 € (igual à média amostral a preços de 2000); o seu representante é do sexo masculino, tem 40 anos, é casado, completou o 3º ciclo de escolaridade e é empregado por conta de outrem.

Como pode verificar-se, os agregados familiares na classe mais baixa de rendimentos (menos de 500€ por mês) e na classe etária mais jovem (menos de 30 anos) estão muito pouco representados na amostra. Na maior parte destes casos, o número de famílias é muito reduzido, pelo que as estatísticas da taxa de esforço apresentadas têm inerente pouca precisão em termos estatísticos. Como tal, dá-se de seguida maior ênfase às restantes sub-classes, assinaladas no Quadro 1 a sombreado. Os resultados devem ser interpretados com reservas dado que, tal como referido, há indícios de que algumas famílias, em particular as mais jovens, estão sub-representadas na amostra. Não estando assegurada a representatividade, as estatísticas sumárias para o total da amostra, reflectindo alterações de composição, distorcem o retrato da realidade nacional. Adicionalmente, os resultados obtidos poderão subestimar a verdadeira alteração do grau de esforço médio, no caso de, à data de realização do inquérito, os empréstimos contratados há menos tempo estarem sub-representados (sobretudo se se admitir que as taxas de esforço que a estes estão associadas são habitualmente superiores⁽³⁾).

(3) Admite-se como plausível que os empréstimos mais recentes têm associadas taxas de esforço superiores, uma vez que a simples evolução nominal dos rendimentos tende a "diluir" o peso dos encargos de empréstimos contratados em anos anteriores.

Na segunda metade dos anos 90, os indivíduos mais jovens terão sido aqueles que mais contribuíram para o aumento do endividamento agregado. Sendo este o grupo etário que apresenta as taxas de esforço médias mais elevadas e simultaneamente o mais sub-representado nos inquéritos, é de esperar que as amostras, em particular a de 2000, apresentem igualmente uma sub-representação dos empréstimos contratados mais recentemente (e consequentemente com maior taxa de esforço).

No Quadro 2, apresentam-se os resultados mais relevantes do modelo de regressão estimado, designadamente os efeitos marginais *cross-section* estatisticamente significativos em 2000 e as diferenças desses efeitos entre 1994 e 2000. Os Gráficos 1 a 4 mostram as médias e percentis 75 em sub-amostras que cruzam os pares rendimento-idade e rendimento-educação. A leitura conjunta das várias peças de informação aponta para as seguintes conclusões:

- a percentagem de famílias com dívida aumentou entre 1994 e 2000, ainda que o verdadeiro aumento do número de famílias com dívidas esteja insuficientemente reflectido nos dados do Quadro 1, dada a fraca representatividade de algumas subclasses, em particular a dos mais jovens;

- a observação heurística de médias da distribuição do grau de esforço das famílias com dívida em sub-amostras construídas de acordo com pares de variáveis caracterizadoras dos agregados familiares (idade e rendimento; educação e rendimento) aponta para uma redução do grau de esforço entre 1994 e 2000 na generalidade das sub-amostras (Gráficos 1 e 3); por sua vez, os resultados da regressão sugerem que a redução do grau de esforço médio, reflectida na constante do modelo, não é estatisticamente significativa;
- nas subclasses de rendimento mais baixo, que apresentam as taxas de esforço médias relativamente mais altas, é mais plausível a existência de situação mais extremas, tanto em 1994 como em 2000; esta conclusão é sugerida pela leitura do percentil 75 da distribuição (Gráficos 2 e 4);
- além disso, controlando para a idade, o grau de esforço médio (e o percentil 75) parecem ser decrescentes com o rendimento da família, tanto em 2000 como em 1994; esta observação não é confirmada pela análise econométrica, cuja especificação não linear sugere que o grau de esforço é crescente para as famílias de rendimento mais baixo e decrescente a partir de um nível mais elevado de rendimento (Quadro 2);
- considerando apenas as classes de rendimento mensal acima de 500€, pelo facto de a classe até 500€ ser representada por um número reduzido de famílias, verificamos que na generalidade das situações, em cada classe de rendimento, a taxa de esforço média e o percentil 75 são decrescentes com a idade (Quadro 1 e Gráficos 1 e 2); a regressão apresenta resultados consistentes com os anteriores, com uma redução marginal de cerca de 0.2 pontos percentuais na taxa de esforço por incremento de um ano na idade do representante do agregado familiar; a conclusão é válida para os dois anos da amostra (1994 e 2000);
- de acordo com as estatísticas descritivas apresentadas, o efeito do nível de educação sobre o grau de esforço é menos evidente do que o das variáveis rendimento e idade; parece haver alguma tendência para o indicador crescer com o nível de educação, mais claramente a partir da segunda subclasse (a dos indivíduos que completaram o segundo ciclo), tanto em 2000 como em 1994; a análise econométrica aponta para um efeito sistemático e monótono do nível de educação sobre o grau de esforço até ao 3º ciclo de escolaridade; em particular, as famílias cujo representante não tem educação formal exibem um grau de esforço médio inferior, em cerca de 5.3 pontos percentuais, ao da família padrão (ou seja, aquela cujo representante completou o 3º ciclo);
- os agregados familiares em que o representante é solteiro têm um grau de esforço significativamente menor do que aqueles em que o representante é casado, quer em 2000, quer em 1994;
- finalmente, os efeitos marginais da idade, da educação e do estado civil do representante da família não apresentam diferenças significativas entre 2000 e 1994.

4. CONCLUSÕES

As estimativas do grau de esforço associado ao endividamento das famílias portuguesas usualmente referido nas publicações do Banco (definido pelo quociente entre a estimativa dos encargos com dívidas suportados pelos particulares e seu o rendimento disponível) apontam para um forte aumento deste indicador na segunda metade dos anos 90. Por sua vez, a evidência empírica obtida com base na informação microeconómica disponível através das duas realizações do IPEF, em 1994 e em 2000, permite afirmar, com alguma segurança, que em média não deverá ter ocorrido um aumento da taxa de esforço ao nível dos agregados familiares individualmente considerados. Como conciliar este último resultado com a evolução da taxa de esforço agregada que praticamente terá duplicado entre 1995 e 2000? A explicação deverá estar associada ao acentuado aumento da acessibilidade das famílias ao crédito durante a segunda metade dos anos 90. Deste modo, conclui-se que o alargamento da possibilidade de as famílias acederem ao financiamento bancário não terá sido feito à custa da criação de situações muito críticas em termos do esforço financeiro que lhes é exigido no cumprimento do serviço da dívida. A descida das

taxas de juro neste período permitiu o acesso de um número crescente de famílias ao mercado de crédito, sem que tal implicasse a aceitação por parte das instituições de crédito de situações mais extremas em termos de taxa de esforço. Deve acrescentar-se, no entanto, que o facto de o incremento do acesso ao crédito ter sido mais intenso para os indivíduos mais jovens e com níveis de educação formal mais baixos (ver artigo publicado no *Boletim Económico* de Junho de 2003), introduz elementos de maior vulnerabilidade, em termos agregados, ao aumento do desemprego. A este respeito é

plausível o argumento de que são estas as franjas da população que, no primeiro caso, deverão apresentar vínculos laborais menos permanentes ou, no segundo caso, menor capacidade de adaptação perante situações de desemprego. A exigência habitual, por parte dos bancos, de garantias pessoais em adição à garantia hipotecária na concessão de crédito aos indivíduos mais jovens constitui uma atenuante do risco neste segmento. Contudo, a informação necessária à avaliação da importância destas situações não está disponível.

ANÁLISE DE LIQUIDEZ E EXECUÇÃO DE ORDENS NO MERCADO DE ACÇÕES EM PORTUGAL*

*Paula Antão***

*António R. Antunes***

*Nuno C. Martins***

Este trabalho tem por objectivos a construção de medidas que caracterizem o equilíbrio entre as ordens de compra e venda do mercado accionista português, e a análise do impacto dessas medidas na probabilidade e no tempo de execução das ordens.

Num mercado regulamentado em sistema de leilão, como acontece no mercado de acções português, uma ordem de compra (venda) de um determinado título será executada quando houver um encontro com uma ou mais ofertas de venda (respectivamente, compra) àquela cotação, ou a outra mais favorável⁽¹⁾. Por exemplo, imaginemos que num dado instante é submetida à bolsa uma ordem de compra à cotação p e quantidade q . Se nesse momento o total pendente de ordens de venda à cotação p ou inferior tiver volume maior do que q , então a ordem de compra é total e imediatamente satisfeita. Se o volume de ordens de venda pendentes a cotação compatível for insuficiente para que se execute na totalidade a ordem de compra, a parte não satisfeita ficará pendente até que a ordem expire, seja totalmente executada ou seja anulada. Assim, em resultado do volume e cotação das ordens existentes para cada título, determina-

da ordem poderá (i) ser executada imediatamente; (ii) estar algum tempo em espera até ser parcial ou totalmente executada; ou (iii) perder validade, não chegando a ser executada.

A maior ou menor facilidade com que os investidores realizam transacções é uma característica importante dos mercados financeiros e que está associada à noção de liquidez do mercado⁽²⁾. Desta forma, para uma eficaz caracterização do mercado é usual calcularem-se várias medidas de liquidez tais como as apresentadas neste artigo.

A noção de liquidez é relativamente lata e está associada à facilidade em transformar activos em moeda, que, por definição, é o activo mais líquido que podemos encontrar. Em termos gerais, a liquidez de um activo pode ser analisada segundo duas abordagens: tempo e custo. De acordo com a primeira abordagem, um activo é líquido se for possível transaccioná-lo rapidamente. Inversamente, um activo ilíquido é aquele para o qual os investidores não encontram, durante um período de tempo longo, ordens do lado oposto do mercado que permitam uma transacção. De acordo com a segunda abordagem, um activo é líquido se o preço a pagar (receber) pela compra (venda) do activo

* As opiniões expressas neste trabalho são da responsabilidade exclusiva dos autores, e não reflectem necessariamente as do Banco de Portugal. Agradecemos os comentários e sugestões de Nuno Caramujo.

** Departamento de Estudos Económicos.

(1) Observe-se que os valores associados a ofertas de compra ou venda são aqui designados por cotações de compra ou venda. Por outro lado, preço pode ainda significar o valor associado a uma transacção. Na terminologia anglo-saxónica estas grandezas são designadas por *quote* e *price*, respectivamente.

(2) Uma das funções de um mercado financeiro é proporcionar aos investidores a execução de transacções de forma rápida e com pequenas oscilações no preço, mantendo os custos de transacção a níveis baixos. Neste contexto, vários trabalhos mostram que activos ilíquidos, isto é, activos relativamente aos quais exista maior dificuldade em efectuar transacções, tendem a oferecer maiores rendibilidades esperadas (vejam-se, entre outros, os trabalhos de Amihud e Mendelson (1986) e Brennan e Subrahmanyam (1996)).

não se afastar do seu preço de mercado. Esta abordagem leva a que se considerem diferenciais entre cotações de compra e venda de títulos, correspondendo o diferencial entre a mais elevada cotação de compra e a menor cotação de venda a uma medida de liquidez usualmente designada por *bid-ask spread*.

Neste trabalho analisam-se as ofertas de compra e venda para todos os títulos pertencentes ao índice PSI-20 do mercado accionista em Portugal entre Janeiro e Outubro de 2002. O acompanhamento das ordens desde a submissão em bolsa até à execução permite quantificar a facilidade de execução das ordens. Isso sugere a construção de índices de liquidez específicos para cada título ou conjunto de títulos. Uma dessas medidas é o *bid-ask spread*, para o qual se obteve um valor médio de 60 pontos base. A distinção entre os vários constituintes do índice mostra que as empresas de maior capitalização têm um diferencial médio de 29 pontos base, enquanto o grupo das empresas de menor capitalização apresenta um *spread* de 105 pontos base.

Outra medida com interesse são os custos de transacção, definidos como a variação percentual do preço de transacção de um título face ao minuto anterior. Trata-se de uma medida adicional de liquidez, e tem para o PSI-20 o valor médio de 4.11 pontos base.

Os valores dos índices de liquidez do mercado de acções português são da mesma ordem de grandeza dos observados para os mercados internacionais, que apresentam *bid-ask spreads* em torno de 20 e 30 pontos base, e custos de transacção entre 3.79 e 5.03 pontos base. Note-se, no entanto, que a liquidez do mercado varia ao longo do dia de transacção, diminuindo desde o início da sessão até ao meio dia, para aumentar com o aproximar do fecho. O comportamento em forma de U é igualmente partilhado pelos principais mercados internacionais.

Neste estudo determina-se ainda em que medida os indicadores de liquidez de mercado afectam as ordens submetidas pelos investidores. O sucesso de uma ordem pode ser medido pela probabilidade de execução ou pelo tempo decorrido até à execução. Dividindo os determinantes da execução em factores específicos à ordem, ao título e ao mercado, este trabalho revela que um aumento do *bid-ask spread* e da volatilidade do título, ou uma

diminuição da quantidade de acções oferecidas às melhores cotações, fazem diminuir a probabilidade e aumentar o tempo de execução das ordens. Conclui-se ainda que, ao pretender transaccionar títulos de grande capitalização, um investidor deverá esperar em média um aumento de 8.5 (9.8) por cento na probabilidade de ver a sua ordem de venda (compra) executada quando comparada com a transacção de títulos de pequena capitalização.

O trabalho encontra-se estruturado da seguinte forma. A primeira secção caracteriza os dados e a estrutura do mercado, calculando-se medidas de liquidez. Na secção 2 estende-se a análise de liquidez e determina-se o comportamento destas medidas ao longo do dia. Na secção 3 usam-se modelos probit de regressão não linear e modelos de efeitos proporcionais de Cox para estimar a relação entre as medidas de liquidez e a probabilidade e tempo até à execução. Finalmente, a secção 4 apresenta as principais conclusões.

1. CARACTERIZAÇÃO DO MERCADO

1.1. Análise descritiva dos dados

A base de dados analisada foi obtida junto da Euronext Lisboa e consiste em todas as ordens de compra e venda referentes aos 20 títulos transaccionados no índice PSI-20 para os 195 dias de transacção compreendidos entre 4 de Janeiro de 2002 e 15 de Outubro de 2002. Esta base de dados contém um total de 2,441,490 ordens. Para cada ordem, a bolsa de valores reporta o código ISIN do título transaccionado, o lado do mercado (i.e., se a ordem é de compra ou venda), o tipo, a data em que a ordem expira, um identificador do *broker* que lançou a ordem, e a situação da ordem no momento da maturidade, o que permite saber se a ordem foi cancelada (pela bolsa ou pelos operadores financeiros), modificada, executada, ou se, simplesmente, expirou. Adicionalmente, a base de dados inclui, para as ordens parcial ou totalmente executadas, o número de negócios em que a transacção se concretizou. As ordens podem ser de cinco tipos: (i) limite, em que se indica a cotação máxima (mínima) de compra (venda) e a quantidade; (ii) ao melhor, em que apenas se indica a quantidade a transaccionar; (iii) ao preço de abertura / fecho, tratando-se de ordens que só podem ser dadas du-

Quadro 1

DESCRIÇÃO DAS ORDENS DE MERCADO

Em percentagem

	PSI 20		Pequena capitalização		Grande capitalização	
	Número de ordens	Valor oferecido ^(a)	Número de ordens	Valor oferecido ^(a)	Número de ordens	Valor oferecido ^(a)
Compra	45.55	49.28	47.26	48.58	44.36	49.38
Limite	90.62	94.89	92.45	96.45	89.34	94.32
Ao melhor	8.99	5.03	7.00	3.30	10.38	5.38
Limite compra (em % ordens limite)	47.23	49.57	48.28	48.77	46.47	49.74
Ao melhor compra (em % ordens ao melhor)	29.19	44.72	34.90	44.44	26.50	44.95
Validade das ordens						
Validade para o dia (% total)	85.26	93.66	83.62	83.57	86.41	95.80
Rácio de execução das ordens						
Ordens executadas	50.75	55.83	42.79	44.21	56.31	58.27
Ordens expiradas	26.93	14.72	33.41	26.95	22.40	12.15
Ordens anuladas/canceladas/modificadas	22.22	29.47	23.65	28.71	21.22	29.59

Nota:

(a) O valor oferecido é calculado multiplicando a quantidade oferecida de cada ordem pelo preço de fecho no dia em que a ordem foi submetida.

rante o período de pré-abertura e pré-fecho⁽³⁾; (iv) *stop-orders*, ordens que são activadas apenas quando o preço de mercado atinge a cotação estabelecida na ordem, dando origem a ordens limite; e (v) de mercado, essencialmente semelhantes às ordens ao melhor mas privilegiando a rapidez na execução em detrimento do preço da execução na medida em que aceitam “subir” no livro de ordens.

O Quadro 1 apresenta uma caracterização sumária das ordens submetidas durante o período em análise, permitindo a distinção entre o conjunto de títulos do PSI-20 e dois subgrupos de empresas: as de maior capitalização, que reúne as 5 empresas de maior capitalização da bolsa, e o grupo de menor capitalização, que inclui as 15 empresas de menor capitalização do índice⁽⁴⁾.

Observa-se que 54.4 por cento de ordens são de venda, enquanto 45.6 por cento das ordens são de compra, tendo a maioria das ordens validade para

o próprio dia. Este resultado revela uma pressão mais acentuada no lado da venda. No entanto, esta diferença esbate-se ao realizarmos a análise em valor, não parecendo ser significativa ao ponto de provocar um desequilíbrio no livro de ordens durante o período em análise.

As ordens limite representam 90.6 por cento do total das ordens submetidas, subindo este número para cerca de 95 por cento se considerado em valor. Dentro do conjunto de ordens limite, há 47.2 por cento de ordens de compra. As ordens ao melhor representam cerca de 9 por cento do total das ordens, sendo que perto de 29.2 por cento são de compra. O grupo de empresas de maior capitalização apresenta maior proporção de ordens ao melhor (10.4%) do que o grupo de menor capitalização (7%). A maior proporção de ordens de venda no total das ordens ao melhor pode revelar um comportamento distinto entre intenções de compra e venda de títulos.

No que respeita à situação da ordem, ou seja, ao que acontece à ordem para que seja retirada do livro de ordens, conclui-se que cerca de metade

(3) A negociação dos títulos pertencente ao PSI-20 realiza-se em contínuo ao longo do dia. No entanto, no início e no fim do dia existem períodos de negociação com características diferentes. Estes períodos tomam a designação de pré-abertura e pré-fecho. Durante estes períodos as ordens vão-se acumulando até que, do encontro de todas estas ordens de compra e venda, se determine um preço único (preço de abertura e preço de fecho, respectivamente) que satisfaz a maior quantidade possível dos dois lados do mercado. Estes períodos de transacção foram retirados da análise já que apresentam características diferentes dos períodos de transacção em contínuo.

(4) A divisão entre as cinco empresas de maior capitalização e as quinze de menor capitalização constitui uma separação natural do índice PSI-20. As cinco maiores empresas representam cerca de 75% do total da capitalização do índice PSI-20 e fazem parte do grupo das noventa empresas com maior peso do índice Euronext 100.

das ordens submetidas são executadas, enquanto que 27 por cento das ordens expira por alcançar o prazo de validade. As empresas de menor capitalização têm em média um rácio de execução de 42.8 por cento, significativamente inferior ao rácio de execução das empresas de maior capitalização, em média de 56.3 por cento. Isto pode ser interpretado como uma evidência de que as empresas de maior capitalização permitem satisfazer as intenções de compra e venda de títulos com maior probabilidade do que as empresas de menor capitalização, o que significa uma maior liquidez dos títulos de maior capitalização.

Para a realização deste trabalho consideraram-se apenas as ordens limite e com validade para o dia em que foram submetidas. Para além disso, eliminaram-se as ordens submetidas durante o período de pré-abertura e pré-fecho. Em resultado, utilizou-se um total de 1,594,921 observações neste estudo.

1.2. O livro de ordens e medidas de liquidez do mercado

O livro de ordens consiste na compilação das ofertas de compra e venda de cada título, em cada momento. As ordens entram no livro ao longo do dia, sendo imediatamente expostas ao mercado, e saem do livro se forem executadas, anuladas, modificadas ou expirarem.

Para cada título, lado do mercado (compra ou venda) e unidade temporal de transacção (no nosso caso, o segundo), o livro de ordens corresponde a uma tabela composta por todas as cotações oferecidas para transacção e respectivas quantidades totais existentes nas ordens activas, isto é, nas ordens que ainda não atingiram o limite de validade, que não tenham sido anuladas, e que não tenham sido totalmente satisfeitas. Em cada instante, são identificadas as ordens anuladas ou que expiram nesse momento, sendo retiradas do livro de ordens. De igual forma, as quantidades oferecidas pelas ordens que entram no livro a cada momento, e que não são imediatamente satisfeitas, são adicionadas aos totais já existentes na tabela. Deste modo, pode concluir-se que o acompanhamento do livro de ordens corresponde à criação de um sistema virtual de liquidação de ordens.

O Gráfico 1 representa o livro de ordens de um título num determinado momento do tempo. Os



valores C_1 a C_5 com $C_1 > C_2 \dots > C_5$, representam as cinco cotações mais elevadas associadas às ofertas de compra e por isso com maior probabilidade de serem executadas. As quantidades $QC_1, \dots, QC_5$ com $QC_1 < QC_2 \dots < QC_5$ dizem respeito às quantidades acumuladas oferecidas para compra às cotações C_1 a C_5 , respectivamente. De forma similar, V_1 a V_5 , com $V_1 < V_2 \dots < V_5$, representam as cinco cotações de menor valor do lado da venda e como tal com maior probabilidade de serem executadas assim como as quantidades $QV_1, \dots, QV_5$, com $QV_1 < QV_2 \dots < QV_5$.

O livro de ordens constitui um mecanismo de análise do encontro da oferta e procura de títulos. Os valores *bid* (C_1 a C_5) e *ask* (V_1 a V_5) correspondem às melhores cotações oferecidas no mercado por agentes dispostos a comprar e vender activos, respectivamente. A diferença entre a cotação *bid* mais elevada (C_1) e a menor cotação *ask* (V_1), designada por *bid-ask spread*, é uma medida natural de liquidez. Um título com maior *spread* caracteriza-se por uma maior dificuldade na obtenção de uma execução, e consequentemente por um activo menos líquido.

Convém notar que o processo de construção do livro de ordens é, para a informação disponível, aproximado. Embora cada ordem possa ser executada em várias transacções dispersas no tempo, na construção do livro de ordens admitiu-se que, para as ordens total ou parcialmente executadas, todas as transacções foram efectuadas no momento da última modificação ocorrida na ordem. Esta

Quadro 2

MEDIDAS DE LIQUIDEZ

	Intervalos de rendibilidade diárias face à rendibilidade média do período					
<i>Bid-ask spread (%)</i>	$\leq \mu - 2\sigma$	$[\mu - 2\sigma, \mu - \sigma[$	$[\mu - \sigma, \mu + \sigma]$	$[\mu + \sigma, \mu + 2\sigma]$	$> \mu + 2\sigma$	Total
Grupo de pequena capitalização	1.56	1.27	0.97	1.18	1.26	1.05
Grupo de grande capitalização	0.36	0.31	0.27	0.30	0.31	0.29
Total - Índice PSI 20	0.79	0.66	0.56	0.66	0.64	0.60
	$\leq \mu - 2\sigma$	$[\mu - 2\sigma, \mu - \sigma[$	$[\mu - \sigma, \mu + \sigma]$	$[\mu + \sigma, \mu + 2\sigma]$	$> \mu + 2\sigma$	Total
Custos de transacção (em pontos base)						
Grupo de pequena capitalização	9.02	9.20	5.88	7.23	7.81	6.52
Grupo de grande capitalização	3.32	2.84	2.34	2.57	2.77	2.48
Total - Índice PSI 20	5.34	5.15	3.81	4.43	4.54	4.11
	$\leq \mu - 2\sigma$	$[\mu - 2\sigma, \mu - \sigma[$	$[\mu - \sigma, \mu + \sigma]$	$[\mu + \sigma, \mu + 2\sigma]$	$> \mu + 2\sigma$	Total
Número de ordens						
Grupo de pequena capitalização	28 051	62 233	476 800	69 045	11 451	647 580
Grupo de grande capitalização	50 727	107 342	665 658	102 815	20 799	947 341
Total - Índice PSI 20	78 778	169 575	1142 458	171 860	32 250	1594 921

Nota: μ representa a rendibilidade média no período amostral, e σ o desvio-padrão. Definição das variáveis: o *bid-ask spread* é dado por $(V_1 - C_1) / ((V_1 + C_1) / 2) * 100$; o custo de transacção é $\sum (C_{1,t} - C_{1,t-1}) * Q_t / \sum P_t * Q_t$, onde $C_{1,t}$ é o valor médio da melhor cotação de compra no minuto t , $P_t = (V_{1,t} + C_{1,t}) / 2$ representa um valor aproximado para o preço de transacção, Q_t é a quantidade executada associada à ordem, e o somatório é efectuado para todas as ordens total ou parcialmente executadas entradas no minuto t . (Para ordens de venda a definição usa a melhor cotação de venda $V_{1,t}$.) O número de ordens corresponde ao número de ofertas de compra e venda em cada um dos intervalos da distribuição da rendibilidade diária do índice PSI-20.

simplificação introduz alguma imperfeição no livro. Desta forma, foram eliminadas todas as ordens entradas em momentos para os quais o cálculo do livro de ordens conduzia a $C_1 = V_1$, num total de menos de 10 por cento das ordens, resultando num total de 1,594,921 ordens durante o período amostral.

Uma das críticas mais usuais ao *bid-ask spread* como medida de liquidez é a de considerar apenas a vertente preço, não ponderando pelas respectivas quantidades. De modo a incluir o volume transaccionado, pode analisar-se as variações das quantidades oferecidas no livro de ordens para as diferentes cotações *bid* e *ask* do livro (tal como será feito na secção seguinte) ou considerar uma medida adicional de liquidez, denominada custo de transacção, que representa a variação percentual do preço de transacção entre dois minutos consecutivos. Títulos mais líquidos estarão associados a variações de preços menores, o que se traduz em custos de transacção menores.

O Quadro 2 apresenta um resumo das duas medidas de liquidez descritas anteriormente. Uma vez que situações de maior ou menor liquidez podem ser resultado quer de diferenças entre títulos,

quer de diferentes condições de mercado, com períodos de maior variação de preços potencialmente associados a períodos de maiores perturbações, apresenta-se no Quadro 2 o cálculo das medidas de liquidez para diferentes intervalos de rendibilidade diária. Este indicador pretende medir o sentimento geral do mercado no dia em que uma ordem é submetida. Grandes variações de preço deverão corresponder a períodos de maior dificuldade de encontro entre a procura e oferta de títulos, o que se poderá traduzir em períodos de menor liquidez. No Quadro 2 as ordens são agrupadas por categorias definidas em termos das variações diárias do índice PSI-20. Para o período em análise, procedeu-se ao cálculo da rendibilidade do índice face à sessão anterior, obtendo-se uma distribuição da rendibilidade diária de média μ e desvio-padrão σ . No quadro, o intervalo $[\mu - \sigma, \mu + \sigma]$, por exemplo, corresponde aos dias em que a rendibilidade diária do índice PSI-20 se situou entre (i) a rendibilidade média diária do índice ao longo do período de análise menos um desvio-padrão dessa rendibilidade ($\mu - \sigma$), e (ii) a rendibilidade média mais um desvio-padrão ($\mu + \sigma$). O quadro apresenta ainda o número de ordens que se in-

Quadro 3
COMPARAÇÃO COM MERCADOS INTERNACIONAIS

Mercado/Índice	Capitalização bolsista do Índice em 30/04/2004 (\$M)	Bid/ask spread (%)	C. Transacção (pontos base)
EUA - Dow Jones	3144935	0.27	3.79
Euronext - Paris	847707	0.14	3.72
Espanha - IBEX 35	302030	0.24	5.50
Alemanha - DAX	607668	0.17	5.03
Itália - MIB 30	429427	0.27	4.40
Grécia - ASE 20	3385	0.63	9.43
Áustria - ATX	24347	0.94	11.56
Brasil - Bovespa	11931	0.83	13.98

Fonte: Informação publicada em "Global Equity Markets", Birinyi Associates, Inc., Deutsche Bank Securities, Setembro de 2002. Resultados reflectem a análise para Janeiro de 2002.

cluem nos diferentes intervalos de rendibilidade diária do PSI-20.

De acordo com o Quadro 2, pode verificar-se que o *bid-ask spread* para o conjunto de títulos do PSI-20 do mercado português é de 60 pontos base, notando-se uma diferença significativa entre os títulos de maior e menor capitalização. O *bid-ask spread* para o grupo de menor capitalização é 1.05 por cento, cerca de cinco vezes superior ao do grupo de grande capitalização, que é de 0.29 por cento. O *bid-ask spread* varia com os intervalos da distribuição da rendibilidade diária, tendo a forma aproximada de um U. No entanto, existe assimetria na distribuição da liquidez em termos da rendibilidade diária, com a aba esquerda da distribuição desta variável associada a menores valores de liquidez do que os observados na aba direita.

Relativamente aos custos de transacção e no caso de empresas de menor capitalização, observa-se que são, em média, de 6.52 pontos base, enquanto que no caso das empresas de maior capitalização os custos de transacção são de 2.48 pontos base. À semelhança do *bid-ask spread*, também os custos de transacção variam com a rendibilidade diária. Quando a rendibilidade diária é inferior a dois desvios-padrão abaixo da média da amostra, o seu valor é de 5.34 pontos base, diminuindo para 3.81 pontos base no intervalo entre menos um e mais um desvio-padrão, e subindo novamente para 4.54 em dias com rendibilidade superior a dois desvios-padrão acima da rendibilidade mé-

dia, o que indicia igualmente um comportamento assimétrico relativamente à distribuição da rendibilidade diária.

Para melhor enquadrar as medidas de liquidez do mercado português dentro do conjunto de outros mercados de acções, o Quadro 3 apresenta os valores médios do *bid-ask spread* e custos de transacção para uma amostra dos principais mercados internacionais.

Apesar de o período amostral não ser idêntico, a comparação dos valores da tabela com os resultados obtidos para o mercado português mostra que os valores dos índices de liquidez se encontram dentro da mesma ordem de grandeza dos observados para os mercados internacionais. Em particular, o subconjunto de empresas de grande capitalização apresenta tanto um *bid-ask spread* (29 pontos base) como um valor médio de custos de transacção (2.48 pontos base), valores próximos dos observados nos principais mercados internacionais.

2. COMPORTAMENTO DA CURVA DE OFERTA E PROCURA E ANÁLISE INTRA-DIÁRIA

Nesta secção estuda-se em maior detalhe a composição das curvas de ofertas do livro de ordens, com especial destaque para o impacto que a quantidade oferecida tem no preço. Para além disso, e à semelhança do que acontece na generalidade dos mercados, analisa-se o comportamento in-

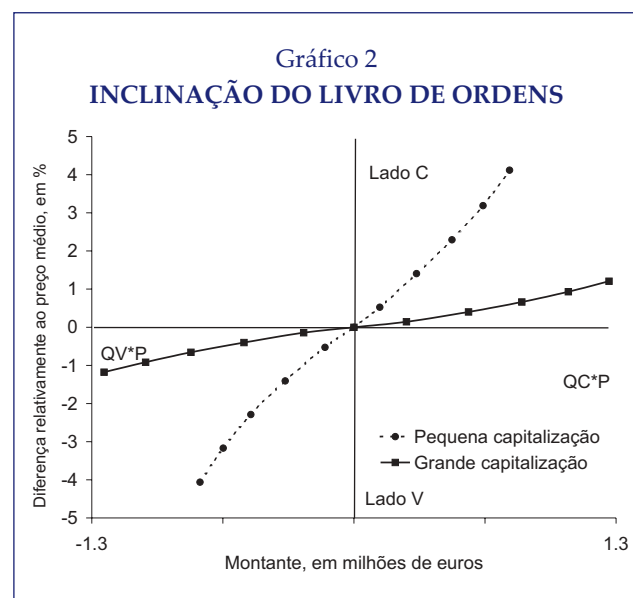
tra-diário da liquidez, medido a partir da evolução dos valores médios do *bid-ask spread* ao longo do dia.

2.1. Comportamento da curva de procura e oferta

A caracterização completa do comportamento da procura e oferta de títulos só se consegue efectuar considerando simultaneamente as duas variáveis do livro de ordens: cotações (*bid-ask spread*) e quantidades oferecidas para cada momento do tempo. O declive do livro mede quanto é que um investidor terá de pagar a mais (receber a menos) para adquirir (vender) acções de determinado título. Esta análise sugere uma medida adicional de liquidez, designada por *robustez de preço* (a ordens de montante elevado), e definida como o montante (em euros) que deve ter uma ordem de venda (ou compra) para fazer variar o preço em 0.1 por cento. Num mercado líquido, grandes transacções deveriam ser absorvidas sem provocar uma grande variação no preço de transacção.

A análise empírica do livro de ordens tem sido feita para outros mercados. Biais *et al.* (1995) concluem que o livro de ordens da Bolsa de Paris é ligeiramente côncavo, com um *bid-ask spread* superior em duas vezes aos *spreads* adjacentes, em cada um dos lados. Por outro lado, Al-Suhaibani e Kryzanowski (2000) concluem que o livro de ordens da Bolsa da Arábia Saudita não se afasta muito da linearidade.

O Gráfico 2 representa o livro de ordens do mercado português, permitindo distinguir entre o grupo de empresas de maior e menor capitalização. No eixo vertical encontra-se a diferença percentual, relativamente ao ponto médio do *bid-ask spread*, da cotação das ordens. No eixo horizontal temos o montante constante no livro de ordens, avaliado ao preço médio. No primeiro quadrante representa-se o lado da compra de títulos; no terceiro quadrante, o lado da venda. Os valores assinalados no gráfico são médias das ordens de compra e venda de cada subgrupo de títulos, para os cinco níveis calculados de cada lado. Por exemplo, o ponto do gráfico correspondente às empresas de grande capitalização mais à direita tem a seguinte interpretação: em média, existem pendentes ordens de compra no montante de 1.27 milhões de euros passíveis de serem satisfeitas por ordens de



venda 1.2 por cento abaixo do preço corrente de transacção.

O grupo de empresas de menor capitalização apresenta um declive superior ao registado para empresas de maior capitalização. Isso significa que o preço das empresas de menor capitalização é mais sensível a variações nas quantidades oferecidas para compra e venda. O Quadro 4 quantifica a representação gráfica apresentada no Gráfico 2, determinando a robustez de preço, ou seja, o montante médio necessário para uma oferta provocar uma variação de 0.1 por cento no preço do título. (O preço é aqui definido como o ponto médio entre as melhores cotações oferecidas para compra e venda.) Tal como anteriormente, calcula-se esta medida de impacto no preço para diferentes intervalos da distribuição da rendibilidade diária do índice PSI-20. No Quadro 4 distingue-se ainda a robustez de preço para ordens de compra e ordens de venda.

Os resultados apresentados no Quadro 4 revelam que, em média, se espera uma alteração em 0.1 por cento no preço se, num determinado momento, forem liquidadas ordens de compra no montante de 136 mil euros, ou de venda no montante de 140 mil euros. Como seria de esperar, o preço dos títulos das empresas de menor capitalização é mais sensível a variações nas quantidades oferecidas. Por outro lado, os preços são em geral mais sensíveis a alterações nas quantidades oferecidas quando o mercado regista maior variação de rendibilidade diária. Estes comportamentos são consistentes com menor liquidez das empresas de

Quadro 4
ROBUSTEZ DE PREÇO

	Intervalos de rendibilidade diárias face à rendibilidade média do período (μ)					
	$<\mu-2\sigma$	$[\mu-2\sigma, \mu-\sigma[$	$[\mu-\sigma, \mu+\sigma]$	$]\mu+\sigma, \mu+2\sigma]$	$>\mu+2\sigma$	Total
Impacto de 0.1% no preço médio (compra) (milhões de euros)						
Grupo de pequena capitalização	0.009	0.028	0.029	0.031	0.016	0.028
Grupo de grande capitalização	0.130	0.178	0.225	0.197	0.189	0.210
Total - Índice PSI 20	0.087	0.123	0.143	0.130	0.128	0.136
Impacto de 0.1% no preço médio (venda) (milhões de euros)						
Grupo de pequena capitalização	0.018	0.025	0.026	0.023	0.016	0.025
Grupo de grande capitalização	0.128	0.199	0.231	0.201	0.201	0.218
Total - Índice PSI 20	0.088	0.135	0.146	0.130	0.136	0.140

menor capitalização e/ou com situações de variações bruscas na rendibilidade de mercado.

2.2. Comportamento intra-diário

De acordo com alguns autores, como por exemplo Bias, Hillion e Spatt (1995), o número de ordens e transacções varia ao longo do dia, registando-se um maior número e valor médio de transacções próximo do fecho do mercado. Segundo estes autores, ordens de menor valor médio no início do dia podem estar relacionadas com um mecanismo de revelação de preço. As grandes ordens no final do dia ocorrem após a revelação do preço, ou ainda pelo facto dos grandes intermediários financeiros, como os fundos de investimento, fecharem as suas posições de carteira com base nos valores de fecho de mercado e não nos valores intra-diários.

A variação do volume de transacções deverá estar relacionada com uma variação de liquidez de mercado, pelo que será de esperar maior liquidez nas alturas em que o mercado regista maior número de transacções. O Gráfico 3 representa o comportamento do *bid-ask spread* ao longo do dia de transacção, entre as 9h e as 16h, para intervalos de uma hora, distinguindo-se a evolução entre grupos de pequena e grande capitalização. No gráfico, as dimensões dos pontos são proporcionais à frequência de ordens. Os pontos do início e do final do dia correspondem a um menor número de ordens.

Tal como se observa para a generalidade dos mercados, a liquidez do mercado de acções em Portugal tem um comportamento intra-diário em forma aproximada de U, diminuindo ao longo da manhã e subindo ligeiramente próximo do fecho do mercado.

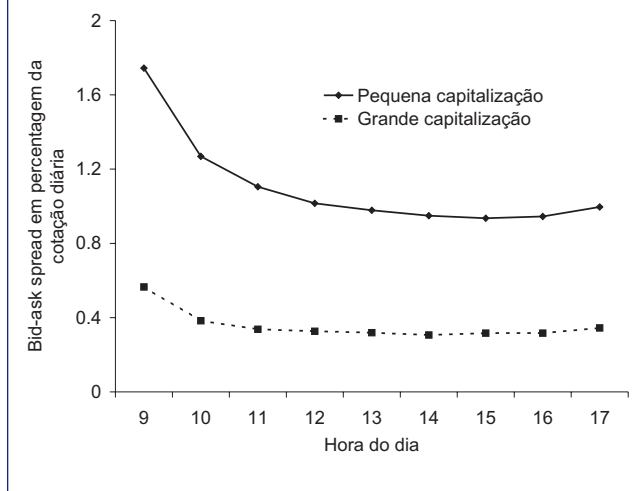
O *bid-ask spread* das empresas de menor (maior) capitalização atinge o ponto mínimo cerca das 14 horas e 30 minutos, representando cerca de 60 (53) por cento do valor registado na abertura do mercado.

3. DETERMINANTES DO RÁCIO E TEMPO DE EXECUÇÃO DAS ORDENS

Nas secções anteriores identificaram-se diversas medidas de liquidez, indicadores que caracterizam o mercado que um investidor enfrenta quando submete uma ordem. Nesta secção determina-se a importância destes indicadores para o sucesso das ordens, que se define como a facilidade de execução (quando a quantidade executada é positiva) ou, também, o tempo que medeia entre o momento em que a ordem é oferecida e a execução.

Uma ordem de compra (venda) terá tanto maior probabilidade de ser executada quanto mais se aproximar das cotações do outro lado do mercado vigentes no livro de ordens; quanto maior for o volume de ordens acumulado no lado da venda (compra); ou quanto menor for o *bid-ask spread*. Estes factores determinam que a taxa de execução

Gráfico 3
COMPORTAMENTO INTRA-DIÁRIO
DO BID-ASK SPREAD



da oferta dependa das características da ordem e da sua relação com o livro de ordens no momento em que ela é submetida. Por exemplo, o número de ordens que estão no livro às melhores cotações diminuirá a probabilidade de execução, ou aumentará o tempo médio entre o momento de oferta e execução.

Para além de factores específicos da ordem, é de esperar que factores relacionados com o título ou com o mercado possam também influenciar a probabilidade de execução. Em particular, títulos de grande capitalização e menor volatilidade deverão ter maior probabilidade de execução. Consideremos que a variável dicotómica *Exec* tem o valor 1 quando a ordem é total ou parcialmente executada, e tem o valor 0 no caso contrário. A probabilidade de execução total ou parcial de uma ordem, $\Pr\{Exec = 1\}$, pode ser especificada como:

$$\Pr\{Exec = 1\} = F[\alpha + g(\text{factores ordem}) + h(\text{factores título}) + w(\text{factores mercado}) + \varepsilon]$$

onde F é uma função associada ao modelo probit, e se assume que g , h , e w são funções lineares. Para além disso:

- (i) $\text{factores ordem} = (D_{\text{agressividade}}, \text{Quantidade Prioritária}, \text{Bid} - \text{ask}, D_9, \dots, D_{16})$
- (ii) $\text{factores título} = (\sigma_{\text{título}}, D_{\text{grandecap}}, \text{Rendibilidade}_{\text{título}})$;
- (iii) $\text{factores mercado} = (R_{<\mu-2\sigma}, R_{[\mu-2\sigma, \mu-\sigma]}, R_{[\mu-\sigma, \mu+\sigma]}, R_{[\mu+\sigma, \mu+2\sigma]}, R_{>\mu+2\sigma})$.

$D_{\text{agressividade}}$ é uma variável dicotómica com valor 1 no caso de, numa ordem de venda, a cotação da ordem, *Cotação*, ser inferior à cotação mínima de venda existente no livro de ordens do título no minuto anterior ao da submissão da ordem, $V_{1,t-1}$. A variável é nula caso contrário. No caso de uma ordem de compra, a variável é 1 se $\text{Cotação} > C_{1,t-1}$. Trata-se de uma medida da agressividade da ordem. É de esperar que maior agressividade induza uma redução do *bid-ask spread*. O Quadro 5 apresenta as correlações entre o *bid-ask spread* e a medida de agressividade da ordem para o minuto em que ordem foi submetida e para os três minutos anteriores. Observa-se que a submissão de ordens de venda (compra) a cotações inferiores (superiores) à menor (maior) cotação de venda (compra) existente no livro tem uma correlação de -8.97 (-8.14) por cento com o *bid-ask spread*, sendo que essa correlação vai, em geral, diminuindo à medida que o desfaseamento aumenta.

A variável *Quantidade Prioritária* para uma oferta de compra representa a proporção da quantidade de acções oferecidas à melhor cotação de compra no total da quantidade de acções oferecidas às melhores cotações de compra e venda, no minuto anterior, ou seja, $QC_{1,t-1} / (QC_{1,t-1} + QV_{1,t-1})$, em que $QC_{1,t-1}$, por exemplo, é a quantidade existente no livro de ordens para a maior cotação de compra. Para uma oferta de venda, *Quantidade Prioritária* é definida por $QV_{1,t-1} / (QC_{1,t-1} + QV_{1,t-1})$.

A variável *Bid-ask* representa o *bid-ask spread* do título no minuto anterior ao da ordem.

No que respeita às variáveis associadas ao título, $\sigma_{\text{título}}$ representa a volatilidade diária do título, definida como $(P_{\text{máximo}} - P_{\text{mínimo}}) / |P_{\text{fecho}} - P_{\text{abertura}}|$ onde $P_{\text{máximo}}$ ($P_{\text{mínimo}}$) representa o preço de transacção máximo (mínimo) do título durante o dia. (O preço de transacção é aproximado por $(V_1 + C_1) / 2$. Os valores para P_{fecho} e P_{abertura} são definidos de forma análoga. A variável $\text{Rendibilidade}_{\text{título}}$ representa a rendibilidade diária do título definida com base nos preços de fecho, e pretende controlar para movimentos idiossincráticos nos preços dos títulos do PSI-20.

$D_{\text{grande cap.}}$ é uma variável dicotómica com valor 1 no caso de a ordem se referir a um título de grande capitalização, o que permite contrastar o comportamento dos dois grupos de títulos.

Finalmente, no que respeita às variáveis relacionadas com o mercado e à semelhança dos Quadros

Quadro 5

CORRELAÇÃO SIMPLES ENTRE O BID-ASK E AGRESSIVIDADE EM MINUTOS DESFASADOS

	$D_{\text{agress. contemp.}}$	$D_{\text{agressividade}}$	$D_{\text{agressividade (-2)}}$	$D_{\text{agressividade (-3)}}$
Ordens de compra				
<i>Bid Ask</i>	-0.0897	-0.0869	-0.0904	-0.0856
Ordens de venda				
<i>Bid Ask</i>	-0.0814	-0.0778	-0.064	-0.0522

Notas: Definição das variáveis: o *bid-ask spread* é dado por $(V_1 - C_1) / ((V_1 + C_1) / 2) * 100$; $D_{\text{agress. contemp.}}$ é 1 se $\text{Cotação}_t < V_{1,t}$ ($\text{Cotação}_t > C_{1,t}$) para uma ordem de venda (compra), e 0 caso contrário. Cotação_t é a cotação associada à ordem e $V_{1,t}$ ($C_{1,t}$) é o valor médio da melhor cotação de venda (compra) no minuto t . $D_{\text{agressividade}}$ é 1 se $\text{Cotação}_t < V_{1,t-1}$ ($\text{Cotação}_t > C_{1,t-1}$) para uma ordem de venda (compra), e 0 caso contrário. $D_{\text{agressividade (-2)}}$ é 1 se $\text{Cotação}_t < V_{1,t-2}$ ($\text{Cotação}_t > C_{1,t-2}$) para uma ordem de venda (compra), e 0 caso contrário. $D_{\text{agressividade (-3)}}$ é definida de forma similar mas para $t-3$. Todas as correlações são significativas com intervalo de confiança de 95%. O número de observações é de 1,335,266.

2 e 4, consideram-se variáveis dicotómicas que descrevem os intervalos de rendibilidade do mercado relativamente à média do período. A variável $R_{<\mu-2\sigma}$ é um indicador com valor 1 se a rendibilidade diária é menor que a rendibilidade média do período menos dois desvios-padrão, e 0 caso contrário. De forma análoga se definem as variáveis dicotómicas para os respectivos intervalos: $R_{[\mu-2\sigma, \mu-\sigma]}$, $R_{[\mu-\sigma, \mu+\sigma]}$, $R_{[\mu+\sigma, \mu+2\sigma]}$ e $R_{>\mu+2\sigma}$.

De modo a controlar para variações do comportamento do mercado ao longo do dia, já evidenciadas no Gráfico 3, o modelo de regressão considera ainda variáveis dicotómicas para as horas de transacção, $D_9, \dots, D_{16}$, que têm valor 1 se a ordem pertence à hora [9:00,10:00[, ..., [16:00,16:25], respectivamente. Tendo em conta que estas variáveis têm por objectivo exclusivo controlar para os efeitos estimados para as restantes, o valor da suas estimativas são omitidos.

Uma vez que a variável dependente do modelo é dicotómica com valor 1 se a ordem for executada e 0 no caso contrário, estima-se um modelo de regressão não linear *probit*. As segunda e terceira colunas do Quadro 6 apresentam os resultados do modelo de regressão que acabámos de descrever. No quadro, as estimativas dos coeficientes representam os efeitos marginais das variáveis independentes na probabilidade de a ordem ser executada. Na linha por baixo dos valores estimados para os coeficientes apresentam-se os respectivos *p-values*.

De forma análoga se pode calcular o impacto que os mesmos factores, associados à ordem, ao tí-

tulo e ao mercado, têm no tempo de execução, condicional à hipótese de a ordem ser executada. Para isso usou-se um modelo de efeitos proporcionais de Cox. Os resultados das estimativas deste modelo para as ordens de venda e compra são apresentados nas quarta e quinta colunas do Quadro 6. Trata-se do rácio (conhecido na literatura por *hazard ratio*) entre a taxa instantânea de execução da ordem e uma taxa de execução de referência (conhecida na literatura como *baseline hazard*)⁽⁵⁾. Estimativas de *hazard ratios* maiores do que 1 representam uma diminuição no tempo de execução relativamente à referência. Por exemplo, o *hazard ratio* associado à agressividade em ordens de venda é 2.18, o que significa que, em média, as ordens agressivas (com $D_{\text{agressividade}}$ igual a 1) têm uma taxa de execução 2.18 vezes superior às ordens não agressivas (com $D_{\text{agressividade}}$ igual a 0).

Os resultados apresentados no Quadro 6 revelam que os factores relacionados com a ordem, título e mercado são determinantes para a probabilidade e tempo de execução da ordem. Os resultados na segunda coluna revelam que se uma ordem de venda for submetida a uma cotação inferior à melhor cotação de venda (V_1 no Gráfico 1) do minuto anterior (medida de agressividade), a probabilidade de execução da ordem aumenta em 60

(5) No modelo de Cox de duração, a função de *hazard* é definida por $h(t) = h_0(t) * \exp(\beta_1 * x_1 + \dots + \beta_k * x_k)$, em que $h_0(t)$ é a *baseline hazard*, e β_i são os coeficientes a estimar. O Quadro 6 apresenta estimativas de $\exp(\beta_i)$.

Quadro 6

ANÁLISE DO RÁCIO DE EXECUÇÃO E TEMPO DE EXECUÇÃO^(a)

	Probabilidade de execução		Tempo de execução	
	Modelo probit		Modelo Cox de duração	
	Ordens de Venda	Ordens de Compra	Ordens de Venda	Ordens de Compra
	dF/dx	dF/dx	Haz. Ratio	Haz. Ratio
Factores da ordem				
D_{dentro}	0.6060	0.5501	2.1772	2.2695
	0.000	0.000	0.000	0.000
Quantidade Prioritária	-0.1489	-0.1539	0.7034	0.6864
	0.000	0.000	0.000	0.000
<i>Bid Ask</i>	-0.0539	-0.0434	0.7648	0.7887
	0.000	0.000	0.000	0.000
Factores do título				
$\sigma_{título}$	-0.0013	-0.0007	1.0060	1.0066
	0.000	0.000	0.000	0.000
$D_{grande\ cap}$	0.0852	0.0983	1.2081	1.2519
	0.000	0.000	0.000	0.000
Rendibilidade _{título}	1.2028	-0.8164	0.4103	2.3180
	0.000	0.000	0.000	0.000
Factores de mercado				
Rendibilidade $<\mu-2\sigma$	0.0072	0.0349	1.1381	1.0355
	0.033	0.000	0.000	0.000
Rendibilidade $[\mu-2\sigma, \mu-\sigma]$	-0.0204	0.0433	0.9971	1.0003
	0.000	0.000	0.759	0.964
Rendibilidade $[\mu+\sigma, \mu+2\sigma]$	0.0380	-0.0092	1.0166	1.0718
	0.000	0.000	0.024	0.000
Rendibilidade $>\mu+2\sigma$	0.0904	-0.0722	0.8756	1.3147
	0.000	0.000	0.000	0.000
Prob. Observada	0.543	0.594		
Prob. Prevista	0.610	0.669		
Pseudo R2	0.292	0.262		
Número de observações	684811	650455	159662	181991

Nota: Na linha por baixo das estimativas dos coeficientes de cada variável é apresentado o correspondente *p-value* do teste de significância desse coeficiente.

(a) O teste de nulidade conjunta de parâmetros para as regressões presentes no quadro foi rejeitado a intervalo de confiança de 99%.

por cento (este valor é de 55 por cento no caso de ordens de compra - terceira coluna). Como seria de esperar, a probabilidade de execução de ordens de venda (compra) diminui quando o livro de ordens no minuto anterior à submissão da ordem tem maior número de ordens às melhores cotações de venda (compra) ou quando o *bid-ask spread* é maior. Um aumento de um por cento na quantidade de títulos à melhor cotação de venda faz diminuir a probabilidade de execução de ordens de venda em 14.9 por cento (15.4 por cento no caso da compra). O aumento do *bid-ask spread* em 1 por cento faz diminuir a probabilidade de execução

das ordens de venda em 5.4 por cento (4.3 por cento no caso de ordens de compra).

Os factores de título e mercado influenciam igualmente a probabilidade de execução das ordens de compra e venda. Um aumento em 1 por cento da volatilidade do título está associado a uma diminuição na probabilidade de execução tanto nas ordens de compra (0.13 por cento) como nas ordens de venda (0.07). No caso do título pertencer ao grupo de empresas de maior capitalização, a probabilidade de execução de ordens de venda (compra) aumenta 8.5 (9.8) por cento. Este impacto é consistente com os resultados apresen-

tados no Quadro 1 (descrição sumária das ordens). Finalmente, e tal como seria de esperar, a rendibilidade do título e índice tendem a afectar de forma positiva (negativa) a probabilidade de execução da ordem de venda (compra).

No que respeita ao tempo de execução da ordem, o modelo de duração apresenta, em geral, resultados consistentes com os obtidos para a probabilidade de execução. De acordo com os resultados, os tempos de execução de ofertas de venda (compra) diminuem quando as ordens se situam abaixo (acima) da melhor cotação de venda (compra) do minuto anterior (ou seja, quando a agressividade aumenta), quando o número de acções à mínima (máxima) cotação de venda (compra) no minuto anterior diminui, ou ainda quando o bid-ask spread do minuto anterior diminui. À semelhança da probabilidade de execução, os títulos de grande capitalização estão associados a tempos de execução menores que os títulos de menor capitalização. No entanto, os resultados revelam que variações positivas da rendibilidade do título estão associadas ao aumento do tempo de execução das ordens de venda ou diminuição no caso de ordens de compra. A volatilidade dos títulos faz igualmente diminuir o tempo de execução tanto de compra como de venda de títulos, embora de forma pouco pronunciada.

4. CONCLUSÕES

Este trabalho centra-se na análise de liquidez e nos factores de execução das ordens no mercado de acções em Portugal. A compilação de todas as ordens dos títulos do PSI-20 entre Janeiro e Outubro de 2002 permite construir o livro de ordens do mercado e consequentemente criar um sistema virtual de transacção das ordens. A análise do livro de ordens possibilita a identificação de indicadores de liquidez do mercado, como por exemplo a diferença entre a maior cotação de compra e a menor cotação de venda (*bid-ask spread*), ou a construção de índices como a alteração de preço entre ordens consecutivas (custo de transacção), ou ainda o impacto no preço do volume de ordens de compra e venda (robustez de preço). A análise mostra que o *bid-ask spread* do mercado português é de 60 pontos base enquanto que os custos de transacção são em média de 4.11 pontos base. Os índices de liquidez variam entre empresas ou por dimensão

das alterações da rendibilidade diária do mercado. O grupo de empresas de pequena capitalização apresenta valores de bid-ask spread cerca de 5 vezes superior ao do grupo de pequena capitalização enquanto este diferencial pode variar entre 79 pontos base e 56 pontos base dependendo se a rendibilidade diária do índice varia de mais de dois desvios padrão relativamente à média da amostra ou está dentro do intervalo entre menos um desvio padrão e mais um desvio padrão da média. Os índices de liquidez calculados para o PSI-20 estão dentro da mesma ordem de grandeza dos observado para os principais mercados internacionais. À imagem da generalidade dos mercados, o mercado português regista ainda um padrão de liquidez intra diário em forma de U.

O trabalho revela que os factores de liquidez de mercado determinam quer a probabilidade quer o tempo de execução. A probabilidade de uma ordem de venda (compra) que seja submetida dentro do intervalo de *bid-ask spread* aumenta de 60.6 (55.0) por cento. Um investidor que realize uma ordem de venda (compra) de um título pertencente ao grupo de maior capitalização terá 8.52 (9.83) por cento maior probabilidade de a ordem ser executada.

REFERÊNCIAS

- Al-Suhaibani e Kryzanowski, 2000, "An Exploratory Analysis of the Order Book, and Order Flow and Execution on the Saudi Stock Market", *Journal of Banking and Finance*, 24, 1323-1357
- Amihud e Mendelson, 1986, "Asset Pricing and the Bid-Ask Spread", *Journal of Financial Economics*, 17, 223-249
- Biais, B., P. Hillion e C. Spatt, 1995, "An Empirical Analysis of the Limit Order Book and the Order Flow in the Paris Bourse", *Journal of Finance*, vol L, 5, 1655-1689
- Brennan e Subrahmanyam, 1996, "Market Microstructure and Asset pricing: On the Compensation for Illiquidity in Stock Returns", *Journal of Financial Economics*, 41, 441-464

REGIMES CAMBIAIS: PANORAMA GERAL DESDE AS CRISES NAS ECONOMIAS DE MERCADO EMERGENTE EM MEADOS DOS ANOS 90*

*Rita Fradique Lourenço***

1. INTRODUÇÃO

A crise nas economias de mercado emergente em meados dos anos 90 relançou a discussão sobre a escolha de regime cambial. Mais recentemente, a relevância deste tema voltou a ser suscitada no âmbito de questões sobre o futuro do regime cambial na China ou os acordos adequados para os novos Estados-Membros da União Europeia. O objectivo do presente artigo é analisar o debate sobre os regimes cambiais ao longo dos últimos anos, quer a nível teórico quer a nível empírico. Esta análise é organizada da seguinte forma: a secção 2 apresenta uma resenha das recentes tendências na literatura relativamente à escolha de regime cambial. A secção 3 apresenta um resumo dos principais argumentos teóricos relativos à selecção de regimes: as abordagens tradicionais, tais como os critérios subjacentes às “Zonas Monetárias Óptimas” ou a natureza dos choques que afectam as economias, e os contributos mais recentes nomeadamente no âmbito da economia política ou a escola do “medo da flutuação” (*fear of floating*). A secção 4 analisa os principais contributos da investigação empírica, no que se refere quer à ligação entre os regimes cambiais e o comportamento macroeconómico quer aos factores determinantes da escolha de regime cambial. A secção 5 apresenta a conclusão. O anexo faz uma descrição da classificação oficial de

regimes cambiais do Fundo Monetário Internacional (FMI).

2. PERSPECTIVA GERAL DA LITERATURA

No início dos anos 90, a literatura sobre regimes cambiais defendia que dada a necessidade de cumprir diversos objectivos (flexibilidade versus compromisso, crescimento económico versus estabilização da inflação e isolamento dos choques reais versus isolamento de choques monetários) soluções intermédias no contexto da dicotomia câmbios fixos/câmbios flexíveis eram mais apropriadas para os países de mercado emergente e países em vias de desenvolvimento⁽¹⁾.

Na segunda metade dos anos 90, a sustentabilidade das políticas económicas, a credibilidade e a prevenção de crises começaram a ser encaradas como critérios fundamentais para avaliar os regimes cambiais. Neste contexto, a tese de que escolhas bipolares, quer ligações cambiais rígidas (*hard pegs*) quer câmbios flexíveis, seriam melhores do que soluções intermédias foi ganhando apoio crescente, principalmente porque regimes intermédios seriam difíceis de sustentar e mais propensos a crises. Esta abordagem tem sido conhecida na literatura como “abordagem bipolar”, “solução de canto” (*corner solution*) ou “desaparecimento do centro” (*hollowing-out*)⁽²⁾. No âmbito das escolhas bi-

* As opiniões expressas no artigo são da inteira responsabilidade do autor e não coincidem necessariamente com a posição do Banco de Portugal. O autor agradece especialmente os comentários e sugestões de Isabel Gameiro. Agradece ainda a Marta Abreu, Isabel Horta Correia e Patrícia Silva.

** Departamento de Estudos Económicos.

(1) Ver Aghevli e outros (1991).

(2) Podem encontrar-se as primeiras referências à hipótese de “*hollowing-out*” em Eichengreen (1994). Ver também Obstfeld e Rogoff (1995), Eichengreen (1999) e Goldstein (1999).

polares a opinião dominante era de que as taxas de câmbio flexíveis seriam mais adequadas para a maioria das economias de mercado emergente, ficando as ligações cambiais rígidas reservadas para situações especiais. Com efeito, as ligações cambiais rígidas apenas eram consideradas sustentáveis se fossem apoiadas por um forte consenso nacional e, nessa medida, seriam inexecutáveis ou demasiado restritivas para muitos dos países de mercado emergente. Subjacente a estes argumentos esteve o facto de a maioria das crises financeiras, no México em 1994, na Tailândia, Indonésia e Coreia em 1997, na Rússia e Brasil em 1998 e na Argentina e Turquia em 2001, terem envolvido algum tipo de ligação cambial, enquanto, por seu lado, os países que não tinham acordado qualquer ligação cambial, tais como a África do Sul e, em 1998, Israel, México e Turquia, evitaram crises desta natureza. Dada a preocupação de reduzir a frequência e severidade das crises, a ideia de que os regimes intermédios iriam desaparecer tornou-se praticamente inquestionável durante algum tempo. A “abordagem bipolar” parece ser o corolário do princípio segundo o qual um país não pode simultaneamente prosseguir três objectivos (*impossible trinity*): estabilidade cambial, independência monetária e integração dos mercados financeiros a nível internacional. Num contexto de integração crescente dos mercados financeiros internacionais o abandono da estabilidade cambial ou da independência monetária seria inevitável. A evidência empírica sobre os países que adoptaram soluções de canto durante os anos 90 parecia apoiar esta perspectiva⁽³⁾.

Contudo, o que parecia ser um novo consenso não durou muito tempo. No final dos anos 90, vários autores começaram a questionar a “abordagem bipolar”. Frankel (1999) salienta que, embora possa ser verdade que um país não possa manter simultaneamente a estabilidade cambial e a independência monetária, tal não significa que não possa manter parcialmente alguma estabilidade e alguma independência, especialmente porque existem graus variáveis de mobilidade de capital entre as duas opções extremas de controlo total de capitais e de total integração financeira. Por outro lado, a robustez com que os resultados empíricos sugeriam soluções de canto começou a ser questi-

onada devido às discrepâncias entre regimes cambiais oficiais, “*de jure*”, e regimes cambiais efectivos, “*de facto*”. Levy-Yeyati e Sturzenegger (2002a) defendem e verificam de um ponto de vista empírico que, enquanto os regimes intermédios são inerentemente mais vulneráveis a fluxos de capitais e, portanto, tendem a desaparecer num contexto de crescente integração dos mercados de capitais, a “abordagem bipolar” não é aplicável a países em vias de desenvolvimento⁽⁴⁾. De facto, o padrão observado indica que as flutuações cambiais são menos comuns entre este último grupo e que as movimentações na direcção dos extremos são quase inexistentes neste caso, sugerindo que para que o argumento da “abordagem bipolar” seja válido poderá ser necessária uma exposição a fortes fluxos de capitais. Até mesmo Fischer (2001), anterior defensor da “abordagem bipolar”, se afasta dessa posição, reconhecendo que os países em vias de desenvolvimento que não se encontrem muito expostos a fluxos de capitais internacionais dispõem de uma vasta gama de opções de regimes cambiais intermédios. Mussa e outros (2000) e Rogoff e outros (2003) refinaram o argumento a favor de regimes intermédios. Segundo estes autores, o facto dos regimes de ligação cambial (*pegged regimes*) poderem não ser sustentáveis para muitos países não implica que não sejam viáveis ou que não possam desempenhar um papel importante durante um determinado período de tempo, por exemplo como âncora nominal durante um processo de desinflação. Com efeito, a utilização de uma âncora cambial, especialmente em países com instabilidade monetária crónica, tem permitido desinflações com êxito de taxas de inflação com três dígitos. A âncora cambial assume por vezes a forma de um regime de ligação cambial mais estreita (como no caso dos *currency boards*) embora possa assumir também uma forma de regime de ligação cambial mais “*ténue*”. Seja qual for o caso, o que importa acautelar é que os países consigam encontrar uma forma segura para sair da ligação cambial sem atravessar uma crise⁽⁵⁾.

A noção de que, no contexto das escolhas bipolares, os regimes de câmbios flexíveis seriam mais adequados para países de mercado emergente foi também contestada por vários autores. Calvo e

(3) Ver Fischer (2001) e Bubula e Ötoker-Robe (2002).

(4) Ver também Masson (2000).

(5) Ver Duttagupta e outros (2004) e as referências aí mencionadas.

Reinhart (2002), apoiantes da abordagem “medo da flutuação”, defendem que, devido a preocupações relacionadas com as repercussões na inflação e com a dolarização nos sistemas financeiros nacionais, por vezes acrescidas também de problemas de credibilidade, os bancos centrais evitam deliberadamente variações nas taxas de câmbio, mesmo que oficialmente declarem que adoptam taxas de câmbio flexíveis, o que conduz a regimes flexíveis que são geridos como se fossem fixos.

Em resumo, a tendência recente na literatura relativamente à escolha de regime cambial sugere que nos países em fases iniciais de integração nos mercados de capitais mundiais continua a ser adequado um amplo leque de regimes de ligação cambial. Em economias de mercado emergente, os regimes intermédios continuam a ser úteis como soluções temporárias, como nos casos de países que se confrontam com problemas de estabilização de níveis de inflação muito elevados. Porém, no que se refere a acordos permanentes para as economias de mercado emergente, a escolha acabará provavelmente por recair sobre um regime “de canto”, com algumas economias a adoptar regimes de ligação cambial rígida (como os *currency boards* ou mesmo a dolarização ou euroização total), enquanto outros tenderão a escolher flexibilidade cambial. A forma como os países resolvem esta escolha depende da avaliação entre, por um lado, as vantagens decorrentes de maior credibilidade, compromisso e reduzida volatilidade de inflação e os benefícios de alguma autonomia monetária e de uma reduzida volatilidade do produto, por outro lado.

3. CONSIDERAÇÕES TEÓRICAS PARA A SELECÇÃO DO REGIME CAMBIAL

3.1. Abordagem tradicional

A abordagem das “Zonas Monetárias Óptimas” foi o primeiro contributo para o debate sobre o mérito dos vários regimes cambiais. Esta literatura teve origem no debate sobre as vantagens e desvantagens de taxas de câmbio fixas ou flexíveis para estimular a estabilidade de preços e isolar as economias dos vários tipos de choques. A teoria das “Zonas Monetárias Óptimas” identifica vários critérios segundo os quais um país deve adoptar uma moeda única ou estabelecer uma ligação cambial irrevogável da sua taxa de câmbio. Após o

contributo pioneiro de Mundell (1961), que salientou que a mobilidade de trabalho inter-regional assumiria o papel de ajustamento desempenhado por taxas de câmbio flexíveis, surgiram outros critérios, tais como a dimensão da economia e o seu grau de abertura, a diversificação do comércio a nível geográfico e de produtos, os diferenciais de inflação face aos principais parceiros comerciais e o grau de sincronização do ciclo económico. Posteriormente, tornou-se evidente que uma nova série de critérios era também particularmente importante para a decisão de adoptar um compromisso institucional para com uma taxa de câmbio fixa. Frankel (1999) refere que a necessidade de importar estabilidade monetária (devido a uma história de hiper-inflação, a uma ausência de organismos públicos credíveis, ou a uma elevada exposição da economia aos investidores internacionais) e o desejo de uma integração maior e mais estreita com determinado país vizinho ou parceiro comercial poderão explicar a intenção de adoptar taxas de câmbio fixas. Porém, Frankel (1999) argumenta também que, provavelmente, tal não terá êxito sem que a economia possua um nível suficiente de reservas externas, um sistema financeiro forte e bem supervisionado, bem como disciplina orçamental. Estas características adicionais estão relacionadas com a credibilidade e a necessidade de assegurar o acesso a mercados financeiros internacionais. Isso poderia explicar, por exemplo, por que razão os novos Estados-Membros da União Europeia escolheram diferentes tipos de regimes cambiais⁽⁶⁾. Também no seio dos grupos do Mercado Comum do Sul (Mercosur) e da Associação das Nações do Sudeste Asiático (ASEAN) o desejo de estabilizar as taxas de câmbio intra-regionais a fim de fomentar o comércio e os fluxos de capitais poderá exigir que sejam evitadas variações de taxas de câmbio entre países integrantes⁽⁷⁾.

Uma outra vertente da literatura tradicional salienta a importância da natureza dos choques⁽⁸⁾. O elemento primordial é identificar, na presença de choques específicos, qual o melhor regime para a estabilização do desempenho macroeconómico, ou seja aquele que consegue reduzir a volatilidade do produto, ou controlar a inflação. Neste contexto, sempre que os choques internos sejam na maioria de natureza monetária, são preferíveis taxas de

(6) Ver anexo.

câmbio fixas, porque contribuem para disciplinar os decisores de política. Porém, se os choques forem na sua maioria reais ou externos, a flexibilidade é importante para estabilizar a economia.

3.2. Contributos recentes

Os contributos mais recentes datam de meados dos anos 90 e podem ser divididos em dois grupos principais: economia política e “medo da flutuação”. A primeira abordagem foi apresentada por Collins (1996) e Edwards (1996), que defendem a existência de considerações de economia política que afectam a escolha de regimes cambiais. Estes autores verificam que indicadores de instabilidade política, tais como a frequência de alterações governamentais ou as transferências de poder entre partidos do governo e da oposição influenciam parcialmente as escolhas do regime cambial⁽⁹⁾. A segunda abordagem, apresentada por Calvo e Reinhart, (2000, 2002) salienta que muitos países que afirmam ter regimes de câmbios flexíveis, não permitem afinal que a sua taxa de câmbio flutue livremente, recorrendo a alterações das taxas de juro e a intervenções cambiais para afectar o seu comportamento⁽¹⁰⁾.

A abordagem da economia política defende que um país sem estabilidade política pode ter um incentivo para deixar a moeda flutuar, visto não ter a capacidade política e o apoio para tomar as medidas impopulares necessárias para defender uma ligação cambial. Com efeito, a decisão de adoptar uma taxa de câmbio mais flexível é em parte uma decisão de despolitizar ajustamentos cambiais.

(7) Os países do Mercosur são a Argentina, Brasil, Chile, Paraguai e Uruguai. Os países da ASEAN são o Brunei, Indonésia, Malásia, Mianmar, Filipinas, Singapura e Tailândia. Recentemente, o Banco de Pagamentos Internacionais (2003) apresentou um trabalho exaustivo especificamente sobre questões económicas, jurídicas e práticas relacionadas com a introdução de uma moeda regional comum ou a adopção de uma moeda estrangeira. A compilação de documentos inclui estudos sobre regimes monetários na Europa, Médio Oriente, África e nos países do grupo ASEAN. Ver também estudos de Bayoumi e Mauro (1999) sobre os países do grupo ASEAN e Masson e Pattillo (2001) sobre os países da África Ocidental.

(8) Ver, por exemplo, os contributos pioneiros de Aizenman e Frenkel (1982).

(9) O estudo de Collins (1996) refere-se a 24 países da América Latina e Caraíbas ao longo do período de 1978-92, enquanto o trabalho de Edwards (1996) se aplica a 63 países ao longo de 1980-1992.

Collins (1996) defende que em regimes de câmbios flexíveis (incluindo os regimes de flutuação controlada (*managed floating regimes*)) os ajustamentos das taxas de câmbio são menos perceptíveis pelos agentes económicos e, assim, menos onerosos em termos políticos do que uma desvalorização ao abrigo de uma ligação cambial. Edwards (1996) refere que quanto mais instável for um país em termos políticos, menor será a probabilidade de adoptar um regime de ligação cambial. Com efeito, os governos mais fortes estão em melhor posição de suportar os custos políticos de uma crise cambial e, portanto, mais dispostos a adoptar uma ligação cambial.

A abordagem “medo da flutuação” refere-se a uma situação em que um país declara oficialmente seguir um regime de câmbios totalmente flexíveis, mas, na realidade, estabiliza a taxa de câmbio por meio de intervenções no mercado cambial ou de alterações das taxas de juro. Segundo Calvo e Reinhart (2000, 2002), a ocorrência de desajustamentos cambiais nos balanços dos agentes económicos e uma elevada exposição a riscos cambiais são responsáveis por este comportamento. Tais desajustamentos cambiais devem-se às muitas dificuldades que estes países enfrentam para conseguir financiar-se na sua própria moeda. Isso implica que o sector financeiro tende a (necessita de) deter uma elevada percentagem da sua dívida em moeda estrangeira⁽¹¹⁾. De facto, os países com uma elevada dívida em moeda estrangeira não coberta têm um incentivo para adoptar uma ligação cambial à

(10) Calvo e Reinhart (2002) estimam as variações percentuais das taxas de câmbio, das reservas cambiais e das taxas de juro nos países com regimes que se inserem no terceiro grupo da classificação do FMI anterior a 1999, ou seja, flutuação controlada e câmbios totalmente flexíveis, face a um referencial de países “insuspeitos” com câmbios totalmente flexíveis: Estados Unidos, Alemanha e Japão. Os resultados confirmam que muitas das flutuações indicadas no período pós-anos 80 revelaram estar de facto bastante mais próximas de regimes de ligação cambial, visto que apresentavam uma elevada volatilidade das reservas externas (um indicador de considerável intervenção de estabilização) e uma reduzida variabilidade da taxa de câmbio nominal. Por último, Calvo e Reinhart (2002) salientam que os países que acabam por mais alterar as suas taxas de juro são aqueles que se esperava introduzissem menos alterações, visto que estes países pareciam ter adoptado um regime de câmbios flexíveis ou de flutuação controlada. Segundo os autores, esta elevada volatilidade nas taxas de juro nominais e reais sugere que os países não só se apoiam em intervenções nos mercados cambiais para limitar as flutuações das taxa de câmbio, como também recorrem a uma política de taxa de juro.

moeda estrangeira em que efectuaram o empréstimo, visto que a volatilidade cambial se traduziria em incerteza financeira e económica. Além disso, Calvo e Reinhart (2000) salientam que a volatilidade da taxa de câmbio é mais onerosa para as transacções em países de mercado emergente, dado que os exportadores e importadores não dispõem dos instrumentos para cobrir os riscos cambiais através de instrumentos de futuros, uma vez que os mercados de capitais são incompletos. Por seu lado, Hausmann e outros (2001) referem que os países de mercado emergente podem reear a flutuação por temerem as repercussões da taxa de câmbio sobre a inflação interna, sobretudo se os países tiverem adoptado objectivos de inflação. Contudo, Detken e Gaspar (2003) levantam algumas dúvidas quanto às tentativas para identificar regimes cambiais “*de facto*” em termos de comparação da volatilidade incondicional das taxas de câmbio, taxas de juro e reservas externas. Com base num modelo teórico, argumentam que para uma pequena economia aberta com perfeita mobilidade de capitais que prossiga o objectivo da estabilidade de preços, um regime de câmbios totalmente flexíveis pode parecer, em determinadas circunstâncias, equivalente a um regime de flutuação controlada ou mesmo a um regime mais intermédio. Tal sucede em particular quando se verifica uma elevada elasticidade da taxa de câmbio real da procura interna e choques frequentes para o prémio de risco de taxa de juro. Neste caso, o regime seria falsamente classificado “*de facto*” como um regime de flutuação controlada e, em tais casos, o argumento do “medo da flutuação” não seria aplicável.

4. EVIDÊNCIA EMPÍRICA SOBRE REGIMES CAMBIAIS

4.1. Factores determinantes da escolha de regime cambial

A maioria dos trabalhos empíricos relacionados com os factores determinantes da escolha de regime cambial incidem sobre um aspecto particular e

um grupo específico de países. A atenção incidiu especialmente nas economias de mercado emergente, em particular nos países do Mercosur e da Ásia, e nas economias em transição⁽¹²⁾. Quanto aos tópicos abordados, a questão da dolarização parcial ou total (esta última principalmente em comparação com *currency boards*) tem sido frequentemente objecto de investigação empírica⁽¹³⁾. Porém, recentemente, Levy Yeyati e outros (2002c) e Poirson (2001) seguiram uma abordagem totalmente nova, utilizando modelos que compreendem uma multiplicidade de hipóteses, bem como uma gama mais vasta de países.

Recorrendo à sua própria classificação, Levy-Yeyati e outros (2002c) testam cinco abordagens principais relacionadas com a selecção de regimes cambiais. Estas incluem a teoria das “Zonas Monetárias Óptimas”; avaliação entre choques reais e choques nominais; a percepção política de que as taxas de câmbio fixas são um instrumento útil para os governos com fraca credibilidade nominal e institucional; o princípio de que não é possível ter simultaneamente estabilidade cambial, independência monetária e total integração financeira; os efeitos da variabilidade da taxa de câmbio nos balanços dos agentes económicos em economias fortemente dolarizadas. Os resultados confirmam

(12) Em virtude da adesão dos novos Estados-Membros à União Europeia em Maio de 2004, o FMI decidiu abandonar a categoria “economias em transição” na edição de Abril de 2004 do “*World Economic Outlook*”. Anteriormente, este grupo era composto pela República Checa, Estónia, Hungria, Letónia, Lituânia, Polónia, Eslováquia, Eslovénia e também Albânia, Bósnia e Herzegovina, Bulgária, Croácia, antiga República jugoslava da Macedónia, Roménia, Sérvia e Montenegro, a Comunidade de Estados Independentes e Mongólia.

(13) Ver, por exemplo, Berg e Borensztein (2000a, 2000b) ou Calvo e Reinhart (1999, 2000). Winkler e outros (2004) incidem sobre casos bem sucedidos de euroização/dolarização e também sobre os casos em que foi abandonada a euroização/dolarização. Em Domag e outros (2001), as conclusões empíricas sugerem que as economias em transição mais abertas ao comércio, com menores défices orçamentais e que alcançaram maiores progressos em termos de entrada no sector privado e de mercados internos, tendem a adoptar regimes cambiais mais rígidos. Berg e Borensztein (2000a, 2000b) ou Calvo e Reinhart (1999b, 2000) indicam que os países que poderão considerar a dolarização mais atractiva serão provavelmente os países mais integrados com os Estados Unidos (ou outro país cuja moeda possam adoptar) ou já muito dolarizados “*de facto*”. Segundo Bulir (2004), a abertura dos mercados financeiros favorece a flexibilidade cambial, aumentando a viabilidade de um regime de câmbios flexíveis e tornando mais difícil a manutenção de uma ligação cambial.

(11) Este é o “pecado original”: os mutuários não podem simplesmente solicitar empréstimos em moeda nacional, especialmente dívida de longo prazo, porque nenhum mutuante no país ou no estrangeiro está na disposição de conceder crédito em moeda nacional.

que todas estas abordagens, desde os contributos tradicionais até aos mais recentes, são empiricamente relevantes para a escolha do regime cambial. Além disso, a adequabilidade das várias teorias testadas depende das características dos países, o que significa que existe uma diferença entre países industrializados e não-industrializados. Neste sentido, a percepção do papel desempenhado pelos factores específicos dos países torna-se fundamental antes de ser feita uma recomendação quanto à adopção de um determinado regime cambial. Com efeito, os autores concluem que “seja qual for a relevância primordial dos regimes cambiais para o desempenho económico, ignorar ou não compreender totalmente o papel desempenhado por estas variáveis e adoptar recomendações generalistas pode conduzir a políticas inadequadas”.

Poirson (2001), utilizando a classificação de regimes do FMI posterior a 1999 (ver anexo), recorre a um vasto número de variáveis explicativas para avaliar três critérios teóricos diferentes subjacentes à escolha de regime: a teoria das “Zonas Monetárias Óptimas”, questões de economia política e a perspectiva do “medo da flutuação”⁽¹⁴⁾. Os resultados confirmam que os argumentos recentes, tal como a incerteza política, a dolarização e a exposição a riscos cambiais, têm um peso significativo sobre as decisões de taxa de câmbio. Relativamente aos argumentos tradicionais, critérios como dimensão económica, inflação, mobilidade de capitais, diversificação de produtos, adequação de reservas cambiais e vulnerabilidade externa são relevantes para a escolha de regimes cambiais; factores como a concentração de comércio a nível geográfico e o nível de desenvolvimento económico não parecem relevantes para a escolha de regime cambial, ou têm apenas um efeito reduzido, como no caso da abertura ao comércio. Quanto à mobilidade de capitais, as conclusões confirmam a perspectiva de que uma maior integração financeira

tende a promover regimes cambiais mais flexíveis. Os resultados são consistentes com a perspectiva do “medo da flutuação”, na medida em que uma exposição elevada ao risco cambial (medida pela existência de passivos não cobertos em moeda estrangeira) tende a estar associada a regimes cambiais menos flexíveis. Da mesma forma, os países com um grau elevado de dolarização parcial (considerada como substituição de moeda) irão provavelmente escolher um regime cambial mais rígido. Por último, a incerteza política e um nível baixo de reservas externas parecem favorecer a selecção de regimes cambiais mais flexíveis.

4.2. Regimes cambiais e desempenho económico

Em contraste com várias discussões teóricas e conceptuais, alguns estudos (e com muito menos êxito) investigaram empiricamente as ligações entre desempenho macroeconómico e regimes cambiais. Uma das razões subjacentes a esta incapacidade dos dados de fornecer uma análise sistemática tem a sua origem nos problemas colocados pela classificação dos regimes cambiais, embora tal possa ser uma visão um pouco simplista desta questão. Alguns dos trabalhos mais conclusivos nesta área são apresentados seguidamente. Todos os estudos são identicamente abrangentes quanto à cobertura de países e duração do período de análise.

Gosh e outros (1997) e Gosh e outros (2003) analisam as ligações entre regimes cambiais, inflação e crescimento do produto⁽¹⁵⁾. Os autores utilizam a classificação “*de jure*” do FMI, mas combinam-na com uma classificação baseada no comportamento cambial efectivo, de forma a estabelecer uma diferença entre a política oficial e a verificada. Os resultados são obtidos a partir de uma classificação alargada dos regimes em três categorias (regimes de ligação cambial, regimes intermédios e regimes de câmbios flexíveis), bem como de uma classificação mais detalhada. Os autores analisam o desempenho da inflação (medida em termos da taxa de inflação média anual) e do crescimento económico (medido em termos do crescimento real do PIB *per capita*), e ainda a volatilidade

(14) É seguida uma abordagem idêntica à de Levy-Yeyati e Sturzenegger (2002a) para o cálculo de um indicador da flexibilidade do regime cambial, com base na volatilidade observada das taxas de câmbio e reservas externas em 164 países em 1998. O índice é o rácio entre o valor médio mensal absoluto da depreciação cambial nominal e o valor médio mensal absoluto da variação das reservas externas (normalizadas pela base monetária no mês anterior). Os resultados deste índice são então comparados com a nova classificação do FMI de regimes cambiais adoptada a partir de Janeiro de 1999 e utilizados para avaliar os factores determinantes dos regimes.

(15) O primeiro estudo aplica-se a 136 países o longo do período 1960-1990, enquanto o segundo estudo abrange 165 países ao longo do período 1970-1999.

da inflação e do produto. Foram também incluídas variáveis de controlo adicionais, tais como crescimento do agregado monetário largo, taxas de juro nominais de curto prazo, emprego e investimento em percentagem do PIB, importações e exportações em dólares e termos de troca. Para controlar problemas de endogeneidade na escolha de regime, foram utilizadas várias medidas para aferir a independência do Banco central, nomeadamente a taxa de rotação do governador do Banco central. Empiricamente, os resultados são conclusivos quanto à inflação (em termos de desempenho e volatilidade), enquanto as conclusões relativas ao produto apenas podem ser obtidas em termos de volatilidade e não em termos de taxa de crescimento. A inflação é mais baixa e mais estável sob regimes de ligação cambial do que sob regimes intermédios e de câmbios flexíveis. Os benefícios anti-inflacionistas de se ter uma ligação cambial resultam de haver um crescimento mais lento da oferta da moeda (ou seja um efeito disciplinador) e também de um efeito de credibilidade. Verificam-se, porém, duas excepções: em países com taxas de inflação muito baixas (geralmente países de elevado rendimento), onde a credibilidade se obtém a partir de outros mecanismos, como a ausência de controlos de capitais, e em países que alteram com frequência as suas paridades, onde a credibilidade é baixa, a escolha do regime cambial parece ter apenas um efeito marginal reduzido. A evidência empírica parece apontar também para uma maior volatilidade do crescimento do PIB em termos reais e maior volatilidade do PIB em termos reais sob regimes ligação cambial do que sob regimes intermédios ou de câmbios flexíveis, particularmente no caso de países com rendimentos mais elevados (onde a rigidez nominal será provavelmente mais prevalecente). Por último, no que se refere ao desempenho do crescimento económico, as conclusões não são evidentes. Com efeito, as taxas de crescimento do produto *per capita* não variam muito entre os vários regimes cambiais, embora alguns dados indiquem que os regimes intermédios têm um melhor desempenho do que os regimes de ligação cambial e os regimes de câmbios flexíveis. No geral, os autores concluem que “na melhor das hipóteses os regimes de ligação cambial não são piores do que em regimes de câmbios flexíveis no que diz respeito ao crescimento económico”. Num estudo específico sobre *currency bo-*

ards, Gosh e outros (2000) concluem que, em geral, os *currency boards* parecem revelar melhores desempenhos de crescimento do que outros regimes de ligação cambial, embora não existam ainda elementos suficientes de que isso se possa apenas atribuir ao regime cambial. Como previsto, os *currency boards* suplantam também o desempenho de outros regimes de ligação cambial em termos de inflação (em volatilidade e desempenho).

As conclusões de Domaç e outros (2001) sobre as economias em transição ao longo do período 1991-98 estão de acordo com os resultados obtidos por Gosh e outros (1997), ou seja, o regime cambial não interfere com o desempenho da inflação, embora não seja possível concluir qual dos regimes em particular será superior, em termos de desempenho do crescimento económico⁽¹⁶⁾. Apesar disso, os resultados sugerem que as variáveis de política económica, bem como outras variáveis com influência sobre a actividade económica, têm de facto efeitos diferentes sobre o crescimento económico, dependendo do regime cambial.

Levy-Yeyati e Sturzenegger (2001, 2002b), utilizando uma classificação “*de facto*” dos regimes cambiais que reflecte as políticas efectivamente adoptadas e procedendo a uma distinção entre ligação cambial longa e curta (sendo a ligação cambial definida como longa se tiver uma duração igual ou superior a 5 anos e curta se tiver uma duração inferior a 5 anos), mostram uma forte associação entre regimes de taxa de câmbio fixa e taxas de inflação mais baixas, embora apenas no caso de ligações cambiais longas (onde o regime foi adoptado durante um período de tempo suficiente para ter credibilidade)⁽¹⁷⁾. Além disso, verificaram que os regimes de ligação cambial rígida permitem obter melhores resultados de inflação do que outros tipos de ligações cambiais. Em termos de crescimento económico, este estudo conclui que o regime cambial apenas é relevante em países não industrializados⁽¹⁸⁾. Nestes países, os regimes de câmbios flexíveis proporcionam taxas de crescimento significativamente mais elevadas do que regimes de ligação cambial rígida. Além disso, os regimes de câmbios flexíveis superam também as li-

(16) Em Domaç e outros (2001) as economias em transição correspondem mais ou menos ao grupo definido como “economias em transição” no “*World Economic Outlook*” anterior à edição de Abril de 2004.

gações cambiais curtas. Com efeito, uma ligação cambial curta leva a um crescimento económico mais lento sem proporcionar ganhos significativos em termos de inflação. Por último, em comparação com os regimes de câmbios flexíveis “*de facto*”, os regimes de ligação cambial de facto sem obrigatoriedade legal com uma taxa de câmbio fixa beneficiam de um melhor desempenho em termos de crescimento económico (o que pode fornecer uma justificação para o que os autores designam como “medo da fixação” (*fear of pegging*)).

Por último, Rogoff e outros (2003), utilizando a classificação proposta em Reinhart e Rogoff (2004), avaliam o desempenho dos regimes cambiais em termos de inflação e ciclo económico⁽¹⁹⁾. Os resultados indicam que nos países em vias de desenvolvimento, onde se verifica um nível baixo de exposição a movimentos de capitais internacionais, as ligações cambiais parecem ser superiores em termos de credibilidade de política e, por conseguinte, mais adequadas para alcançar um nível baixo de inflação. Além disso, tal resultado parece ser conseguido com um baixo custo em termos de crescimento, volatilidade ou crises frequentes. Por outro lado, nos países de mercado emergente onde a exposição a fluxos de capitais internacionais é mais elevada, a rigidez dos regimes não parece proporcionar ganhos óbvios em termos de menor

inflação ou maior crescimento económico⁽²⁰⁾. Nas economias desenvolvidas, as que têm câmbios flexíveis registam um crescimento económico mais rápido do que as com outros regimes, sem incorrer em aumentos de inflação. Com base nestes resultados, os autores retiram duas conclusões principais. Em primeiro lugar, que o valor da flexibilidade cambial aumenta com a maturidade financeira⁽²¹⁾. Em segundo lugar, o desempenho de qualquer regime cambial poderá ser melhorado com uma gestão macroeconómica consistente.

Em resumo, os estudos referidos sugerem que não existe uma relação directa entre o desempenho macroeconómico e o regime cambial. Apesar de muitos casos os regimes de ligação cambial parecem estar associados a melhores resultados de inflação, não é possível estabelecer uma relação clara entre o crescimento económico e o regime cambial.

(17) A sua classificação de regimes, para um conjunto de 183 países que reportaram ao FMI no período 1974-2000, é obtida a partir de uma técnica de análise de agregados (*cluster analysis technique*) através da qual foram identificados grupos homogêneos de observações, de acordo com a semelhança de comportamento das três variáveis de referência: volatilidade da taxa de câmbio, volatilidade das variações da taxa de câmbio e volatilidade das reservas externas. Os autores obtiveram quatro grupos diferentes: regimes de taxa de câmbio fixa (associado com as variações nas reservas externas destinadas a reduzir a volatilidade das taxas de câmbio nominais), regimes cambiais flexíveis (caracterizados por uma substancial volatilidade das taxas de câmbio nominais e reservas relativamente estáveis), regimes de desvalorizações deslizantes (*crawling peg*) (caso em que as variações na taxa de câmbio nominal ocorrem de uma forma regular, ou seja, com uma baixa volatilidade da taxa de variação da taxa de câmbio, em paralelo com uma intervenção activa nas reservas cambiais) e, por último, uma flutuação impura (*dirty float*) (associada ao caso em que a volatilidade é consideravelmente elevada em todas as variáveis, e em que as intervenções cambiais apenas atenuam as flutuações das taxas de câmbio).

(18) Os 22 países industrializados definidos em Levy-Yeyati e Sturzenegger (2001, 2002b) constam do Quadro II A do anexo. Os países não industrializados com algumas excepções são os referidos nos Quadros II B e C.

(19) A classificação é mais alargada (do que a do FMI) e inclui informações sobre as taxas de câmbio em mercados paralelos. Isso é importante porque, quando não se consideram estas taxas de câmbio poderá ter-se uma ideia errada da política monetária subjacente bem como da capacidade de ajustamento da economia. Além disso, separa os episódios de forte instabilidade macroeconómica, identificando casos de “queda flutuante” (*freely falling*) e “hiper-flutuação” (*hyperfloats*): o primeiro, equivalente à categoria de câmbios totalmente flexíveis na terminologia do FMI, é aplicável a países onde a taxa de inflação média anual se situa acima de 40 por cento e corresponde a episódios em que, devido quase sempre à elevada inflação, ocorrem consideráveis desvalorizações na taxa de câmbio durante períodos de tempo prolongados; o segundo, uma subcategoria de “queda flutuante”, corresponde a episódios em que a inflação é superior a 50 por cento por mês. Isto é também importante porque os países têm frequentemente taxas de inflação muito elevadas quando registam situações de instabilidade macroeconómica, o que se pode reflectir em depreciações significativas e frequentes da taxa de câmbio. Assim, a não exclusão de episódios de “queda flutuante” pode dar origem a distorções em comparações entre regimes de taxa de câmbio fixa e flexíveis.

(20) Parece também que sistemas mais rígidos estiveram associados a crises bancárias mais frequentes e, em especial, crises “gêmeas” com maiores custos, que abrangiam o sector financeiro e a balança de pagamentos.

(21) A vantagem pode reflectir o facto de as rigidezes nominais se tornarem mais pronunciadas à medida que as economias adquirem mais maturidade, atribuindo um papel importante às taxas de câmbio flexíveis na afectação de recursos, após choques reais. Além disso, os autores acrescentam que a maturidade financeira, a disseminação generalizada de dívida denominada em moeda nacional e os instrumentos de cobertura de risco reduzem as consequências adversas dos desequilíbrios de moeda que dão origem ao “medo da flutuação”.

5. CONCLUSÃO

Na sequência das crises asiática e latino-americana, estabeleceu-se a convicção de que apenas os regimes de taxa fixa ou de câmbios flexíveis seriam adequados para países de mercado emergente. Além disso, taxas de câmbio flexíveis pareciam ser preferíveis a regimes de ligação cambial rígida, uma vez que estes últimos eram considerados demasiado limitativos para a maioria dos países de mercado emergente. Estas perspectivas foram ligeiramente atenuadas, no contexto do reconhecimento de que os regimes cambiais intermédios eram viáveis e de que poderiam inclusivamente ser úteis em circunstâncias particulares, e de se ter observado comportamentos que sugeriam que por vezes os países tinham “medo da flutuação”.

Na literatura recente, os critérios teóricos subjacentes à escolha de regimes cambiais foram além dos salientados na teoria de “Zonas Monetárias Óptimas” ou dos relacionados com a natureza dos choques que afectam a economia. Os recentes contributos compreendem considerações de economia política e a abordagem do “medo da flutuação”. As teorias de economia política mostram que é mais provável que os países politicamente instáveis escolham um regime cambial flexível devido à falta de apoio político e à capacidade para tomarem as medidas necessárias para defender a ligação cambial. A abordagem “medo da flutuação” defende que os países que enfrentam uma elevada exposição ao risco cambial devido a um sistema financeiro interno muito dolarizado dispõem de um incentivo para efectuar uma ligação cambial “*de facto*” das suas moedas, mesmo que oficialmente tenham adoptado um regime de câmbios flexíveis. Os estudos empíricos sugerem que quer os argumentos mais tradicionais quer os critérios mais recentes, como, por exemplo, os que salientam a influência de factores políticos, são empiricamente relevantes para a escolha de regime cambial.

A literatura empírica não conseguiu contudo, identificar uma relação clara entre o desempenho macroeconómico e os regimes cambiais. Tal não deverá ser surpreendente, uma vez que o regime cambial faz parte do pacote de políticas económicas de um país e, por conseguinte, o seu desempenho e funcionamento dependem das circunstâncias desse país num determinado momento. Po-

dem ser alcançados resultados macroeconómicos idênticos seguindo enquadramentos de política económica completamente diferentes, nos quais o regime cambial é apenas mais um elemento. Todos os regimes cambiais são opções potenciais, desde que seja assegurada a sua compatibilidade com a política económica. Assim, parece que não existem recomendações claras nem uma solução única indicando a escolha de um regime cambial em particular.

REFERÊNCIAS

- Aghevli, Bijan, Mohsin Khan e Peter Montiel (1991), “Exchange Rate Policy in Developing Countries: Some Analytical Issues,” *IMF Occasional Paper* No. 78.
- Aizenman, Joshua e Jacob Frenkel, (1982) “Aspects of the optimal management of exchange rates” *Journal of International Economics*, Vol. 13, 231-256.
- Bank for International Settlements (2003), “Regional currency areas and the use of foreign currencies”, *BIS Papers*, Number 17.
- Bayoumi, Tamim e Paolo Mauro (1999), “The Suitability of ASEAN for a Regional Currency Arrangement”, *IMF Working Paper* 162.
- Berg, Andrew e Eduardo Borensztein (2000a), “The choice of exchange rate regime and monetary target in highly dollarized economies”, *IMF Working Paper* 29.
- Berg, Andrew e Eduardo Borensztein (2000b), “The Pros and Cons of Full Dollarization”, *IMF Working Paper* 50.
- Bubula, Andrea e Inci Ötker-Robe (2002), “The evolution of exchange rate regimes since 1990: evidence from “*de facto*” policies”, *IMF Working Paper* 155.
- Bulir, Ales (2004), “Liberalized Markets have more stable exchange rates: short-run evidence from four transition countries”, *IMF Working Paper* 35.
- Calvo, Guillermo A., e Carmen M. Reinhart (1999), “Capital flow reversals, the exchange rate debate and dollarization,” *IMF Finance & Development*, Volume 36, Number 3.
- Calvo, Guillermo A., e Carmen M. Reinhart (2000), “Fixing for your Life,” *NBER Working Papers Series* 8006.

- Calvo, Guillermo A., e Carmen M. Reinhart (2002), "Fear of Floating," *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 117, Issue 2, 379-408.
- Collins, Susan (1996), "On becoming more flexible: exchange rate regimes in Latin America and in the Caribbean", *Journal of Development Economics*: Volume 51, 117-138.
- Detken, Carsten e Vítor Gaspar (2003), "Maintaining Price Stability Under Free-Floating: A Fearless Way Out Of The Corner?", European Central Bank, *Working Paper* 241.
- Domaç, Ilker, Kyle Peters e Yevgeny Yuzefovich (2001) "Does the Exchange Rate Regime Affect Macroeconomic Performance? Evidence from Transition Economies", World Bank Policy Research *Working Paper*, No. WPS 2642.
- Duttagupta, Rupa, Gilda Fernandez e Cem Karacadag (2004), "From fixed to float: operational aspects of moving toward exchange rate flexibility", *IMF Working Paper* 126.
- Edwards, Sebastian (1996), "The determinants of the choice between fixed and flexible exchange rate regimes", *NBER Working Paper* 5756: September.
- Eichengreen Barry (1994), *International Monetary Arrangements for the 21st Century*, Washington, Brookings Institution.
- Eichengreen, Barry (1999), *Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post Asia Agenda*, Washington, Institute for International Economics.
- Fischer, Stanley (2001), "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?", *Journal of Economic Perspective*, XV, 3-24.
- Frankel, Jeffrey (1999), "No Single Currency Regime is Right for all Countries or at all Times", *NBER Working Paper* 7338.
- Goldstein, Morris (1999), *Safeguarding Prosperity in a Global Financial System: The Future International Financial Architecture*, Washington, IIE.
- Ghosh, Atish, Anne-Marie Gulde, Jonathan Ostry, e Holger Wolf (1997), "Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter?" *NBER Working Paper* No. 5874;
- Ghosh, Atish, Anne-Marie Gulde, e Holger Wolf (2000), "Currency Boards: More Than a Quick Fix?", *Economic Policy*, Volume 31, 269-335.
- Ghosh, Atish, Anne-Marie Gulde, e Holger Wolf (2003), *Exchange rate regimes: choices and consequences*, Cambridge, Massachusetts: MIT Press.
- Ho, Corrine e Robert McCauley (2003), "Living with flexible exchange rates: issue and recent experience in inflation targeting emerging market economies", Bank for International Settlements, *BIS Working Papers*, No. 130.
- Hausmann, Ricardo, Ugo Panizza, e Ernesto Stein (2001), "Why Do Countries Float the Way They Float?" *Journal of Development Economics*: LXVI, 387-417.
- International Monetary Fund (1997-2003) *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, various issues.
- International Monetary Fund (1999), "Exchange Rate Arrangements and Currency Convertibility — Developments and Issues", *World Economic and Financial Surveys*, International Monetary Fund.
- International Monetary Fund (2003), "Exchange Arrangements and Foreign Exchange Markets: Developments and Issues", *World Economic and Financial Surveys*.
- Levy-Yeyati Eduardo e Federico Sturzenegger (2001), "Exchange rate regimes and economic performance", *IMF Staff Papers*, Volume 47, 62-98.
- Levy-Yeyati Eduardo e Federico Sturzenegger (2002a), *Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds versus Words*, Universidad Torcuato Di Tella.
- Levy-Yeyati Eduardo e Federico Sturzenegger (2002b), *To Float or to Trail: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes*, Universidad Torcuato Di Tella.
- Levy-Yeyati, Eduardo, Federico Sturzenegger e Iliana Reggio (2002c), *Endogeneity of exchange rate regimes*, Universidad Torcuato Di Tella.
- Masson, Paul (2000), "Exchange Rate Regime Transitions", *IMF Working Paper* 134.
- Masson, Paul e Catherine Pattillo (2001), *Monetary Union in West Africa (ECOWAS): Is It Desirable and How Could It Be Achieved?*, *IMF Occasional Paper* No. 204.
- Mundell, R.A. (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas", *The American Economic Review*: Volume LI Number 4, 657-664.
- Mussa, Michael, Paul Masson, Alexander Swoboda, Esteban Jadresic, Paolo Mauro e

- Andrew Berg (2000), "Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy", *IMF Occasional Paper* No. 193.
- Obstfeld, Maurice e Kenneth Rogoff (1995), "The Mirage of Fixed Exchange Rates", *Journal of Economic Perspectives*, IX, 73-96.
- Poirson, Hélène (2001) "How do countries choose their exchange rate regimes?", *IMF Working Paper* 46.
- Reinhart, Carmen e Kenneth Rogoff (2004), "The modern history of exchange rate arrangements: a reinterpretation", *The Quarterly Journal of Economics*, Volume CXIX, Issue 1, 1-48.
- Rogoff, Kenneth, Aasim Husain, Ashoka Mody, Robin Brooks e Nienke Oomes (2003), "Evolution and performance of exchange rate regimes", *IMF Working Paper* 243.
- Winkler, Adalbert, Francesco Mazzaferro, Carolin Nerlich e Christian Thimann (2004), "Official dollarisation/euroisation: motives, features and policy implications of current cases", *ECB Occasional Paper Series*, nº11.

ANEXO

Classificação do Fundo Monetário Internacional

A classificação oficial de regimes cambiais do FMI é um marco na literatura relativa aos regimes cambiais. Esta classificação foi introduzida pela primeira vez em 1975, quando, na sequência do colapso do sistema de Bretton Woods em 1973, os países membros que adoptaram a segunda emenda do Acordo do FMI tiveram formalmente a possibilidade de escolher o seu regime cambial, aceitando que as suas políticas cambial e macroeconómicas estimulariam ajustamentos da balança de pagamentos. O FMI passaria a manter as políticas cambiais dos países sob permanente vigilância e, por outro lado, os países deveriam fornecer ao FMI as informações necessárias a essa vigilância. Os países eram obrigados a informar o FMI, com uma antecedência de 30 dias antes de se tornarem membros, sobre qual o regime cambial adoptado e, posteriormente, sobre quaisquer alterações ao mesmo. Com base nestas informações, e consoante o grau de flexibilidade dos acordos, o FMI estabeleceu o esquema de classificação cambial. Esta classificação oficial ou “*de jure*” incluía três categorias principais: acordos de ligação cambial, acordos de flexibilidade limitada e acordos mais flexíveis⁽¹⁾. A classificação manteve-se praticamente inalterada entre 1983 e 1998. Porém, no âmbito do debate sobre a adequação das chamadas escolhas bipolares face a regimes intermédios, tornou-se evidente que muitos países seguiam regimes que eram totalmente diferentes dos formalmente anunciados, o que reduzia a transparência das iniciativas de política desses membros, dificultando assim a vigilância das políticas cambiais por parte do FMI. Neste contexto, e após uma análise exaus-

tiva das práticas “*de facto*” nos países no período entre 1994 e 1997, o FMI decidiu alterar o esquema de classificação cambial oficial em 1999⁽²⁾.

Esta classificação “*de facto*” é oficial desde Janeiro de 1999 e inclui oito categorias (ver FMI (1999) e FMI (2003)). O sistema classifica os regimes cambiais com base no grau de flexibilidade do acordo ou no compromisso formal ou informal para com um determinado padrão de evolução cambial. Os acordos vão desde regimes mais rígidos ou ligações cambiais rígidas a regimes mais flexíveis ou totalmente flexíveis, enquanto as categorias intermédias são designadas ligações cambiais mais ténues⁽³⁾. Além dos regimes cambiais, os países são também classificados de acordo com a política monetária seguida, o que proporciona uma maior transparência no esquema de classificação e ilustra que diferentes tipos de regimes cambiais são compatíveis com estratégias de política monetária idênticas. Quanto à estratégia de política monetária, o FMI faz cinco distinções alternativas: âncora cambial, âncora a um agregado monetário, objectivo directo de inflação, programa apoiado pelo FMI ou outro programa monetário e outros⁽⁴⁾. O FMI apresenta ainda informações específicas adicionais, nomeadamente quando o regime que opera “*de facto*” no país é diferente do respectivo regime “*de jure*” ou quando o país mantém um acordo cambial que envolva mais do que um mercado, ou adop-

(1) O primeiro grupo incluía regimes em que a taxa de câmbio era fixada face quer a uma moeda única, geralmente uma moeda forte como o dólar dos EUA ou o franco francês, quer a um cabaz de moedas, descrita como uma média ponderada das moedas dos principais parceiros comerciais ou financeiros. O segundo grupo abrangia regimes em que a taxa de câmbio podia oscilar dentro de determinadas bandas face a uma moeda única ou no contexto de um acordo de cooperação (aplicado especificamente a países participantes no Mecanismo de Taxas de Câmbio (MTC) do Sistema Monetário Europeu (SME)). O terceiro grupo incluía o regime de flutuação controlada e o de câmbios totalmente flexíveis, consoante a taxa de câmbio fosse determinada de forma parcial ou total pelo mercado (ver FMI (1999)).

(2) Em particular, o FMI (1999) analisou as alterações dos acordos cambiais que afectaram a classificação oficial e outros tipos de ajustamentos cambiais, nomeadamente desvalorizações das taxas de câmbio, variações nas bandas, a adopção de novas moedas e taxas de câmbios em mercados paralelos.

(3) As **ligações cambiais rígidas** (*hard pegs*) incluem acordos cambiais sem curso legal independente (*exchange arrangements with no separate legal tender*) e *currency boards*. As **ligações cambiais mais ténues** (*soft pegs*) incluem outras ligações cambiais convencionais de taxa fixa (*other conventional fixed peg arrangements*), taxas de câmbio em bandas horizontais (*pegged exchange rates within horizontal bands*), desvalorização deslizante (*crawling peg*), taxas de câmbio em bandas deslizantes (*exchange rates within crawling bands*) e ainda flutuações fortemente controladas (*tightly managed floats*), um caso particular dos regimes cambiais de flutuação controlada. Os **regimes de câmbios flexíveis** (*floating regimes*) consistem em outra flutuação controlada sem um padrão de evolução para a taxa de câmbio pré-definido (*other managed floating regimes*) e câmbios totalmente flexíveis (*independently floating*).

ta âncoras nominais múltiplas na condução da política monetária. Assim, a nova classificação “de facto” do FMI combina as informações disponíveis sobre a taxa de câmbio, política monetária e intenções de política formais ou informais das autoridades com os dados sobre a taxa de câmbio e os movimentos das reservas externas observados, para avaliar o regime cambial praticado.

A evolução dos regimes cambiais na última década, de 1990-2001, sob a classificação “de facto” do FMI mostra que se tem verificado uma tendência de afastamento de ligações cambiais mais ténues a favor de regimes flexíveis e, em menor escala, de ligações cambiais rígidas (Quadro I). Esta tendência poderá apoiar a “perspectiva bipolar” de que os regimes intermédios acabarão por desaparecer. Com efeito, a percentagem de ligações cambiais mais ténues diminuiu de 64 por cento em 1990 para 30 por cento em 2001, e, em contrapartida, os regimes flexíveis aumentaram de 20 para 44 por cento e as ligações cambiais rígidas de 16 para 26 por cento⁽⁵⁾. Quanto à estratégia de política mone-

tária, à medida que passam para uma maior flexibilidade cambial, os países tendem a adoptar âncoras adicionais para assegurar a estabilidade dos preços⁽⁶⁾. As informações suplementares sugerem também que, excluindo os países da área do euro, todos os restantes países com regimes de ligação cambial utilizam a taxa de câmbio como âncora nominal no quadro da estratégia de política monetária. Por último, a classificação cambial “de facto” indica que o abandono de regimes intermédios foi mais pronunciado em países que tinham já acesso aos mercados de capitais, ou seja, países com mercados desenvolvidos e de mercado emergente, e menos evidente nos outros países membros do FMI.

A classificação de regime cambial para 187 países abrangidos na edição de 2003 do *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* é apresentada no Quadro II, onde os países são apresentados em três grupos: economias avançadas, economias de mercado emergente e outras economias.

(4) Segundo a descrição do FMI (2003), estes programas apoiados pelo FMI e outros programas monetários envolvem a adopção de políticas monetária e cambial dentro de um quadro que estabelece limites mínimos para as reservas internacionais e limites máximos para os activos internos líquidos dos bancos centrais. Na categoria “Outros” estão incluídos países como os Estados Unidos, Suíça e Japão ou os países da área do euro.

(5) No caso de ligações cambiais rígidas, este aumento deve-se, em larga medida, à criação da área do euro.

(6) Para uma descrição das questões e da experiência recente de economias de mercado emergente com objectivos de inflação que adoptaram taxas de câmbio flexíveis, ver Ho e McCauley (2003).

Quadro I
ACORDOS CAMBIAIS

Percentagem	1990	1998	2001
Classificação "de Facto"			
Ligações cambiais rígidas	16	18	26
Ligações cambiais mais ténues	64	46	30
Câmbios flexíveis	20	36	44
Total	100	100	100
Classificação "de Jure"^(a)			
Regimes de ligação cambial ^(b)	65	45	-
dos quais: flexibilidade limitada	9	9	-
Câmbios flexíveis	35	56	-
dos quais: flutuação controlada	16	25	-
dos quais: câmbios totalmente flexíveis	18	31	-
Total	100	100	-

Fontes: FMI, *World Economic and Financial Surveys* (2003).

(a) Não actualizada desde 1998.

(b) Inclui acordos sem curso legal independente, *currency boards*, ligações cambiais convencionais de taxa fixa, bandas horizontais e regimes com flexibilidade limitada numa banda e o Mecanismo de Taxas de Câmbio (MTC) do Sistema Monetário Europeu (SME).

Quadro II A
ECONOMIAS AVANÇADAS^{(a), (b)}

Acordo cambial			
Área do euro		Outras	
Alemanha	Sem curso legal independente	Austrália	Câmbios totalmente flexíveis
Áustria	Sem curso legal independente	Canadá	Câmbios totalmente flexíveis
Bélgica	Sem curso legal independente	Chipre+	Taxas de câmbio em bandas horizontais
Espanha	Sem curso legal independente	Dinamarca	Taxas de câmbio em bandas horizontais (MTC II)
Finlândia	Sem curso legal independente	Estados Unidos	Câmbios totalmente flexíveis
França	Sem curso legal independente	Hong Kong (RAE)	<i>Currency board</i>
Grécia	Sem curso legal independente	Islândia	Câmbios totalmente flexíveis
Irlanda	Sem curso legal independente	Japão	Câmbios totalmente flexíveis
Itália	Sem curso legal independente	Noruega	Câmbios totalmente flexíveis
Luxemburgo	Sem curso legal independente	Nova Zelândia	Câmbios totalmente flexíveis
Países Baixos	Sem curso legal independente	Reino Unido	Câmbios totalmente flexíveis
Portugal	Sem curso legal independente	Singapura	Flutuação controlada
		Suécia	Câmbios totalmente flexíveis
		Suíça	Câmbios totalmente flexíveis

Fontes: FMI (*World Economic Outlook* (2004); *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (2003)).

(a) As economias são apresentadas de acordo com o *World Economic Outlook* do FMI (2004), dos quais o Canadá, França, Alemanha, Itália, Japão, Reino Unido e Estados Unidos correspondem às principais economias avançadas.

(b) Os novos Estados-Membros da União Europeia estão assinalados com +.

Quadro II B
ECONOMIAS DE MERCADO EMERGENTE^(a)

Acordo cambial			
África		Ásia	
África do Sul	Câmbios totalmente flexíveis	China	Outras ligações cambiais convencionais de taxa fixa
Marrocos	Outras ligações cambiais convencionais de taxa fixa	Coreia ^(b)	Câmbios totalmente flexíveis
Nigéria	Flutuação controlada	Filipinas	Câmbios totalmente flexíveis
		Índia	Flutuação controlada
		Indonésia	Flutuação controlada
		Malásia	Outras ligações cambiais convencionais de taxa fixa
		Paquistão	Flutuação controlada
		Sri Lanka	Câmbios totalmente flexíveis
		Tailândia	Flutuação controlada
Acordo cambial			
Europa e Médio Oriente ^(c)		América Latina	
Bulgária	<i>Currency board</i>	Argentina	Flutuação controlada
Egipto	Taxas de câmbio em bandas horizontais	Brasil	Câmbios totalmente flexíveis
Hungria+	Taxas de câmbio em bandas horizontais	Chile	Câmbios totalmente flexíveis
Israel ^(b)	Taxas de câmbio em bandas deslizantes	Colômbia	Câmbios totalmente flexíveis
Jordânia	Outras ligações cambiais convencionais de taxa fixa	Equador	Sem curso legal independente
Polónia+	Câmbios totalmente flexíveis	México	Câmbios totalmente flexíveis
República Checa+	Flutuação controlada	Panamá	Sem curso legal independente
Rússia	Flutuação controlada	Perú	Câmbios totalmente flexíveis
Turquia	Câmbios totalmente flexíveis	Venezuela	Câmbios totalmente flexíveis

Fonte: FMI, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (2003).

(a) Tal como em Fisher (2001), o critério utilizado consistiu na escolha de economias incluídas na lista de “*Emerging Markets*” do Morgan Stanley Capital International (MSCI) e/ou nos índices do JP Morgan Emerging Markets Bond Index (EMBI+).

(b) De acordo com a classificação do *World Economic Outlook* do FMI (2004), Israel e a Coreia estão incluídos no subgrupo “*outras economias avançadas*”.

(c) Os novos Estados-Membros da União Europeia estão assinalados com +.

Quadro II C

OUTRAS ECONOMIAS ^(a)

	Acordo cambial
Antígua e Barbuda, Benim, Burquina Faso, Camarões, República Centro-Africana, Chade, República do Congo, Costa do Marfim, Domínica, Salvador, Guiné Equatorial, Gabão, Granada, Guiné-Bissau, Quiribati, Mali, Ilhas Marshall, Estados Federados da Micronésia, Níger, Palau, São Marino, Senegal, São Cristóvão e Nevis, Santa Lúcia, São Vicente e Granadinas, Timor-Leste e Togo.	Sem curso legal independente
Bósnia e Herzegovina, Estónia ^(b) , Estado do Brunei Darussalam, Jibuti e Lituânia ^(b) .	<i>Currency board</i>
Antilhas Neerlandesas, Aruba, Baamas, Reino do Barém, Bangladeche, Barbados, Belize, Butão, Botsuana, Cabo Verde, Catar, Comores, Emirados Árabes Unidos, Eritreia, Fiji, Guiné, Koweit, Letónia+, Líbano, Lesoto, Líbia, Macedónia, Maldivas, Malta ^(c) , Namíbia, Nepal, Omã, Samoa, Arábia Saudita, Seicheles, Sudão, Suriname, Suazilândia, Síria, Turquemenistão, Ucrânia, Vanuatu e Zimbabué.	Outras ligações cambiais convencionais de taxa fixa
Tonga.	Taxas de câmbio em bandas horizontais
Bolívia, Costa Rica, Nicarágua, Ilhas Salomão e Tunísia.	Desvalorização deslizante
Bielorrússia, Eslovénia ^(b) , Honduras e Roménia ^(c) .	Taxas de câmbio em bandas deslizantes
Afeganistão, Argélia, Angola, Azerbaijão, Burundi, Camboja, Cazaquistão, Croácia, Eslováquia+, Etiópia, Gâmbia, Gana, Guatemala, Guiana, Haiti, Irão, Iraque, Jamaica, Quénia, Quirguizistão, Laos, Mauritânia, Maurícia, Moldávia, Mongólia, Mianmar, Paraguai, República Dominicana, Ruanda, Sérvia e Montenegro ^(d) , São Tomé e Príncipe, Tajiquistão, Trindade e Tobago, Usbequistão, Vietname e Zâmbia.	Flutuação controlada
Albânia, Arménia, República Democrática do Congo, Geórgia, Iémen, Libéria, Madagáscar, Malavi, Moçambique, Papuásia-Nova Guiné, Serra Leoa, Somália, Tanzânia, Uganda e Uruguai.	Câmbios totalmente flexíveis

Fonte: FMI, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (2003).

(a) Os novos Estados-Membros da União Europeia estão assinalados com +.

(b) As moedas destes países, a coroa estónia, o litas da Lituânia e o tolar da Eslovénia, fazem parte do Mecanismo de Taxas de Câmbio II (MTC II) desde Junho de 2004.

(c) Malta tem uma ligação cambial com um cabaz de moedas com um forte peso no euro. A roménia segue um regime cambial “*de facto*” diferente do regime “*de jure*”

(d) A Reserva Federal da Jugoslávia mudou de nome para Sérvia e Montenegro em 4 de Fevereiro de 2003.

Cronologia das principais medidas financeiras

Janeiro

12 de Janeiro (Regulamento da CMVM nº 12/2003, DR nº 9, 2ª Série)

Estabelece as regras relativas à avaliação dos activos que integram o património dos fundos de capital de risco, bem como ao envio de informação pelos mesmos e sociedades de capital de risco à CMVM. O presente regulamento entra em vigor em 1-1-2004.

12 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal nº 14/2003, DR nº 9, 1ª Série B)

Define o novo regime de contribuições para o Fundo de Garantia do Crédito Agrícola Mútuo por parte da Caixa Central e das Caixas de Crédito Agrícola Mútuo. Revoga o Aviso nº 4/99, de 5-5.

15 de Janeiro (Lei nº 3/2004, DR nº 12, 1ª Série A)

Aprova a lei quadro dos institutos públicos. Estabelece os princípios e as normas por que se regem os serviços e fundos dotados de personalidade jurídica que integram a administração indirecta do Estado e das Regiões Autónomas. Reconhece a existência de regimes especiais, atendendo à especificidade dos fins prosseguidos por certos tipos de institutos públicos, nos quais inclui, entre outros, o Banco de Portugal e os fundos que funcionam junto dele. A presente lei entra em vigor no dia 1 do mês seguinte ao da sua publicação.

16 de Janeiro (Regulamento da CMVM nº 13/2003, DR nº 13, 2ª Série)

Estabelece, ao abrigo do disposto na alínea b) do nº 2 do artº 4 do DL nº 319/2002, de 28-12, o regime a que obedece a contabilidade dos fundos de capital de risco (FCR). O presente regulamento entra em vigor no dia 1-1-2005.

17 de Janeiro (Regulamento da CMVM nº 14/2003, DR nº 14, 2ª Série)

Define, em cumprimento do disposto na alínea d) do nº 2 do artº 4 do DL nº 319/2002, de 28-12, o conteúdo do prospecto de emissão e de admissão à negociação de unidades de participação de fundos de capital de risco.

19 de Janeiro (Despacho nº 2097/2004, DR nº 25, 2ª Série)

Autoriza, ao abrigo do disposto no nº 2 do artº 67 da Lei nº 107-B/2003, de 31-12, o Instituto de Gestão do Crédito Público a realizar operações de reporte com valores mobiliários representativos de dívida pública directa do Estado admitidos no mercado especial de dívida pública MEDIP), até ao montante de 2.500.000.000 de euros.

21 de Janeiro (Regulamento da CMVM nº 15/2003, DR nº 17, 2ª Série)

Procede à regulamentação de diversas matérias previstas no regime jurídico dos organismos de investimento colectivo (OIC) aprovado pelo DL nº 252/2003, de 17-10. Uniformiza e sistematiza, num único diploma, o conjunto das regras aplicáveis aos fundos de investimento mobiliário e prevê o enquadramento normativo de uma nova figura de OIC - os fundos especiais de investimento (FEI). Prevê ainda um regime transitório aplicável aos OIC já constituídos. O presente diploma entra em vigor em 1-1-2004.

26 de Janeiro (Regulamento da CMVM nº 16/2003, DR nº 21, 2ª Série)

Estabelece o regime a que obedece a contabilidade dos organismos de investimento colectivo (OIC), cujo regime jurídico foi aprovado pelo DL nº 252/2003, de 17-10. Salvaguardada a excepção nele prevista, o presente regulamento entra em vigor em 1-1-2004.

27 de Janeiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 3/2004/DMR)

Informa, na sequência das alterações ao quadro operacional de política monetária do Eurosistema operadas pelos Regulamentos BCE/2003/9, de 12-9 e BCE/2003/10, de 18-9, sobre os calendários dos períodos de manutenção de reservas mínimas e de datas de notificação para 2004 (reporte mensal). Revoga a Carta-Circular nº 31/DMR, de 20-10-2000.

28 de Janeiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 4/2004/DMR)

Comunica que a taxa de remuneração dos Títulos de Depósito Série B, para vigorar no período trimestral de contagem de juros que se inicia em 4.02.2004, é fixada em 2,02%.

Fevereiro

13 de Fevereiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 14/04/DSBDR)

Transmite o entendimento do Banco de Portugal sobre a contabilização de *warrants* autónomos, os quais são equiparados a instrumentos financeiros derivados devendo ser tratados de forma análoga aos contratos de opções.

16 de Fevereiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 2/2004/DMR)

Informa sobre o calendário dos períodos de manutenção de reservas mínimas, bem como das datas de notificação para 2004 (reporte mensal). Revoga a Carta-Circular nº 31/2000/DMR, de 20-10-2000.

16 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal nº 1/2004)

Determina a forma e termos de acesso às informações relativas aos utilizadores de cheque que oferecem risco para efeitos de avaliação do risco de crédito de pessoas singulares e colectivas.

16 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal nº 2/2004)

Determina obrigações de recolha e/ou prestação de informações ao Banco de Portugal, no âmbito das limitações à concessão de crédito estabelecidas pelos artigos 85º e 109º do RGICSF.

19 de Fevereiro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 5/DMR)

Dá conhecimento das alterações introduzidas na Instrução nº 1/99 (Mercados Monetários - Mercado de Operações de Intervenção - MOI), a qual é enviada em anexo na versão integral, com as modificações introduzidas, e que produzirá efeitos a partir de 8-3-2004.

Março

5 de Março (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 18/04/DSBDR)

Informa de que o Banco de Portugal não levantará objecções a que as instituições que o desejem reconheçam antecipadamente, como proveitos da empresa-mãe, os dividendos a distribuir pelas suas filiais no exercício em que os lucros são gerados, desde que se mostrem preenchidas determinadas condições, em convergência com a Norma Internacional de Contabilidade "IAS18".

10 de Março (Regulamento (CE) nº 501/2004 do PE e do Conselho, JOCE nº 81, Série L)

Adopta medidas relativas às contas financeiras trimestrais das administrações públicas.

10 de Março (Dec.-Lei nº 50/2004, DR nº 50, 1ª Série A)

Altera os artigos 8º a 11º, 53º e 55º da Lei Orgânica do Banco de Portugal, aprovada pelo DL nº 5/98, de 31-01.

24 de Março (Dec.-Lei nº 66/2004, DR nº 71, 1ª Série A)

Procede à alteração do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo DL nº 486/99, de 13-11.

24 de Março (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 25/2004/DSB)

Recomenda às instituições de crédito e sociedades financeiras que examinem com especial atenção as operações contratadas com diversas pessoas, singulares ou colectivas, residentes ou estabelecidas em determinados países ou territórios, no âmbito das medidas preventivas do branqueamento de capitais. Revoga a Carta-Circular nº 70/2003/DSB, de 28/07/2003.

25 de Março (Dec.-Lei nº 68/2004, DR nº 72, 1ª Série A)

Estabelece os requisitos a que obedecem a publicidade e a informação aos consumidores no âmbito da aquisição de imóveis para habitação.

25 de Março (Dec.-Lei nº 69/2004, DR nº 72, 1ª Série A)

Regula a disciplina aplicável aos valores mobiliários de natureza monetária designados por papel comercial. O presente diploma entra em vigor 30 dias após a sua publicação.

25 de Março (Dec.-Lei nº 70/2004, DR nº 72, 1ª Série A)

Procede à alteração do regime jurídico dos *warrants* autónomos, estabelecido no DL nº 172/99, de 20-5, o qual é republicado em anexo, com as modificações introduzidas.

Abril

20 de Abril (Dec.-Lei nº 88/2004, DR nº 93, 1ª Série A)

Procede à transposição para a ordem jurídica interna da Directiva nº 2001/65/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 27-9, relativa às regras de valorimetria aplicáveis às contas individuais e consolidadas de certas formas de sociedades, bem como dos bancos e de outras instituições financeiras. O presente diploma aplica-se às contas e aos relatórios de gestão dos exercícios que se iniciem em ou após 1-1-2004.

21 de Abril (Orientação do Banco Central Europeu, (2004/501/CE) JOUE, nº 205, Série L)

Altera a Orientação BCE/2001/3 relativa a um sistema de transferências automáticas trans-europeias de liquidações pelos valores brutos em tempo real (TARGET). Os bancos centrais nacionais dos Estados-Membros participantes são os destinatários da presente orientação, que entra em vigor no dia 1-5-2004 (BCE/2004/4).

29 de Abril (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 7/04/DMR)

Comunica que a taxa de remuneração dos Títulos de Depósito Série B, para vigorar no período trimestral de contagem de juros que se inicia em 04-05-2004, é fixada em 2,00%.

29 de Abril (Resolução da Assembleia da República nº 35/2004, DR nº 101, 1ª Série A)

Aprova, para ratificação, a decisão do Conselho, reunido ao nível dos Chefes de Estado ou de Governo, de 21 de Março de 2003, relativa a uma alteração do nº 2 do artigo 10º dos Estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centrais e do Banco Central Europeu.

30 de Abril (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 38/04/DSB)

Transmite o entendimento do Banco de Portugal relativamente aos prazos de reavaliação dos imóveis adquiridos em reembolso de crédito próprio.

30 de Abril (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 39/04/DSB)

Esclarece sobre o regime de provisionamento dos *credit default swaps*.

29 de Abril (Directiva 2004/72/CE da Comissão, JOUE, nº 162, Série L)

Adopta medidas relativas às modalidades de aplicação da Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito às práticas de mercado aceites, à definição da informação privilegiada em relação aos instrumentos derivados sobre mercadorias, à elaboração de listas de iniciados, à notificação das operações efectuadas por pessoas com responsabilidades directivas e à notificação das operações suspeitas. Os Estados-Membros porão em vigor as disposições legislativas, regulamentares e administrativas necessárias para dar cumprimento à presente directiva até 12-10-2004. A presente directiva entra em vigor na data da sua publicação no JOUE.

Maio

6 de Maio (Regulamento da CMVM nº 1/2004, DR nº 122, 2ª Série)

Concretiza o regime jurídico do papel comercial, alterado pelo DL nº 69/2004, de 25-3, estabelecendo um tratamento simplificado das ofertas públicas e dos meios obrigatórios de divulgação dos deveres de informação dos emitentes.

6 de Maio (Regulamento da CMVM nº 2/2004, DR nº 121, 2ª Série)

Fixa a taxa relativa ao registo prévio simplificado de oferta pública de papel comercial.

8 de Maio (Dec.-Lei nº 105/2004, DR nº 108, 1ª Série A)

Aprova o regime jurídico dos contratos de garantia financeira e transpõe para a ordem jurídica interna a Directiva nº 2002/47/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 6-6, relativa aos acordos de garantia financeira. Manda aplicar subsidiariamente os regimes comum ou especial estabelecidos para outras modalidades de penhor ou reporte. O presente diploma entra em vigor 30 dias após a sua publicação.

12 de Maio (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 41/04/DSBDR)

Informa de que, no entendimento do Banco de Portugal, aos riscos sobre a Entidade Gestora de Reservas Estratégicas de Produtos Petrolíferos, E.P.E. (EGREP), poderá ser aplicada a ponderação de 0%, para efeitos de cálculo do rácio de solvabilidade e dos limites de grandes riscos.

17 de Maio (Instrução do Banco de Portugal nº 11/2004)

Estabelece as regras de aquisição de valores mobiliários para carteira própria, por parte das sociedades de garantia mútua.

24 Maio (Aviso do Banco de Portugal nº 2/2004, DR nº 137, 1ª Série B)

Altera o nº 5 da parte I do anexo ao aviso nº 1/93, de 8-6, na sequência da publicação da Directiva nº 2004/69/CE, da Comissão, de 27-4, que modificou a relação dos bancos multilaterais de desenvolvimento, para efeitos de ponderação de riscos para cálculo do rácio de solvabilidade, aditando à lista em causa a Agência Multilateral de Garantia dos Investimentos.

27 Maio (Regulamento da CMVM, nº 3/2004, DR nº 136, 2ª Série)

Regulamenta as modificações introduzidas no Código dos Valores Mobiliários, em matéria de divulgação de informação pós-negócio e de fomento de mercado, pelo DL nº 66/2004, de 24-3, consagrando um regime de segurança do mercado (através da separação entre as funções de gestão de mercado, por um lado, e de contraparte central e de câmara de compensação, por outro).

27 Maio (Regulamento da CMVM, nº 4/2004, DR nº 136, 2ª Série)

Procede à actualização do quadro geral dos meios de comunicação adequados à divulgação da informação obrigatória, passando os deveres de informação a estar ordenados de acordo com a natureza da sociedade emitente a que respeitam. Rectificado nos termos da Rectificação nº 1181/2004, de 11-6, in DR, 2ª Série, nº 146, de 23-6-2004.

27 Maio (Regulamento da CMVM, nº 5/2004, DR nº 136, 2ª Série)

Procede à actualização do regime regulamentar dos *warrants* autónomos, na sequência das modificações introduzidas no respectivo regime pelo DL nº 70/2004, de 25-3, que alterou o DL nº 172/99, de 20-5.

Junho

1 Junho (Aviso nº 6670/2004, DR nº 143, 2ª Série)

Torna público, no âmbito do artº 27 do DL nº 349/98, de 11-11, na redacção dada pelo DL nº 320/2000, de 15-12, e em conformidade com o disposto na alínea b) do nº 10 da Portaria nº 1177/2000, de 15-12, que a taxa de referência para o cálculo das bonificações (TRCB) a vigorar a partir de 1-7-2004 é de 3,651 %.

9 de Junho (Carta-Circular do Banco de Portugal, nº 48/04/DSBDR)

Esclarece novas dúvidas sobre o regime de provisionamento dos "*credit default swaps*", estabelecido na Carta-Circular nº 39/04/DSBDR, de 30-4.

21 Junho (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 7/2004/DET)

Recomenda às instituições de crédito que tomem medidas no sentido de eliminarem procedimentos irregulares na realização de depósitos em numerário e de operações de troca ao balcão e disponibiliza-se para a realização de acções de informação e/ou formação sobre o conhecimento da nota de euro.

29 de Junho (Dec.-Lei nº 151/2004, DR nº 151, 1ª Série A)

Altera o DL nº 319/2002, de 28-12, que disciplina a constituição e actividade das sociedades de capital de risco e dos fundos de capital de risco.

29 de Junho (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 52/04/DSBDR)

Comunica que o Relatório sobre o sistema de controlo interno, bem como o respectivo parecer do órgão de fiscalização, poderão ser enviados pelas instituições financeiras abrangidas, excepcionalmente, até ao final do mês de Julho de 2004.

Julho

1 de Julho (Orientação do Banco Central Europeu nº 2004/546/CE, JOUE nº 241, Série L)

Orientação do Banco Central Europeu relativa à prestação, pelo Eurosistema, de serviços em matéria de gestão de reservas denominadas em euros a bancos centrais e países não pertencentes à União Europeia e a organizações internacionais (BCE/2004/13). A presente orientação entra em vigor no dia 5-7-2004, e as suas disposições são aplicáveis a partir de 1-1-2005.

1 de Julho (Aviso do Ministério das Finanças/Instituto de Gestão do Crédito Público nº 7527/2004, DR nº 165, 2ª Série)

Comunica, para conhecimento das instituições possuidoras de certificados de renda perpétua, o valor real dos mesmos no período que decorre entre 1-7 e 31-12-2004.

8 de Julho (Instrução do Banco de Portugal nº 14/2004 (distribuída com a Carta-Circular nº 60/04/DSBDR))

Altera a Instrução nº 120/96, encurtando o prazo, após o período de prorrogação concedido ao abrigo do artº 114 do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Dec.-Lei nº 298/92, de 31-12, para dedução aos fundos próprios do valor (líquido de provisões) dos imóveis recebidos em reembolso de crédito próprio. A presente Instrução entra em vigor no dia 14 de Julho, data a partir da qual a referida alte-

8 de Julho (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 61/04/DSBDR)

ração se aplicará às novas autorizações que o Banco de Portugal venha a conceder.

Informa de que poderá passar a ficar limitado a um ano o período de prorrogação do prazo para a alienação dos imóveis recebidos pelas instituições de crédito em reembolso de crédito próprio, estabelecido no artº 114 do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo DL nº 298/92, de 31-12. Esta alteração produzirá efeitos relativamente aos pedidos de prorrogação que vierem a ser apresentados ao Banco de Portugal após a data de emissão da presente Carta-Circular.

9 de Julho (Aviso do Banco de Portugal nº 3/2004, DR nº 160, 1ª Série B)

Estabelece, no uso da competência que lhe é conferida pelo artº 3 do Dec.-Lei nº 163/94, de 4-6, a relação mínima entre o montante dos fundos próprios das sociedades gestoras de patrimónios e o valor global das carteiras por elas geridas, definindo os critérios de valorização das mesmas. Substitui a Portaria nº 422-C/88, de 4-7.

16 de Julho (Lei nº 27/2004, DR nº 166, 1ª Série A)

Altera o artº 48 da Lei nº 11/2004, de 27-3, que estabelece o regime de prevenção e repressão do branqueamento de vantagens de proveniência ilícita.

17 de Julho (Lei nº 29/2004, DR nº 167, 1ª Série A)

Autoriza o Governo a legislar sobre a liquidação de instituições de crédito e sociedades financeiras. A presente autorização legislativa tem a duração de 120 dias.

26 de Julho (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 68/04/DSBDR)

Transmite o entendimento do Banco de Portugal sobre a demarcação da actividade permitida às instituições de crédito e sociedades financeiras no domínio da comercialização de produtos não financeiros.

28 de Julho (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 8/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 4-8-2004, é de 2,00 %.

28 de Julho (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 69/04/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 em determinados países ou territórios, no âmbito das medidas preventivas do branqueamento de capitais. Revoga a Carta-Circular nº 25/04/DSB, de 24-3.

30 de Julho (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 70/04/DSB)

Informa de que o documento emitido pela Ordem dos Revisores Oficiais de Contas através da Circular nº 44/04, sobre o assunto "Relatório sobre o Sistema de Controlo Interno de Entidades Financeiras - Orientações sobre o trabalho a efectuar e relatório a emitir", deve ser entendido como uma orientação dirigida aos seus membros, não podendo condicionar as responsabilidades que a lei lhes comete como órgãos de fiscalização.

Agosto

28 de Julho (Aviso do Banco de Portugal nº 4/2004, DR nº 188, 1ª Série B)

Procede à prorrogação, para 2004, da faculdade prevista no Aviso nº 4/2002, de 25-6, de certas provisões serem registadas por contrapartida de reservas.

4 de Agosto (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 11/2004/DET)

Informa sobre a criação pelo Banco de Portugal de um canal institucional de comunicação regular com vista à divulgação de informação qualificada sobre a nota de euro, e solicita a nomeação de interlocutores por parte das instituições interessadas.

6 de Agosto (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 72/04/DSBDR)

Transmite o entendimento do Banco de Portugal relativamente à informação pré-contratual a prestar pelas instituições de crédito, no âmbito de pedidos de financiamento encaminhados por fornecedores de bens e prestadores de serviços, subscritos pelos seus clientes.

13 de Agosto (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 73/04/DSBDR)

Esclarece as instituições que pretendam utilizar a faculdade introduzida pelo Aviso nº 4/2004, de 11-8, que poderão anular o registo, na conta de exploração, das provisões constituídas no primeiro semestre do corrente ano, registando-as simultaneamente por contrapartida de reservas.

16 de Agosto (Instrução do Banco de Portugal nº 16/2004)

Para garantir homogeneidade na informação divulgada ao público, as Instituições de Crédito devem incluir um conjunto mínimo de indicadores sempre que publiquem informação quantitativa sobre as matérias a que esses indicadores se referem.

24 de Agosto (Instrução do Banco de Portugal nº 17/2004)

Estabelece requisitos de informação acerca das carteiras de patrimónios geridas por sociedades gestoras de patrimónios e por sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliário. Revoga a Instrução nº 80/96, publicada no BNBPF nº 1, de 17-06-1996.

24 de Agosto (Instrução do Banco de Portugal nº 18/2004)

Define os requisitos de notificação e de informação periódica relativos a operações de titularização. Revoga a Instrução nº 29/2001, publicada no BNBPF nº 12, de 17-12-2001.

31 de Agosto (Portaria nº 1018/2004, DR nº 220, 2ª Série)

Procede ao desagravamento generalizado das taxas de supervisão contínua do mercado de valores mobiliários. A presente portaria entra em vigor em 1-10-2004.

Setembro

8 de Setembro (Regulamento da CMVM nº 6/2004, DR nº 222, 2ª Série)

Procede à alteração do Regulamento nº 7/2003, que altera o regime das taxas cobradas pelos serviços prestados pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. O presente regulamento entra em vigor em 1-10-2004.

15 de Setembro (Instrução do Banco de Portugal nº 19/2004)

Informa de que as instituições devem comunicar, de imediato, qualquer situação considerada relevante no exercício da sua actividade e com impacto na sua rentabilidade e solidez financeira.

Outubro

7 de Outubro (Aviso do Banco de Portugal nº 5/2004, DR nº 236, 1ª Série B)

Fixa para o ano de 2005, em 0,0375%, a taxa contributiva de base para determinação das contribuições anuais para o Fundo de Garantia de Depósitos.

15 de Outubro (Instrução do Banco de Portugal nº 21/2004, BNBPF nº 10/2004)

Fixa em 33%, o limite do compromisso irrevogável de pagamento a aplicar nas contribuições do ano de 2005 para o Fundo de Garantia de Depósitos.

15 de Outubro (Carta-Circular nº 89/2004/DSB)

Presta esclarecimentos relativamente ao dever de comunicação de transacções realizadas com outras entidades de um grupo financeiro.

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

2001

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

2002

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

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

2003

- 1/03 FOUNDING CONDITIONS AND THE SURVIVAL OF NEW FIRMS
— *P.A. Geroski, José Mata, Pedro Portugal*
- 2/03 THE TIMING AND PROBABILITY OF FDI:
An Application to the United States Multinational Enterprises
— *José Brandão de Brito, Felipa de Mello Sampayo*
- 3/03 OPTIMAL FISCAL AND MONETARY POLICY: EQUIVALENCE RESULTS
— *Isabel Correia, Juan Pablo Nicolini, Pedro Teles*
- 4/03 FORECASTING EURO AREA AGGREGATES WITH BAYESIAN VAR AND VECM MODELS
— *Ricardo Mourinho Félix, Luís C. Nunes*
- 5/03 CONTAGIOUS CURRENCY CRISES: A SPATIAL PROBIT APPROACH
— *Álvaro Novo*
- 6/03 THE DISTRIBUTION OF LIQUIDITY IN A MONETARY UNION WITH DIFFERENT PORTFOLIO RIGIDITIES
— *Nuno Alves*
- 7/03 COINCIDENT AND LEADING INDICATORS FOR THE EURO AREA: A FREQUENCY BAND APPROACH
— *António Rua, Luís C. Nunes*
- 8/03 WHY DO FIRMS USE FIXED-TERM CONTRACTS?
— *José Varejão, Pedro Portugal*
- 9/03 NONLINEARITIES OVER THE BUSINESS CYCLE: AN APPLICATION OF THE SMOOTH TRANSITION AUTOREGRESSIVE MODEL TO CHARACTERIZE GDP DYNAMICS FOR THE EURO-AREA AND PORTUGAL
— *Francisco Craveiro Dias*
- 10/03 WAGES AND THE RISK OF DISPLACEMENT
— *Anabela Carneiro, Pedro Portugal*
- 11/03 SIX WAYS TO LEAVE UNEMPLOYMENT
— *Pedro Portugal, John T. Addison*
- 12/03 EMPLOYMENT DYNAMICS AND THE STRUCTURE OF LABOR ADJUSTMENT COSTS
— *José Varejão, Pedro Portugal*

- 13/03** THE MONETARY TRANSMISSION MECHANISM: IS IT RELEVANT FOR POLICY?
Bernardino Adão, Isabel Correia, Pedro Teles
- 14/03** THE IMPACT OF INTEREST-RATE SUBSIDIES ON LONG-TERM HOUSEHOLD DEBT:
EVIDENCE FROM A LARGE PROGRAM
— *Nuno C. Martins, Ernesto Villanueva*
- 15/03** THE CAREERS OF TOP MANAGERS AND FIRM OPENNESS: INTERNAL VERSUS EXTERNAL
LABOUR MARKETS
— *Francisco Lima, Mário Centeno*
- 16/03** TRACKING GROWTH AND THE BUSINESS CYCLE: A STOCHASTIC COMMON CYCLE MODEL FOR
THE EURO AREA
— *João Valle e Azevedo, Siem Jan Koopman, António Rua*
- 17/03** CORRUPTION, CREDIT MARKET IMPERFECTIONS, AND ECONOMIC DEVELOPMENT
— *António R. Antunes, Tiago V. Cavalcanti*
- 18/03** BARGAINED WAGES, WAGE DRIFT AND THE DESIGN OF THE WAGE SETTING SYSTEM
— *Ana Rute Cardoso, Pedro Portugal*
- 19/03** UNCERTAINTY AND RISK ANALYSIS OF MACROECONOMIC FORECASTS:
FAN CHARTS REVISITED
— *Álvaro Novo, Maximiano Pinheiro*

2004

- 1/04** HOW DOES THE UNEMPLOYMENT INSURANCE SYSTEM SHAPE THE TIME PROFILE OF JOBLESS
DURATION?
— *John T. Addison, Pedro Portugal*
- 2/04** REAL EXCHANGE RATE AND HUMAN CAPITAL IN THE EMPIRICS OF ECONOMIC GROWTH
— *Delfim Gomes Neto*
- 3/04** ON THE USE OF THE FIRST PRINCIPAL COMPONENT AS A CORE INFLATION INDICATOR
— *José Ramos Maria*
- 4/04** OIL PRICES ASSUMPTIONS IN MACROECONOMIC FORECASTS: SHOULD WE FOLLOW FUTURES
MARKET EXPECTATIONS?
— *Carlos Coimbra, Paulo Soares Esteves*
- 5/04** STYLISTED FEATURES OF PRICE SETTING BEHAVIOUR IN PORTUGAL: 1992-2001
— *Mónica Dias, Daniel Dias, Pedro D. Neves*
- 6/04** A FLEXIBLE VIEW ON PRICES
— *Nuno Alves*
- 7/04** ON THE FISHER-KONIECZNY INDEX OF PRICE CHANGES SYNCHRONIZATION
— *D.A. Dias, C. Robalo Marques, P.D. Neves, J.M.C. Santos Silva*
- 8/04** INFLATION PERSISTENCE: FACTS OR ARTEFACTS?
— *Carlos Robalo Marques*
- 9/04** WORKERS' FLOWS AND REAL WAGE CYCLICALITY
— *Anabela Carneiro, Pedro Portugal*
- 10/04** MATCHING WORKERS TO JOBS IN THE FAST LANE: THE OPERATION OF FIXED-TERM
CONTRACTS
— *José Varejão, Pedro Portugal*
- 11/04** THE LOCATIONAL DETERMINANTS OF THE U.S. MULTINATIONALS ACTIVITIES
— *José Brandão de Brito, Felipa Mello Sampayo*
- 12/04** KEY ELASTICITIES IN JOB SEARCH THEORY: INTERNATIONAL EVIDENCE
— *John T. Addison, Mário Centeno, Pedro Portugal*

- 13/04** RESERVATION WAGES, SEARCH DURATION AND ACCEPTED WAGES IN EUROPE
— *John T. Addison, Mário Centeno, Pedro Portugal*
- 14/04** THE MONETARY TRANSMISSION IN THE US AND THE EURO AREA:
COMMON FEATURES AND COMMON FRICTIONS
— *Nuno Alves*
- 15/04** NOMINAL WAGE INERTIA IN GENERAL EQUILIBRIUM MODELS
— *Nuno Alves*
- 16/04** MONETARY POLICY IN A CURRENCY UNION WITH NATIONAL PRICE ASYMMETRIES
— *Sandra Gomes*