INFLAÇÃO — EVOLUÇÃO RECENTE E PERSPECTIVAS

1. INTRODUÇÃO

Em 1997, a inflação em Portugal atingiu níveis compatíveis com a estabilidade de preços e convergiu para os valores médios prevalecentes na União Europeia. A política monetária, baseada na estabilidade da taxa de câmbio do escudo face a um conjunto de moedas de países com uma longa tradição em matéria de estabilidade de preços, desempenhou um papel decisivo no processo sustentado de desinflação iniciado em 1990.

Em 1998, verificou-se um aumento da inflação, para o qual terão contribuído efeitos associados, antes de mais, com a depreciação do escudo durante 1997 e no início de 1998 e, secundariamente, com o dinamismo da procura interna. Refira-se ainda o padrão de composição da despesa, em 1998, menos favorável ao comportamento do nível dos preços e, outros factores de natureza temporária e pontual(1). Esta evolução tem lugar num contexto em que a eficácia da política monetário-cambial para fazer face às condições específicas da economia portuguesa se reduziu substancialmente(2) e em que se verifica uma diminuição do ritmo no processo de consolidação orçamental(3).

No *Boletim Económico* de Março de 1997, o Banco de Portugal anunciou, como referencial relevante para a condução da política monetária, uma taxa de inflação, medida pela variação média do Índice de Preços no Consumidor Harmonizado (IPCH), até 2 por cento, em 1998. Dado o comportamento dos preços nos primeiros nove meses de 1998, a probabilidade de que a inflação venha, no final do ano, a exceder o referencial anunciado é muito elevada, embora o desvio não deva exceder um quarto de ponto percentual.

2. EVOLUÇÃO RECENTE DA INFLAÇÃO

A inflação, medida pela variação média anual do IPCH, aumentou de 1.8 por cento em Janeiro, para 2.0 por cento em Setembro. Considerando variações em termos homólogos, o crescimento do IPCH foi de 2.2 por cento em Setembro. Este valor compara com um mínimo de 1.3 por cento em Fevereiro e com um máximo de 2.8 por cento em Julho(4). A evolução recente dos preços em Portugal traduziu-se num aumento do diferencial de infla-

(1) Aqueles factores não afectam a inflação em sentido próprio, mas, alterando (temporariamente ou não) preços relativos, poderão ter impacto no nível geral de preços. Estão neste caso, por exemplo, os efeitos advindos da realização da Expo98.

(2) A participação de Portugal na área do euro implica uma aproximação, até ao final do ano, às condições monetárias prevalecentes nos restantes países membros. Em Maio de 1998, foram conhecidos os onze Estados Membros da UE que, a partir de Janeiro de 1999, integrarão a área do euro. Na mesma data, foram anunciadas as taxas bilaterais que serão utilizadas para efeitos da determinação das taxas de conversão em euro, no dia 31 de Dezembro de 1998. Veja-se o Comunicado dos Ministros das Finanças e dos Governadores dos bancos centrais sobre a determinação das taxas de conversão irrevogáveis para o euro. *Jornal Oficial das Comunidades Europeias*, nº C 160, de 27.05.1998.

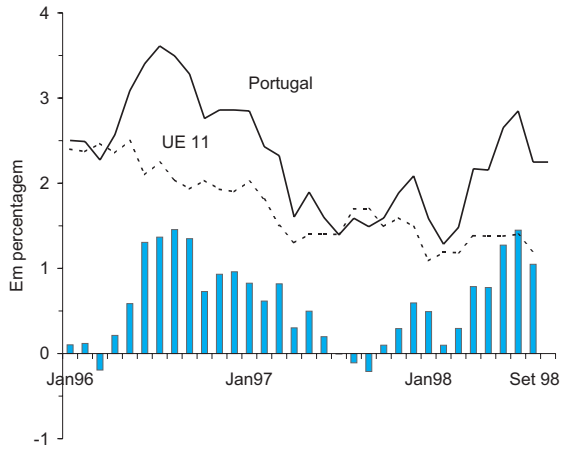
(3) Veja-se caixa "Evolução recente da política orçamental" neste boletim.

(4) O comportamento irregular evidenciado, desde o início do ano, pelas taxas de variação homóloga do IPCH está associado à introdução da nova série deste índice em Janeiro de 1998 e ao método utilizado na "colagem" com a série anterior. A nova série, calculada com base na estrutura de despesa resultante do Inquérito aos Orçamentos Familiares (IOF) de 1994/95, passou a incluir preços de saldos e promoções. Esta série apenas está disponível a partir de Dezembro de 1997, o que significa que as taxas de variação homóloga relativas a 1998 são calculadas com base na comparação do novo com o antigo índice. Tal implica uma sub-estimação da inflação medida pelas variações homólogas nos meses em que se verifica uma maior incidência de saldos e promoções. Veja-se a caixa "Alteração do Índice de Preços no Consumidor", publicada no *Relatório do Conselho de Administração - Gerência de 1997*, Banco de Portugal, 1998.

Gráfico 1

ÍNDICE DE PREÇOS NO CONSUMIDOR HARMONIZADO EM PORTUGAL E NA UE 11

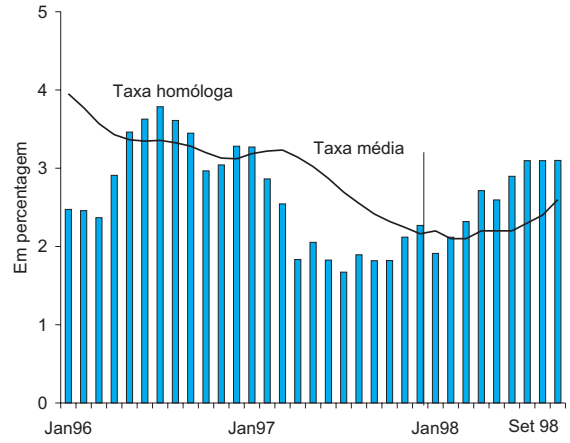
Taxas de variação homóloga



Fonte: Eurostat.

Gráfico 2

ÍNDICE DE PREÇOS NO CONSUMIDOR



Fonte: INE.

ção face à média dos onze países que, a partir de 1999, integrarão a área do euro (UE11). Considerando as taxas de variação homóloga do IPCH, o diferencial face à UE11 aumentou de 0.5 pontos percentuais (p.p.) em Janeiro, para 1.0 p.p. em Agosto[5] (gráfico 1). No entanto, tomando variações médias anuais, o diferencial de inflação face à área do euro aumentou de 0.3 p.p. em Janeiro, para 0.6 p.p. em Agosto.

Este diferencial não se traduziu numa apreciação real do escudo face às moedas dos países da UE11, na medida em que a convergência para as paridades centrais no quadro do mecanismo cambial do Sistema Monetário Europeu (SME), implicou uma depreciação do escudo face àquelas moedas. Em Agosto de 1998, a depreciação do escudo situava-se, em termos médios anuais, em cerca de 1.1 por cento.

A taxa de variação homóloga do Índice de Preços no Consumidor (IPC)[6] tem vindo a aumentar desde o início de 1998, passando de 1.9 por cento em Janeiro, para 3.1 por cento em Setembro (gráfico 2). No mesmo período, o crescimento médio anual do IPC passou de 2.2 para 2.6 por cento. O comportamento do IPC reflecte uma inversão na taxa de variação dos preços dos bens transaccionáveis, não compensada pela evolução dos preços dos bens não transaccionáveis (gráfico 3). O diferencial entre o crescimento em termos homólogos dos preços dos bens não transaccionáveis e dos bens transaccionáveis continuou a reduzir-se em 1998, situando-se, em Setembro, em 1.9 p.p. (2.5 p.p. em Dezembro de 1997). A evolução das medidas de tendência[7] confirma a aceleração dos preços nos primeiros nove meses de 1998. A inflação avaliada em tendência situa-se, no entanto a um nível inferior àquele que decorre do comportamento do IPC. Considerando variações em termos homólogos, a "média aparada a 10 por cento" aumentou de 1.8 por cento em Janeiro, para 2.7 em Setembro. No mesmo período, o crescimento da "componente principal" aumentou de 2.5 para 2.7 por cento (gráfico 4).

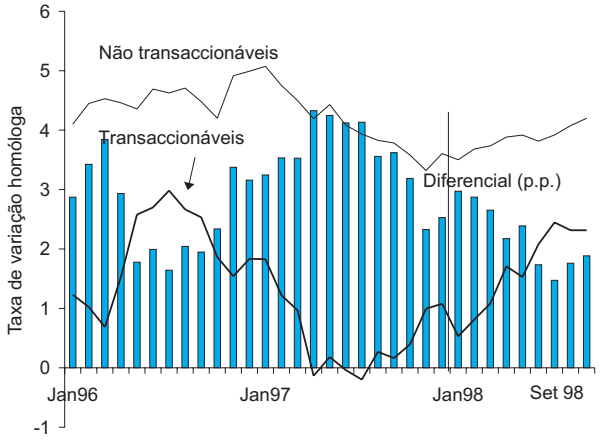
A evolução recente dos preços deverá ser analisada à luz do comportamento evidenciado pelos

(5) Último mês para o qual estão disponíveis dados para o conjunto dos países da área do euro.

(6) À semelhança do verificado com o IPCH, o INE iniciou, em Janeiro 1998, a publicação de uma nova série do IPC, calculada com base no IOF de 1994/95. No entanto, no caso do IPC, foram publicados dados retrospectivos do novo índice para o período Janeiro a Dezembro de 1997. As taxas de variação homóloga relativas a 1998 são, assim, calculadas tendo apenas por base a nova série do IPC, o que permite evitar o comportamento irregular que tem caracterizado a evolução das variações homólogas do IPCH.

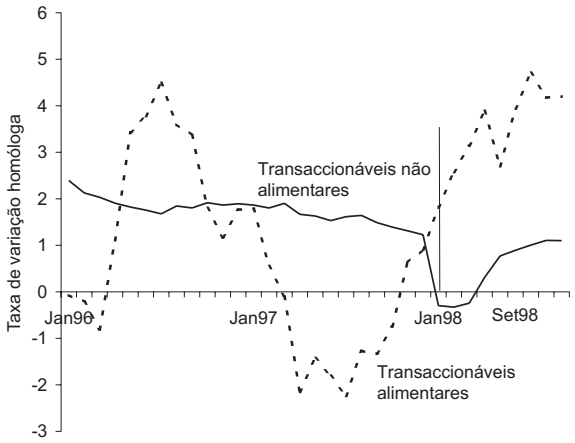
(7) Sobre a metodologia de cálculo das medidas de tendência habitualmente utilizadas pelo Banco de Portugal, veja-se Coimbra, C. e Neves, P.D. (1997), "Indicadores de Tendência de Inflação", *Boletim Económico* do Banco de Portugal, Volume 3, Número 1, Março de 1997.

Gráfico 3
INDICADORES DE INFLAÇÃO



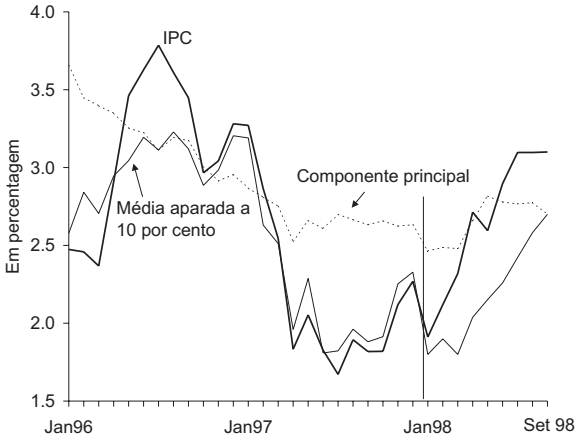
Fonte: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 4
PREÇOS DOS BENS TRANSACCIONÁVEIS



Fonte: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 5
MEDIDAS DE TENDÊNCIA
Taxas de variação homóloga



Fonte: INE e Banco de Portugal.

determinantes habituais da inflação, com destaque para os deflatores do comércio externo e para a evolução dos salários e da actividade económica[8]. Adicionalmente, o facto de a inflação medida em tendência apresentar um aumento menos significativo do que a variação homóloga do IPC, sugere que a aceleração dos preços em 1998 será também parcialmente explicada por comportamentos anómalos de alguns preços. Com efeito, uma análise das rubricas elementares do IPC permite identificar um conjunto de factores de natureza temporária que contribuíram para o aumento dos preços no ano corrente. Destacam-se, neste âmbito, o crescimento significativo dos preços de alguns bens alimentares, o aumento das propinas no início do ano e a aceleração dos preços de um conjunto de serviços, designadamente serviços de alojamento.

A variação homóloga dos preços dos bens transaccionáveis aumentou de 0.5 por cento em Janeiro, para 2.3 por cento em Setembro. No mesmo período, a taxa de variação média aumentou de 0.4 para 1.5 por cento. O aumento dos preços no sector dos bens transaccionáveis foi mais visível na evolução desfavorável dos preços dos bens transaccionáveis alimentares. O crescimento homólogo dos preços dos bens transaccionáveis alimentares foi de 4.2 por cento em Setembro de 1998 (face a 1.8 por cento em Janeiro). Por sua vez, os preços dos bens transaccionáveis não alimentares apresentaram, em Setembro, um crescimento homólogo de 1.1 (-0.3 por cento em Janeiro). À semelhança do verificado em 1997, a evolução dos preços dos bens transaccionáveis em 1998 tem sido significativamente influenciada pela volatilidade dos preços de alguns produtos alimentares (gráfico 5). A aceleração dos preços dos bens transaccionáveis alimentares, nos primeiros nove meses de 1998, traduz, entre outros factores, um crescimento anormalmente elevado dos preços de alguns bens, como sejam o caso dos produtos frescos, o qual poderá estar associado ao mau ano agrícola.

(8) O comportamento dos principais determinantes da inflação é analisado na secção 3.

Como referido no *Boletim Económico* de Março de 1998[9], o previsível aumento da inflação no sector transaccionável conferia uma relevância particular à desaceleração dos preços no sector não transaccionável. Os preços dos bens não transaccionáveis têm, contudo, evoluído de forma menos favorável. O crescimento homólogo dos preços dos bens não transaccionáveis aumentou de 3.5 por cento em Janeiro, para 4.2 por cento em Setembro. A variação média anual situou-se em 3.8 por cento em Setembro, face a 3.7 por cento entre Abril a Agosto (e 4.1 por cento em Dezembro de 1997). O ajustamento administrativo do valor das propinas no início do ano, a aceleração dos preços dos serviços de alojamento (associada com a realização da Expo98) e os aumentos expressivos dos preços de um conjunto de outros serviços contribuíram para a interrupção da desaceleração dos preços dos bens não transaccionáveis em 1998.

3. COMPORTAMENTO DOS DETERMINANTES DA INFLAÇÃO

Como referido, a evolução recente dos preços deve ser analisada à luz do comportamento evidenciado pelos determinantes habituais da inflação. Neste âmbito, destacam-se a evolução dos preços internacionais e da taxa de câmbio — que têm um impacto particularmente relevante sobre o comportamento dos preços no sector transaccionável — e a evolução da actividade económica e dos salários, que afecta com particular incidência o comportamento dos preços no sector não transaccionável.

3.1 Evolução da taxa de câmbio e dos preços internacionais

Em 1998, a evolução dos preços de importação e de exportação expressos em escudos estar-se-á a revelar menos favorável ao comportamento da inflação do que nos anos precedentes.

No primeiro trimestre de 1998, os preços em escudos das importações de mercadorias apresentaram uma redução de 0.2 por cento em termos homólogos[10]. Esta evolução foi fortemente condicionada pela diminuição dos preços do petróleo e contempla comportamentos diversos dos preços de diferentes categorias de bens. Com efeito, excluindo os preços dos combustíveis, o deflator das importações aumentou, em termos homólogos, 2.2 por cento, face a uma variação de -0.2 por cento em 1997. Considerando a evolução por tipo de bens, verificaram-se aumentos significativos nos preços dos bens de consumo alimentares e dos bens intermédios, os quais apresentaram crescimentos em termos homólogos de, respectivamente, 5.9 e 4.8 por cento. Por sua vez, os preços de exportação, excluindo combustíveis, apresentaram, no primeiro trimestre do ano, um crescimento em termos homólogos de 3.1 por cento, que compara com um aumento de 0.3 por cento em 1997. O crescimento dos preços de exportação foi também particularmente significativo nas categorias de bens de consumo e de bens intermédios, cujo crescimento em termos homólogos se cifrou em 3.8 e 4.7 por cento, respectivamente.

A transmissão aos preços internos de variações nos preços de importação e de exportação denominados em moeda nacional, tem lugar com magnitudes e desfasamentos que variam ao longo do tempo. Estes dependem das estratégias de fixação de preços por parte dos importadores e exportadores, as quais, por sua vez, são influenciadas, entre outros factores, pela posição cíclica da economia. Em particular, a transmissão aos preços internos de aumentos nos preços do comércio externo tenderá a ser mais rápida e mais intensa em períodos de aceleração da procura interna, como aquele que actualmente caracteriza a economia portuguesa. Por outro lado, a convergência para as paridades centrais no contexto da transição para a moeda única implicou uma depreciação do escudo face à generalidade das moedas participantes naquele mecanismo. A partir de um dado momento este fenómeno foi antecipado, pelo que o impacto sobre os preços internos terá porventura sido mais rápido do que no passado.

O comportamento dos preços internacionais em escudos depende de dois factores: da evolução cambial do escudo face às moedas em que são denominadas as transacções com o exterior e da evolução dos preços praticados nos mercados interna-

(9) Veja-se o artigo "Inflação - Evolução Recente e Perspectivas", publicado no *Boletim Económico* do Banco de Portugal, Volume 4, Número 1, Março 1998.

(10) De acordo com informação da Direcção-Geral das Relações Económicas Internacionais.

Gráfico 6
ÍNDICES DE TAXA DE CÂMBIO DO ESCUDO FACE AO MARCO, AO DÓLAR E EM TERMOS EFECTIVOS
Agosto 1993=100

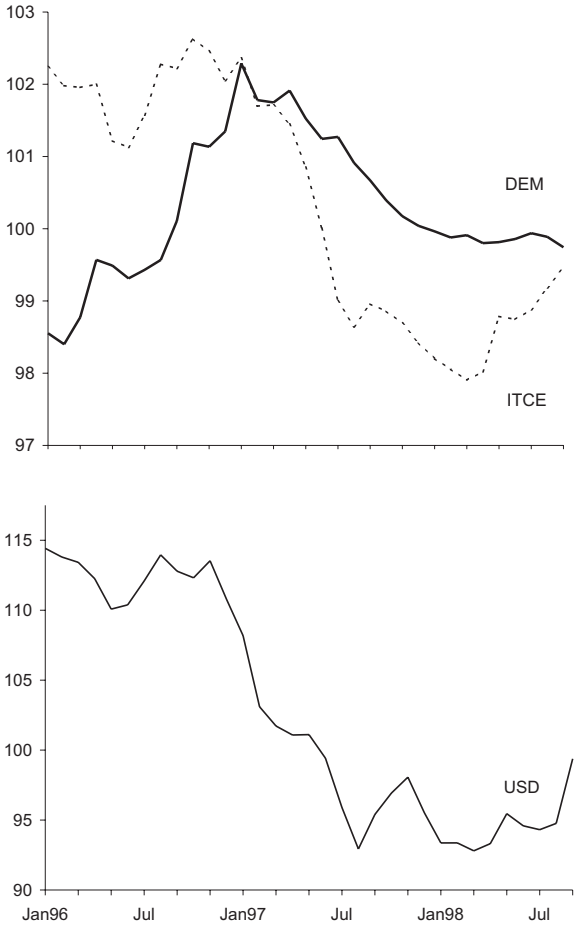
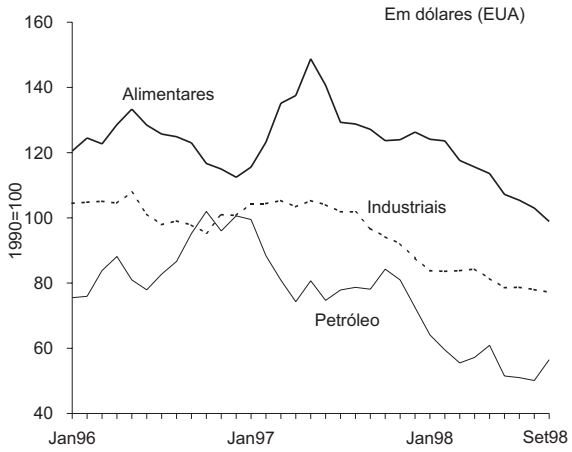
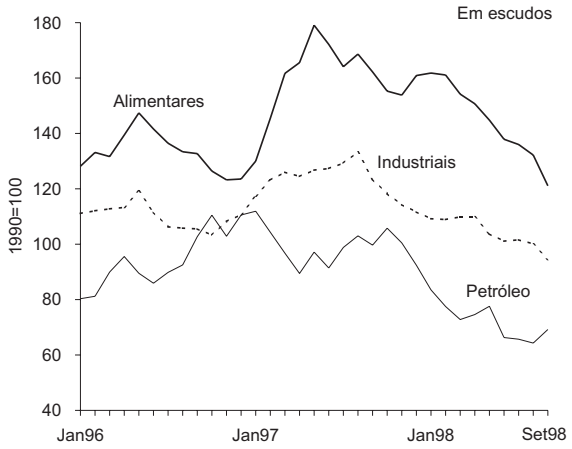


Gráfico 7A
ÍNDICE DE PREÇOS INTERNACIONAIS DE MATÉRIAS-PRIMAS



Fonte: *The Economist* e *Financial Times*.

Gráfico 7B
ÍNDICE DE PREÇOS INTERNACIONAIS DE MATÉRIAS-PRIMAS



Fonte: *The Economist* e *Financial Times*.

cionais. Estes dois factores apresentaram, no período recente, comportamentos diferenciados.

i) Evolução cambial

A aceleração dos preços de importação e de exportação (excluindo combustíveis), no primeiro trimestre de 1998, estará a reflectir a depreciação da taxa de câmbio efectiva do escudo ocorrida em 1997 e no início de 1998 (gráfico 6). No primeiro trimestre de 1998, a variação homóloga da taxa de câmbio nominal efectiva situava-se em -3.8 por cento[(11)]. Este comportamento esteve associado à apreciação generalizada do dólar e da libra esterlina nos mercados financeiros internacionais, bem como a uma aproximação da taxa de câmbio do escudo às paridades centrais face às restantes moedas participantes no mecanismo cambial do Sistema Monetário Europeu. No primeiro trimestre de 1998, a variação, em termos homólogos, da taxa de câmbio efectiva do escudo face às restantes moedas participantes no mecanismo cambial situava-se em -1.9 por cento.

(11) Refira-se que, a partir do segundo trimestre de 1998, na sequência da depreciação do iene e de uma correcção parcial do movimento de apreciação do dólar e da libra esterlina, verificou-se uma apreciação do escudo em termos efectivos. Em Setembro de 1998, a taxa de câmbio efectiva do escudo apresentava uma apreciação, em termos homólogos, de 0.5 por cento.

ii) Evolução dos preços internacionais

Os preços internacionais de matérias-primas, expressos em dólares, têm evidenciado uma queda acentuada, mitigando o impacto da apreciação do dólar, ao longo de 1997, sobre os preços de importação nos países europeus. Esta evolução reflecte em larga medida os efeitos da crise financeira que, desde o segundo semestre de 1997, afecta as economias asiáticas e que, progressivamente tem vindo também a atingir a América Latina, a Rússia e os países da Europa Central e Oriental. A crise financeira internacional traduziu-se numa desaceleração importante da procura a nível mundial e em depreciações significativas das moedas dos países afectados face ao dólar e às moedas da UE.

Os preços, expressos em dólares, das matérias-primas industriais e do petróleo, que, em média, haviam já registado uma redução em 1997 (de, respectivamente, 1.5 e 7.1 por cento), prosseguiram, em 1998, uma trajectória descendente (gráfico 7A). Os preços das matérias-primas alimentares têm igualmente diminuído em 1998, após um crescimento médio de 5.7 por cento em 1997. Em Setembro, considerando variações em termos homólogos, os preços das matérias-primas alimentares diminuíram 22.2 por cento, os preços das matérias-primas industriais caíram 20.2 por cento e os preços do petróleo apresentaram uma redução de 28.3 por cento.

A evolução favorável dos preços internacionais das matérias-primas, a posição cíclica no conjunto da área do euro, onde o produto se situa ainda abaixo da respectiva trajectória de referência, e a manutenção de elevados níveis de desemprego na Europa, têm sido factores relevantes para a manutenção da estabilidade de preços ao nível da UE11. A evolução dos preços das matérias-primas expressos em dólares, conjuntamente com a ausência de tensões inflacionistas na área do euro têm continuado a proporcionar condições favoráveis à evolução dos preços em Portugal.

3.2 Evolução da actividade económica e dos salários

A aceleração da actividade económica tende a exercer pressões sobre alguns preços em resultado, quer do crescimento da procura interna, quer, indirectamente, na sequência do surgimento de pressões sobre os salários. A pressão sobre alguns preços tende a surgir quando a utilização da capacidade produtiva regista níveis elevados, de tal modo que o produto atinge o seu nível tendencial e a taxa de desemprego se aproxima da taxa natural.

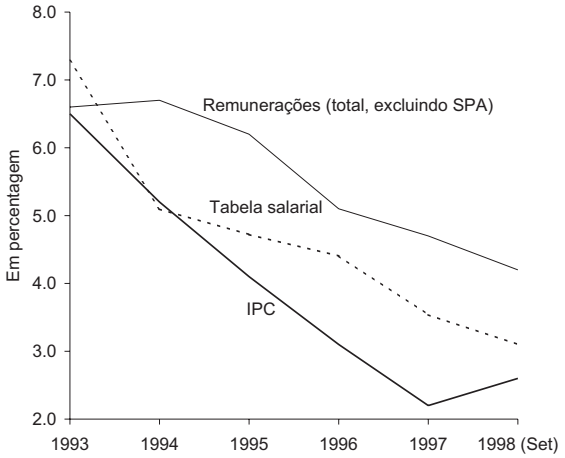
As previsões do Banco de Portugal apontam para uma nova aceleração da actividade económica em 1998[12]. Após um crescimento real de 3.6 por cento em 1996 e de 4.0 por cento em 1997, prevê-se, para 1998, uma expansão do produto no intervalo de 4.0 a 4.25 por cento. Esta previsão reflecte o comportamento dinâmico que tem sido evidenciado pela generalidade das componentes da procura global. Destaque-se, em particular, a aceleração prevista para o consumo privado que, em termos reais, deverá crescer 4.2 por cento em 1998, após um aumento de 3.0 por cento em 1997. Prevê-se igualmente uma aceleração do consumo público e das exportações, bem como a manutenção de um elevado ritmo de crescimento do investimento. O investimento deverá crescer 9.9 por cento em termos reais, após um crescimento de 12.8 por cento em 1997. O contributo da procura interna para o crescimento do PIB será maior em 1998 do que em 1997, verificando-se a situação inversa relativamente ao contributo da procura externa líquida. A relativa aceleração do consumo privado em 1998, conduziu a uma padrão de crescimento da despesa menos favorável à evolução dos preços.

A manutenção de um elevado ritmo de crescimento da economia tem-se traduzido num aumento dos níveis de utilização da capacidade produtiva e numa redução da taxa de desemprego. A taxa de utilização da capacidade produtiva na indústria transformadora situava-se, no primeiro semestre do ano, em 82 por cento, face a um valor de 80 por cento em igual período do ano anterior. Adicionalmente, de acordo com os dados do (novo) Inquérito ao Emprego do Instituto Nacional de Estatística, a taxa de desemprego situava-se, no segundo trimestre de 1998, em 4.6 por cento[13].

O crescimento do emprego e a redução da taxa de desemprego, reflectem-se no comportamento dos salários. De acordo com as previsões do Banco

(12) Veja-se "A economia portuguesa em 1998", neste *Boletim*.

Gráfico 8
PREÇOS E SALÁRIOS
Taxas de variação



Fonte: INE, Ministério do Trabalho e da Solidariedade e Banco de Portugal.

de Portugal, as remunerações nominais por trabalhador no sector empresarial[14] deverão crescer 4.2 por cento em 1998, após um crescimento de 4.7 por cento em 1997. Por sua vez, o crescimento das remunerações por trabalhador no total da economia deverá reduzir-se para 5.0 por cento, face a 5.6 por cento em 1997. A confirmar-se esta evolução, terá lugar, no corrente ano, uma nova desaceleração dos salários nominais (gráfico 8). Esta desaceleração será, contudo, inferior aos valores anteriormente previstos pelo Banco e subjacentes ao cenário macroeconómico divulgado no Boletim Económico de Março de 1998, contribuindo, deste modo, para o comportamento menos favorável do que previsto da inflação, nomeadamente no sector dos bens não transaccionáveis. Refira-se ainda que os custos unitários de trabalho no sector empresarial deverão aumentar, em 1998, 2.6 por cento, registando, assim, uma ligeira aceleração relativamente a 1997 (2.5 por cento).

(13) Este valor deve ser encarado com particular cautela, uma vez que não é comparável com os níveis da taxa de desemprego anteriores. Com efeito, as alterações metodológicas introduzidas no Inquérito ao Emprego implicam uma quebra de série do quarto trimestre de 1997 para o primeiro trimestre de 1998.Veja-se "A economia portuguesa em 1998", neste *Boletim*.

(14) O sector empresarial corresponde ao total da economia, excluindo os trabalhadores da Administarção Pública.

4. CONCLUSÃO

Portugal será um dos onze países da União Europeia que, a partir de Janeiro de 1999, adoptarão o euro e passarão a partilhar uma política monetária única, baseada no objectivo prioritário de manutenção da estabilidade de preços. O Banco Central Europeu, responsável pela condução da política monetária única, definiu "estabilidade de preços" como um "aumento anual do Índice de Preços no Consumidor Harmonizado (IPCH) para a área do euro inferior a 2 por cento"[15].

Sendo orientada para a manutenção da estabilidade de preços na área do euro, a política monetária não estará disponível para responder às condições económicas individuais. O comportamento dos salários e a evolução orçamental a nível nacional reforçam, assim, consideravelmente o seu papel na determinação das condições económicas em cada Estado Membro. A inflação em Portugal não poderá divergir significativamente do crescimento dos preços na área do euro. Desvios positivos persistentes entre a taxa de de crescimento dos preços em Portugal e a taxa média de inflação na área do euro só serão possíveis na medida em que traduzam uma apreciação real de equilíbrio em consequência da convergência real.

A evolução dos salários reais em Portugal deverá, assim, reflectir a evolução da produtividade na economia. Aumentos de salários reais que excedam significativamente o crescimento da produtividade conduzirão a um agravamento dos custos unitários de trabalho relativos e, consequentemente a uma redução dos níveis de emprego. A política orçamental ganha, neste contexto, uma importância acrescida. A observância do Pacto de Estabilidade e Crescimento, que prevê uma posição orçamental, no médio-prazo, "próxima do equilíbrio ou excedentária", garantirá a sustentabilidade da política orçamental e deverá contribuir para a estabilidade macroeconómica em geral.

Redigido com informação disponível até 20 de Outubro de 1998

(15) Veja-se o Comunicado de Imprensa divulgado pelo BCE no dia 13 de Outubro de 1998.

A ECONOMIA PORTUGUESA EM 1998

1. INTRODUÇÃO

Em 1998, a economia portuguesa continuou a ser caracterizada por um crescimento forte. As previsões do Banco de Portugal apresentadas neste *Boletim Económico* apontam para um crescimento do PIB entre 4.0 e 4.25 por cento em 1998. Apesar de a actual previsão do crescimento económico não diferir, no essencial, da apresentada em Março, a composição do produto é consideravelmente diferente. A procura interna apresenta um crescimento significativamente mais forte do que o então previsto, o que foi compensado por um contributo mais negativo da procura externa líquida.

Os níveis elevados de confiança dos agentes económicos, o ritmo de crescimento do consumo privado, a redução continuada da taxa de desemprego e o elevado grau de utilização da capacidade produtiva nos principais sectores da economia constituem uma ilustração do facto de que a economia portuguesa se encontra, no final de 1998, numa fase relativamente avançada do presente ciclo económico.

Para a forte expansão da economia portuguesa têm contribuído três factores principais: a redução das taxas de juro num contexto em que as condições monetárias em Portugal são crescentemente determinadas pela participação na área do euro a partir de 1 de Janeiro de 1999, a condução da política orçamental e a aceleração da actividade económica nos nossos principais parceiros comerciais.

A participação de Portugal na União Económica e Monetária tem-se traduzido numa redução pronunciada das taxas de juro[(1)], particularmente acentuada a partir de 1997. Esta evolução das taxas de juro, a par de perspectivas favoráveis de evolução da actividade económica, traduzidas em níveis elevados de confiança dos consumidores e dos empresários dos principais sectores produtivos da economia, conduziu a um crescimento muito forte da procura interna, reflectindo um comportamento muito dinâmico do consumo e aquisição de habitação por parte das famílias e do investimento por parte das empresas. A redução das taxas de juro nominais, em particular, fez diminuir a incidência das restrições de liquidez, tanto para as famílias como para as empresas, afectando positivamente as despesas em consumo e em investimento.

Em 1998, a condução da política orçamental constituiu um factor adicional de expansão da procura interna (ver caixa *Evolução recente da política orçamental*, apresentada no final deste artigo). Com efeito, o aumento significativo das despesas com pessoal, o crescimento das despesas em bens e serviços, o aumento dos montantes transferidos para as famílias e o investimento em infra-estruturas públicas constituíram um estímulo adicional para a expansão da procura interna.

De acordo com os valores submetidos pelo Ministério das Finanças à Comissão Europeia, no âmbito do Procedimento dos Défices Excessivos, o consumo público deverá registar um crescimento, em termos nominais, superior ao verificado em 1997, embora se tenha registado uma redução no défice global. Contudo, o excedente primário do Sector Público Administrativo deverá apresentar uma diminuição em 1998. Não será de excluir, no entanto, que os valores definitivos referentes ao corrente ano conduzam, à semelhança do verifica-

(1) Ver, a este propósito, a caixa "Taxa de juro e inflação" publicada no *Boletim Económico* de Junho de 1998.

Quadro 1

FMI - PREVISÕES PARA O CRESCIMENTO DO PIB

Taxas de variação, em percentagem

	1997	1998			1999		
		Mai 98 (1)	Out 98 (2)	Revisão (2)-(1)	Mai 98 (1)	Out 98 (2)	Revisão (2)-(1)
Economia mundial	4.1	3.1	2.0	-1.1	3.7	2.5	-1.2
Economias avançadas	3.1	2.4	2.0	-0.4	2.5	1.9	-0.6
Economias em transição	2.0	2.9	-0.2	-3.1	3.4	-0.2	-3.6
Rússia	0.9	1.0	-6.0	-7.0	1.9	-6.0	-7.9
Países em desenvolvimento	5.8	4.1	2.3	-1.8	5.3	3.6	-1.7
América Latina	5.1	3.4	2.8	-0.6	4.3	2.7	-1.6
Ásia	6.6	4.4	1.8	-2.6	5.9	3.9	-2.0
ASEAN-4	3.7	-2.7	-10.4	-7.7	2.5	-0.1	-2.6
UE - 15	2.7	2.8	2.9	0.1	2.8	2.5	-0.3
UE - 11	2.5	2.9	3.0	0.1	3.0	2.8	-0.2
Alemanha	2.2	2.5	2.6	0.1	2.8	2.5	-0.3
França	2.3	2.9	3.1	0.2	3.0	2.8	-0.2
Itália	1.5	2.3	2.1	-0.2	2.7	2.5	-0.2
Reino Unido	3.4	2.3	2.3	0.0	2.1	1.2	-0.9
Espanha	3.4	3.4	3.8	0.4	3.7	3.6	-0.1
Portugal	4.0	3.7	4.2	0.5	3.2	3.7	0.5
EUA	3.9	2.9	3.5	0.6	2.2	2.0	-0.2
Japão	0.8	0.0	-2.5	-2.5	1.3	0.5	-0.8

Nota: ASEAN-4: inclui Indonésia, Tailândia, Filipinas e Malásia.

do em anos anteriores, a apuramentos finais menos elevados de algumas rubricas da despesa.

A aceleração da actividade económica em Portugal verificou-se num contexto de reforço da expansão na generalidade das economias da União Europeia (UE), que se verifica desde o segundo semestre de 1996. Como resultado, registou-se um aumento da procura externa dirigida às exportações portuguesas, criando um ambiente propício a uma expansão forte da economia portuguesa. A crise nos mercados financeiros continuou a provocar diminuições quer na inflação quer no crescimento económico previstos a nível mundial. No entanto, os efeitos desta crise sobre a economia portuguesa revelaram-se, até ao momento, reduzidos. Com efeito, as relações comerciais de Portugal com as economias asiáticas são muito pequenas e o acréscimo de concorrência destes produtos nos principais mercados de exportação encontra-se limitado pela existência de contingentes à sua entrada na União Europeia. Pelo contrário, o desvio dos fluxos financeiros para mercados de capitais mais desenvolvidos e a transferência de fundos de acções para obrigações continuaram a reflectir-se numa maior redução das taxas de juro. A forte queda dos preços internacionais de matérias-primas e do petróleo, resultante da diminuição da procura dos países asiáticos, reflectiu-se em ganhos de termos de troca.

Em 1998, a economia portuguesa continuou a apresentar um crescimento do produto superior ao observado no conjunto dos onze países que integrarão a área do euro a 1 de Janeiro de 1999 (UE-11). De acordo com estimativas do Fundo Monetário Internacional (FMI), o crescimento da UE-11 situar-se-á em 3.0 por cento no corrente ano (2.5 por cento em 1997) (quadro 1). Desta forma, o crescimento anual da economia portuguesa foi su-

perior ao da UE-11, em média, em cerca de 1.6 pontos percentuais (p.p.) no período 1996-1998.

A conjugação dos efeitos da redução das taxas de juro, da política orçamental e da aceleração da actividade na área do euro conduziram a um crescimento caracterizado por um comportamento muito dinâmico da procura interna, que se encontra em aceleração desde o início da recuperação da economia portuguesa, e por um contributo negativo da procura externa líquida para o crescimento. Em resultado, as previsões do Banco de Portugal apontam para um défice da Balança de Transacções Correntes em 1998 superior ao previsto no *Boletim Económico* de Março.

2. ENQUADRAMENTO INTERNACIONAL

Nos meses mais recentes, verificou-se uma significativa deterioração do enquadramento macroeconómico internacional, tendo-se acentuado a incerteza relativamente às condições económicas e financeiras mundiais. A crise asiática agravou-se significativamente e a situação de instabilidade financeira propagou-se a outros mercados emergentes, com destaque para a Rússia. Assim, de acordo com as previsões recentemente divulgadas pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), a economia mundial deverá apresentar um crescimento de apenas 2.0 por cento em 1998, que compara com 4.1 por cento no ano anterior (quadro 1). Em 1999, a actividade económica mundial deverá registar uma ligeira aceleração, para 2.5 por cento. Estas estimativas correspondem a revisões de -1.1 e -1.2 pontos percentuais (p.p.) em 1998 e 1999, respectivamente, relativamente às previsões divulgadas em Maio por aquela instituição. As maiores revisões ocorreram nos países mais afectados pela crise financeira internacional, em particular nos países asiáticos, cuja evolução da actividade económica se tem vindo a revelar muito mais negativa do que o previsto anteriormente. A recessão na economia japonesa, cujas previsões de crescimento foram substancialmente revistas em baixa, continuou a influenciar negativamente as perspectivas de uma melhoria da situação na região a breve prazo. A Rússia entrou em profunda crise económica e financeira em Agosto, que culminou com a desvalorização do rublo e o anúncio da reestruturação unilateral da dívida externa. O FMI prevê que a actividade económica russa se reduza cerca de 6 por cento em 1998 e em 1999.

O agravamento da crise russa reforçou o clima de incerteza nos mercados financeiros internacionais e contribuiu para um acréscimo na aversão ao risco por parte dos investidores internacionais, traduzindo-se na generalização da instabilidade financeira. Vários mercados emergentes sofreram efeitos de contágio — na América Latina e, em menor grau, na Europa Central e de Leste — tendo-se verificado um agravamento das suas condições de financiamento, com aumentos significativos dos diferenciais de taxas de juro a par de pressões significativas sobre algumas moedas. Nestas economias, o menor afluxo de capitais externos irá implicar uma desaceleração significativa da actividade económica, dada a necessidade de redução dos défices de transacções correntes. As projecções do FMI para América Latina foram revistas em baixa, prevendo-se agora um crescimento de 2.8 por cento em 1998 e 2.7 por cento em 1999. As perspectivas de crescimento dos países exportadores de matérias-primas foram, igualmente, revistas em baixa, afectadas pelo nível bastante reduzido a que se encontram os preços internacionais desses produtos. Deste modo, uma parte significativa da economia mundial enfrenta uma forte desaceleração da actividade, ou encontra-se já em recessão no final do terceiro trimestre de 1998.

Os efeitos da crise financeira internacional sobre a actividade das economias industrializadas da Europa e da América do Norte foram, até ao momento, relativamente reduzidos. As perspectivas de crescimento para 1998 nos Estados Unidos da América (EUA) e na área do euro foram revistas em alta (0.6 e 0.1 p.p., respectivamente), mas o mesmo não se verificou nas previsões para 1999, que foram revistas em baixa (-0.2 p.p. em ambos os casos). Os dados disponíveis para estas economias confirmam que prosseguiu a redução das suas exportações para os países asiáticos, com impactos na evolução da produção industrial. A redução da procura externa tem sido compensada pelo maior crescimento da procura interna, positivamente influenciado pelo nível muito reduzido das taxas de juro de longo prazo. Nos últimos meses, acentuou-se o desvio dos fluxos financeiros internacionais para os mercados de capitais considerados mais seguros e a transferência das aplicações

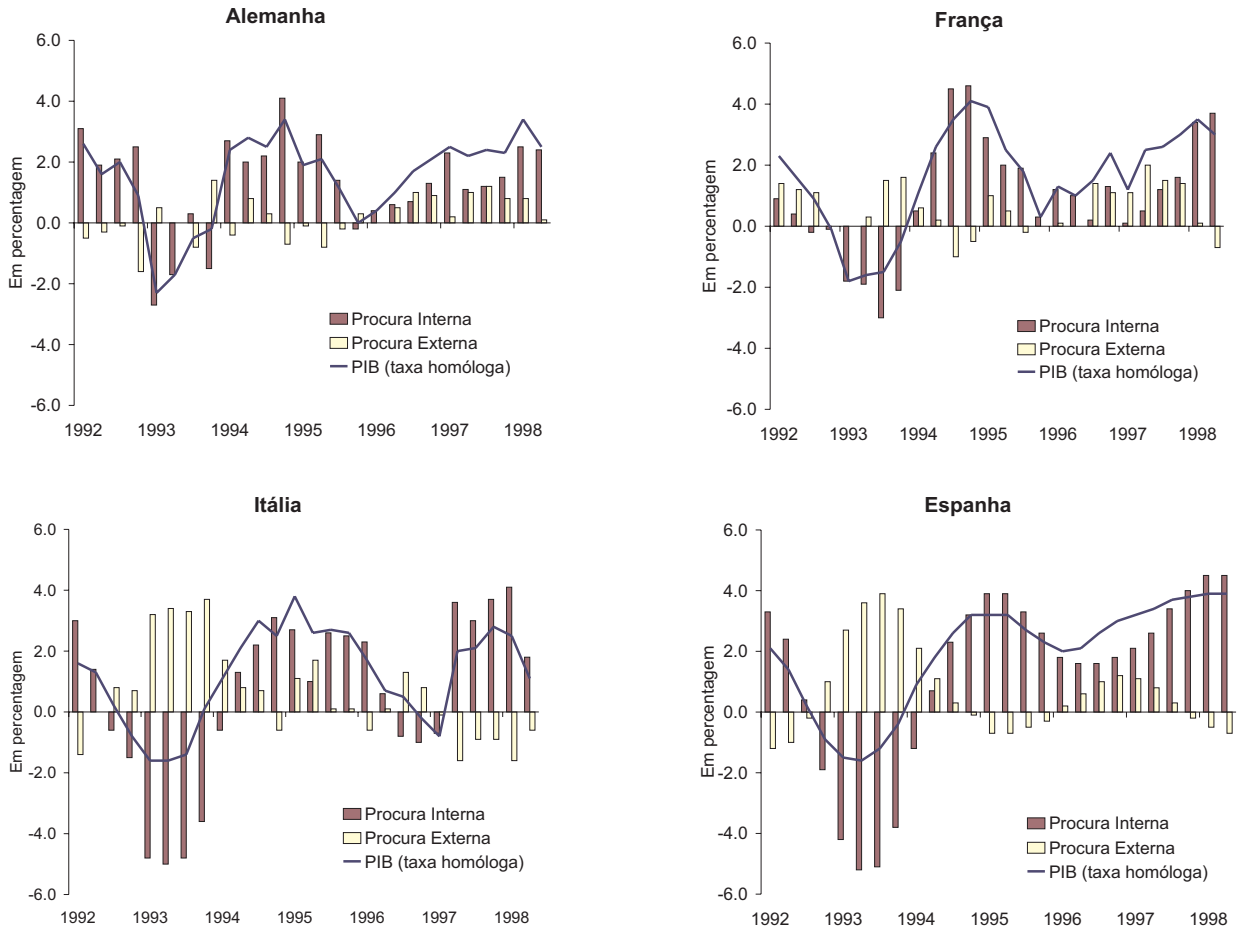
financeiras de acções para obrigações, o que conduziu a novas reduções das taxas de juro de longo prazo nos EUA e na Europa. Simultaneamente, após o agravamento da crise russa em Agosto, os índices bolsistas ocidentais registaram uma queda generalizada, corrigindo parcialmente os elevados ganhos acumulados até ao primeiro semestre do ano. A queda dos mercados bolsistas ocidentais, na medida em que afecte a riqueza das famílias e a capacidade de financiamento das empresas, poderá influenciar negativamente a confiança dos agentes económicos e induzir alguma moderação da actividade económica no próximo ano. De facto, o FMI refere que os riscos implícitos na previsões para 1999 se encontram principalmente no sentido da baixa.

A economia japonesa deverá registar uma contracção do produto de 2.5 por cento em 1998, após um crescimento de 0.8 por cento em 1997. O FMI considera que a recuperação será lenta, com o PIB a crescer apenas 0.5 por cento em 1999. No primeiro semestre de 1998, a actividade económica registou uma quebra de 2.7 por cento, uma vez que a procura interna se continuou a reduzir. O contributo da procura externa líquida para o crescimento do PIB manteve-se positivo, em resultado da forte diminuição das importações, mais acentuada que a das exportações. As crescentes dificuldades de acesso ao crédito por parte do sector empresarial e os baixos níveis de confiança das famílias e das empresas, relacionados com os problemas do sector financeiro japonês, continuaram a repercutir-se negativamente no consumo e investimento do sector privado. A produção industrial registou uma redução de mais de 6 por cento até Agosto e as perspectivas dos empresários industriais quanto à evolução da actividade apontam para um acentuar da recessão nos próximos meses. Após as medidas de estímulo orçamental e de saneamento do sector financeiro apresentadas na primeira metade do ano, o Banco do Japão reduziu, no início de Setembro, a taxa de referência para a *overnight call rate*, de 0.5 para 0.25 por cento, numa tentativa de aumentar a liquidez do sistema monetário. Adicionalmente, a 16 de Outubro, foi aprovado um conjunto de leis permitindo a disponibilização de um elevado montante de capitais públicos destinados a solucionar os graves problemas do sistema financeiro japonês.

O FMI reviu substancialmente em alta a previsão de crescimento do PIB nos EUA em 1998, de 2.9 para 3.5 por cento, em consequência da evolução da actividade no primeiro semestre. Este maior crescimento da actividade económica deverá continuar a ser acompanhado por uma redução da inflação: o FMI prevê uma redução da inflação de 2.3 por cento em 1997 para 1.6 por cento em 1998 (menos 0.4 p.p. do que nas anteriores previsões). Para 1999, prevê-se uma redução do crescimento da economia norte-americana para 2.0 por cento e um aumento da inflação para 2.3 por cento. Na primeira metade deste ano, a economia norte-americana manteve um elevado ritmo de crescimento (3.9 por cento), determinado pelo acentuado dinamismo da procura interna. O abrandamento verificado no segundo trimestre do ano resultou de uma correcção do processo de acumulação de existências e de um contributo muito mais negativo da procura externa líquida para o crescimento do PIB. Apesar de os indicadores disponíveis para o terceiro trimestre apontarem para um crescimento relativamente sustentado da procura interna, as autoridades monetárias norte-americanas procederam a uma redução da taxa dos federal *funds*, de 5.5 para 5.25 por cento, no dia 29 de Setembro. Esta decisão foi justificada pela necessidade de minimizar o impacto sobre as perspectivas de crescimento nos EUA da deterioração da situação económica internacional. No mesmo dia, o Banco Central do Canadá diminuiu a sua taxa de referência de 6.0 para 5.75 por cento. No dia 15 de Outubro, o *Fed* anunciou uma nova redução da taxa dos *Fed Funds* em 0.25 p.p., para 5.0 por cento. A taxa de desconto foi reduzida de 5.0 por cento para 4.75 por cento. Esta medida foi seguida pelo Banco do Canadá que reduziu a taxa de referência de 5.75 para 5.5 por cento. A 8 de Outubro, o Banco de Inglaterra reduziu a taxa de juro oficial de 7.5 para 7.25 por cento, após os aumentos sucessivos ocorridos ao longo do ano anterior.

Ainda de acordo com as previsões do FMI, o crescimento real do produto na área do euro (UE-11) deverá situar-se em 3.0 por cento em 1998 e em 2.8 por cento em 1999. Por comparação com as projecções divulgadas em Maio, os actuais valores correspondem a uma revisão para cima do crescimento previsto para 1998 (+0.1 p.p.). Na primeira metade de 1998, a actividade económica re-

Gráfico 1
CRESCIMENTO ECONÓMICO NA UNIÃO EUROPEIA
Contribuições para o crescimento do PIB



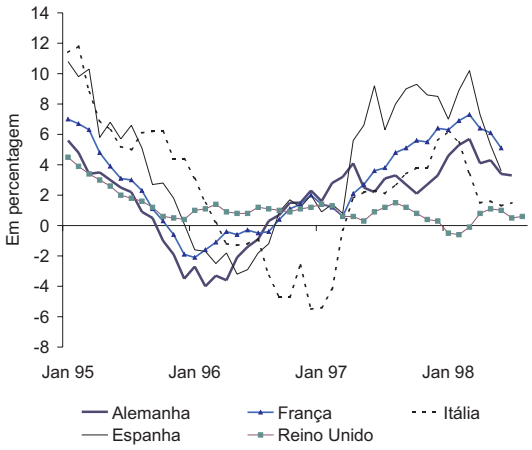
gistou um crescimento de 2.8 por cento, em termos homólogos (2.9 por cento no último semestre de 1997). Neste período, registou-se um fortalecimento da procura interna nas principais economias da UE-11. Os níveis mais reduzidos de taxas de juro e a melhoria da situação no mercado de trabalho na generalidade das economias europeias contribuíram para esta aceleração da procura interna. Por outro lado, a contribuição da procura externa líquida para o crescimento continuou a reduzir-se, reflectindo a deterioração do enquadramento internacional no primeiro semestre deste ano e o maior dinamismo da procura interna (gráfico 1). Os dados mais recentes apontam para um menor aumento da produção industrial na área, reflectindo o impacto da crise asiática sobre as exportações (gráfico 2). O crescimento estimado pelo FMI para 1999 foi revisto em baixa (-0.2 p.p.), pelo que, em contraste com a previsão de Maio, as actuais projecções apontam para uma ligeira desaceleração da actividade na UE-11 em 1999. A principal razão para este abrandamento é o significativamente menor crescimento previsto para o conjunto dos mercados emergentes, que constituem uma parte considerável das exportações extra-comunitárias (cerca de 40 por cento).

Paralelamente, as perspectivas de inflação no conjunto da UE-11 mantêm-se favoráveis: o FMI prevê um aumento do Índice de Preços no Consumidor de 1.4 por cento em 1998 e de 1.6 por cento

Gráfico 2

PRODUÇÃO INDUSTRIAL

Taxas de variação homóloga do trimestre terminado em cada mês



Fonte: *Datastream*.

em 1999, variações compatíveis com a estabilidade de preços. Nos meses mais recentes, a inflação no conjunto da UE-11 continuou a evidenciar uma evolução moderada reflectindo, em parte, a queda acentuada dos preços internacionais de matérias-primas. A taxa de variação homóloga do Índice de Preços no Consumidor Harmonizado (IPCH) reduziu-se para 1.2 por cento em Agosto (1.4 por cento em Julho). As diferentes posições cíclicas nas diversas economias da UE-11 traduziram-se numa maior divergência em matéria de inflação. Em Agosto, as taxas de variação homóloga do IPCH variaram entre 3.0 por cento na Irlanda e 0.6 por cento em França. A participação na área do euro implica uma aproximação das condições monetárias prevalecentes nos vários países. Nesse sentido, no dia 6 de Outubro, o Banco de Espanha reduziu a taxa *repo* em 0.5 pontos percentuais, para 3.75 por cento. No dia 9 de Outubro, o Banco de Portugal anunciou um corte de 50 pontos base nas taxas de intervenção, com efeitos a partir de 12 de Outubro. Assim, a taxa *repo* foi fixada em 4.0 por cento, a taxa de absorção em 3.7 por cento e a taxa de facilidade permanente de cedência de liquidez em 5.7 por cento. Também a 9 de Outubro, o Banco da Irlanda diminuiu a sua taxa *repo* de 6.19 para 4.94 por cento.

3. PROCURA

Em 1998, a economia portuguesa deverá registar um crescimento do produto interno bruto (PIB) entre 4.0 e 4.25 por cento (quadro 2), que compara com 4.0 por cento em 1997. O padrão de crescimento continua a ser caracterizado por um comportamento muito dinâmico da procura interna — em todas as suas componentes — e por um contributo negativo da procura externa líquida para o crescimento do PIB.

A composição do crescimento é significativamente diferente da apresentada no *Boletim Económico* de Março. A procura interna apresenta um crescimento mais forte do que o então previsto e deverá acentuar-se o contributo negativo da procura externa líquida para o crescimento do PIB. De acordo com as actuais previsões, o crescimento da procura interna deverá situar-se no intervalo de 5.25 a 5.75 por cento em 1998 (5.1 por cento em 1997). Este crescimento ultrapassa o limite superior do intervalo divulgado em Março de 1998, o que se deve a um maior dinamismo do que o previsto da generalidade das suas componentes. Em contrapartida, o contributo da procura externa líquida para a variação do PIB será mais negativo do que o previsto no *Boletim Económico* de Março. O crescimento das importações de bens e serviços será consideravelmente superior ao anteriormente

Quadro 2

PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICOS

Previsões para 1998

Taxas de variação em percentagem

	1996	1997	1998
Consumo privado . . .	2.8	3.0	4.0-4.5
Consumo público . . .	1.7	2.6	3.25-3.5
Investimento	6.4	12.8	10.0-11.0
Procura interna	3.4	5.1	5.25-5.75
Exportações	9.6	8.2	10.25-11.25
Importações	7.8	10.3	13.0-14.0
PIB	3.6	4.0	4.0-4.25
BTC (%PIB)	-1.4	-1.8	[-2.25;-1.75]

previsto, em linha com a revisão da previsão de crescimento da procura interna.

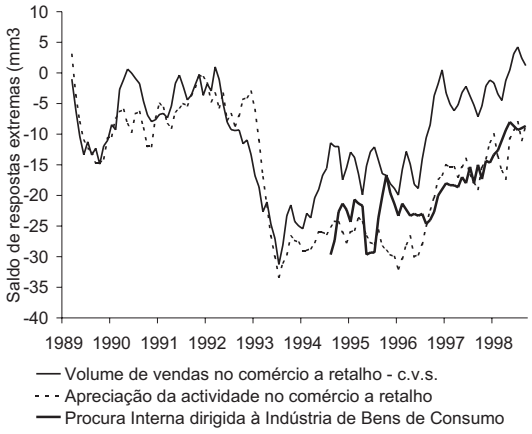
O consumo privado deverá apresentar, em 1998, uma taxa de variação em volume no intervalo [4.0-4.5] por cento, o que corresponde a uma forte aceleração face ao ano anterior (3.0 por cento). Esta aceleração é explicada pela evolução do rendimento disponível, pela melhoria da confiança das famílias e pela manutenção da tendência de redução das taxas de juro. O rendimento real disponível das famílias, excluindo transferências externas, deverá registar um aumento de cerca de 3.8 por cento em 1998 (3.0 por cento em 1997). Em 1998, continuaram a verificar-se ganhos quer no emprego total quer no emprego por conta de outrem. O Banco de Portugal estima que as remunerações nominais por trabalhador apresentarão, no conjunto da economia, um crescimento de cerca de 4.9 por cento(2), superior à inflação verificada em 1998. A evolução estimada do rendimento disponível reflecte igualmente o forte incremento, em 1998, de transferências para as famílias.

O crescimento agora previsto para o consumo privado para o conjunto do ano excede o limite superior apresentado no *Boletim Económico* de Março de 1998 para esta componente da despesa. O forte crescimento do consumo privado é ilustrado pelo comportamento de vários indicadores. O indicador coincidente do consumo privado aponta para uma aceleração deste agregado na primeira metade do ano (gráfico 3). O Inquérito Mensal de Conjuntura ao Comércio apresentou até Setembro um aumento significativo dos saldos de respostas extremas referentes ao volume de vendas e à apreciação da actividade passada no comércio a retalho. Também se verificou uma melhoria da opinião dos industriais de bens de consumo relativamente ao nível da procura interna no período (gráfico 4).

O crescimento das importações de bens de consumo no período de Janeiro a Junho de 1998 (20.9 por cento, em termos nominais) constitui igualmente evidência do forte crescimento do consumo privado no período(3) (10.8 por cento no conjunto do ano de 1997). O mau ano agrícola terá contribuído de uma forma muito significativa para este crescimento das importações. A despesa em bens duradouros tem-se apresentado muito dinâmica, o que está normalmente associado a níveis elevados de confiança dos consumidores. Refira-se o forte crescimento do Índice de Volume de Negócios no

Gráfico 3
INDICADOR COINCIDENTE DO CONSUMO PRIVADO

Gráfico 4
INDICADORES QUALITATIVOS DO CONSUMO PRIVADO



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

(2) Excluindo das despesas com o pessoal do Sector Público Administrativo o subsídio do Estado para a Caixa Geral de Aposentações.

(3) De acordo com dados da Direcção-Geral de Relações Económicas Internacionais, o preço médio das importações de bens de consumo aumentou 2.7 por cento no primeiro trimestre de 1998.

Quadro 3

INDICADORES DA PROCURA

	1996	1997	1998[a]	Último mês	1997		1998	1997				1998		
					1ºS	2ºS	1ºS	1ºT	2ºT	3ºT	4ºT	1ºT	2ºT	3ºT
Consumo privado														
Índice de volume de negócios no comércio a retalho	6.3	5.1	12.0	Jun	4.5	5.6	12.0	4.5	4.5	4.9	6.3	11.1	12.9	
Matrículas de automóveis ligeiros de passageiros	17.4	7.3	9.6	Set	7.6	6.9	8.7	6.4	8.7	7.4	6.4	6.3	11.0	11.7
Crédito bancário a particulares para outros fins (exc.habitação)	24.6	27.0	31.8	Jun				24.4	24.0	20.5	27.0	30.2	31.8	
Investimento														
Vendas de cimento	6.6	11.9	3.1	Set	19.5	5.3	4.6	22.6	16.8	9.4	0.9	10.0	-0.2	0.2
Obras adjudicadas	31.3	26.1	-22.2	Ago	67.1	-4.9	-26.4	73.4	61.6	-10.7	1.1	-15.7	-36.4	
Crédito bancário a particulares para habitação	26.4	26.6	30.7	Jun				26.2	26.2	27.3	26.6	28.2	30.7	
Crédito bancário a empresas para investimento	14.8	23.1	25.3	Jun				22.3	23.7	32.3	23.1	23.3	25.3	
IPI de bens de equipamento, excluindo material de transporte [b]	7.5	5.0	8.0	Jul	6.0	4.0	8.7	6.9	5.1	6.7	2.0	10.1	7.3	
Importações de bens de equipamento, excluindo material de transporte [c]	12.2	14.5	17.3	Jun										
Exportações de bens de equipamento, excluindo material de transporte [c]	2.6	16.1	13.1	Jun										
Vendas de veículos comerciais ligeiros	27.1	20.9	8.1	Set	27.0	15.6	8.6	28.3	25.6	19.6	12.8	14.7	2.4	6.9
Vendas de veículos comerciais pesados	4.4	32.0	14.4	Set	28.3	35.4	18.2	14.7	41.0	44.5	28.8	26.6	11.8	7.1
Comércio externo [c]														
Exportações totais	8.4	10.3	11.6	Jun										
Exportações de bens de consumo	6.2	8.9	10.6	Jun										
Exportações de bens de equipamento	33.7	10.5	14.6	Jun										
Exportações de bens intermédios	-2.1	12.4	13.5	Jun										
Exportações de combustíveis	-23.5	8.9	-31.0	Jun										
Importações totais	7.9	11.6	15.2	Jun										
Importações de bens de consumo	8.7	10.8	20.9	Jun										
Importações de bens de equipamento	14.9	10.3	17.5	Jun										
Importações de bens intermédios	3.0	12.7	15.9	Jun										
Importações de combustíveis	1.2	15.5	-12.6	Jun										

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

tvh= taxa de variação homóloga

tva= taxa de variação acumulada

(a) Valores acumulados até ao último mês disponível.

(b) As taxas de variação do índice de produção industrial são calculadas com base em versões comparáveis dos índices.

(c) As taxas de variação das exportações e importações resultam da comparação de valores preliminares do ano corrente com valores igualmente preliminares para o período homólogo. A excepção é 1996, onde se usaram as versões definitivas.

Comércio a Retalho de móveis e outros artigos para o lar (13.8 por cento até Junho, que compara com 7.4 por cento no conjunto de 1997). A aquisição de automóveis de passageiros registou igualmente uma aceleração no período de Janeiro a Setembro, avaliando pelo aumento do número de livretes emitidos pela Direcção-Geral de Viação (quadro 3)[4]. A aquisição deste tipo de bens tem sido dinamizada pela redução das taxas de juro, tendo-se voltado a verificar uma aceleração do crédito concedido a particulares para outros fins que não a habitação no primeiro semestre de 1998 (quadro 3).

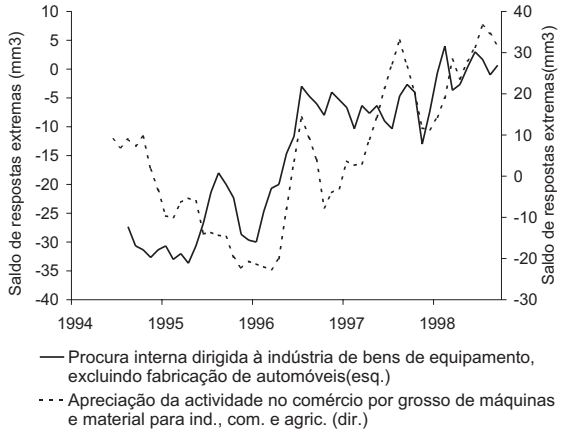
Segundo as previsões do Banco de Portugal, o consumo público registará um crescimento em volume entre 3.25 e 3.5 por cento em 1998 (2.6 por

cento em 1997). Este aumento do consumo público é explicado, em grande medida, pelo aumento do número de efectivos na função pública e pelo crescimento real do consumo de bens e serviços, nomeadamente no sector da saúde. O Ministério das Finanças apresentou, no âmbito do procedimento dos défices excessivos, uma nova previsão para a execução orçamental de 1998. Nesta previsão, o consumo público registará um acréscimo de 9.7 por cento, em termos nominais, relativamente a 1997 (que compara com 6.1 por cento na previsão de Fevereiro). O crescimento das despesas com o pessoal foi revisto de 7.7 para 9.4 por cento, enquanto que o aumento das despesas em bens e serviços se situa agora em 10.7 por cento (0.6 por cento na previsão de Fevereiro). O aumento das despesas em bens e serviços na Administração Central é responsável por 85 por cento do acréscimo total desta rubrica. Após a decisão do Eurostat de 19 de Outubro, o Governo reafirmou a previsão de 2.3 por cento do PIB para o défice público.

De acordo com as previsões do Banco de Portugal, o investimento em volume continuará a crescer a um ritmo elevado em 1998 (entre 10.0 e 11.0 por cento), ainda que mais moderado do que no ano anterior (12.8 por cento). A ligeira desaceleração resulta do menor crescimento da formação bruta de capital fixo em construção, determinado principalmente pelo subsector de obras públicas. Esta evolução era já esperada, na sequência do crescimento particularmente elevado deste sub-agregado em 1997.

De qualquer modo, a desaceleração é mais atenuada do que o previsto no *Boletim Económico* de Março de 1998, o que reflecte em larga medida um crescimento mais acentuado do que anteriormente esperado da formação bruta de capital fixo em máquinas. As expectativas relativamente à evolução da procura — em particular da procura interna — o nível de utilização da capacidade produtiva, o comportamento favorável dos preços dos bens de equipamento no mercado internacional e a queda das taxas de juro continuaram a incentivar o investimento das empresas. Refira-se que o crédito bancário a empresas destinado ao investimento voltou a crescer a um ritmo muito elevado na primeira metade do ano (25.3 por cento, que compara com 23.1 por cento em 1997).

Gráfico 5
INDICADORES QUALITATIVOS DO INVESTIMENTO EM MÁQUINAS



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

Os indicadores qualitativos, disponíveis até Setembro, fornecem evidência do forte crescimento da formação bruta de capital fixo em máquinas (gráfico 5). Neste período, verificou-se uma melhoria da opinião quer dos industriais produtores deste tipo de bens relativamente ao nível da procura interna, quer dos grossistas de máquinas e material para agricultura, indústria e comércio relativamente à evolução da sua actividade. De entre os indicadores quantitativos, refira-se o elevado crescimento da produção industrial de bens de equipamento, excluindo material de transporte, e a aceleração das compras ao exterior deste tipo de bens na primeira metade do ano (quadro 3).

O investimento em material de transporte tem mantido igualmente um dinamismo assinalável. As vendas de veículos comerciais ligeiros e pesados continuaram a apresentar aumentos bastante significativos até Setembro, ainda que se verifique uma desaceleração face ao ano anterior (quadro 3).

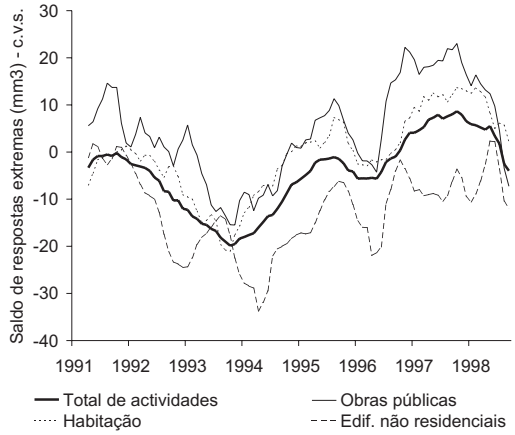
O investimento em construção tem vindo a registar uma desaceleração face ao ano anterior. As vendas de cimento aumentaram 3.1 por cento no período de Janeiro a Setembro face a um cresci-

(4) Refira-se que se verificou uma forte recuperação da despesa em automóveis de passageiros novos (crescimento de 15.5 por cento até Setembro de 1998, face a uma quebra de 2.2 por cento no conjunto de 1997).

Gráfico 6

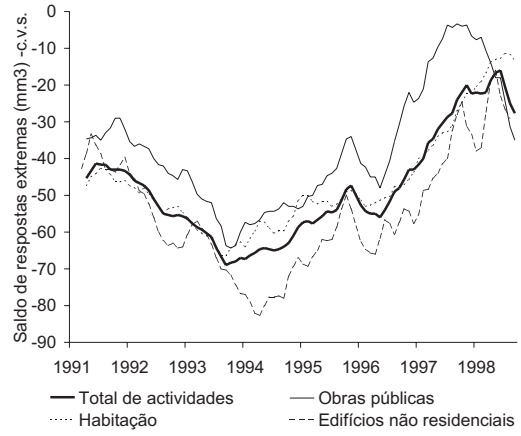
INDICADORES QUALITATIVOS DO INVESTIMENTO EM CONSTRUÇÃO

Apreciação da actividade no sector da construção e obras públicas



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

Carteira de encomendas do sector da construção e obras públicas



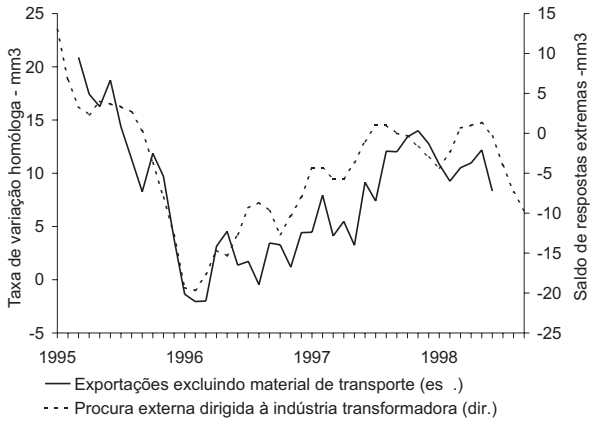
Fonte: INE, "Inquérito Mensal de Conjuntura à Construção e Obras Públicas".

mento de 11.9 por cento no conjunto do ano de 1997 (quadro 3). O Inquérito Mensal de Conjuntura à Construção e Obras Públicas revela que esta desaceleração reflecte essencialmente o comportamento do subsector de obras públicas. Neste subsector, tem-se vindo a registar uma apreciação menos favorável da evolução da actividade e uma redução da carteira de encomendas desde meados de 1997, o que resulta da quebra no valor das obras públicas adjudicadas face aos níveis extremamente elevados observados no ano anterior, relacionados com projectos de grande dimensão (gráfico 6 e quadro 3). Por outro lado, os indicadores qualitativos apontam para a manutenção de um elevado crescimento no segmento de construção de habitação, tendo mesmo continuado a verificar-se um aumento da carteira de encomendas neste segmento (gráfico 6). Os factores determinantes do vigor do investimento em habitação continuaram a ser a redução das taxas de juro e a melhoria da situação económica das famílias. O recurso dos particulares ao crédito bancário para aquisição de habitação, já bastante elevado nos anos anteriores, acentuou-se na primeira metade de 1998, registando-se um crescimento de 30.7 por cento em Junho de 1998 (26.6 por cento no final de 1997). Por seu turno, o número total de novos empréstimos contratados cresceu 40.8 por cento no primeiro semestre, de acordo com os dados da Direcção-Geral do Tesouro (30.5 por cento em 1997). Também o montante médio dos novos empréstimos aumentou em 9.1 por cento (8.1 por cento no ano anterior), principalmente devido ao crescimento do montante médio dos empréstimos no regime bonificado (13.5 por cento no primeiro semestre).

Em 1998, a Formação Bruta de Capital Fixo apresentará um crescimento forte para os diferentes sectores institucionais. Com efeito, registaram-se crescimentos significativos do investimento das famílias, das empresas e do sector público.

De acordo com as previsões do Banco de Portugal, as exportações de bens e serviços deverão registar um aumento real entre 10.25 e 11.25 por cento em 1998 (8.2 por cento em 1997), o que reflecte a maior procura externa de mercadorias dirigida aos produtores portugueses e a forte expansão das exportações de serviços decorrente, em particular, das receitas de turismo associadas à realização da EXPO-98. No período Janeiro-Junho, as exportações de mercadorias, segundo dados do comércio externo do INE, terão crescido 11.6 por cento[5], em termos nominais (10.3 por cento no conjunto do ano anterior). Em linha com a evolução da procura externa dirigida a Portugal e com a evolução esperada do deflator prevê-se alguma desaceleração das receitas de exportações de mercadorias no segundo semestre. A apreciação da procura externa

Gráfico 7
EXPORTAÇÕES DE MERCADORIAS E PROCURA EXTERNA



Fonte: INE, "Estatísticas do Comércio Externo" e "Inquérito de Conjuntura à Indústria Transformadora".

pelos empresários da indústria transformadora experimentou uma inversão nos meses recentes (gráfico 7). Esta inversão foi determinada pela avaliação feita pelos industriais produtores de bens intermédios, o que estará relacionado com a desaceleração da produção industrial nos nossos principais parceiros comerciais nos meses recentes.

De acordo com estimativas do Banco de Portugal, a competitividade das exportações portuguesas, medida pelos custos unitários de trabalho relativos na indústria transformadora, terá evidenciado uma melhoria no primeiro semestre de 1998. Tal como no ano anterior, esta melhoria reflectiu, essencialmente, a evolução cambial do escudo em termos efectivos (depreciação média de 3.0 por cento, em termos homólogos, no primeiro semestre). A taxa de câmbio do escudo em relação ao conjunto das moedas participantes no mecanismo cambial do sistema monetário europeu (MTC-SME) registou uma depreciação de 1.9 por cento, em termos homólogos, nos primeiros seis meses deste ano. Esta evolução reflectiu o movimento de aproximação das taxas de câmbio às respectivas taxas centrais bilaterais do MTC-SME.

Ainda de acordo com as previsões do Banco de Portugal, o crescimento em volume das importações de bens e serviços deverá situar-se no intervalo [13.0-14.0] por cento em 1998 (10.3 por cento em 1997). Este crescimento é bastante superior ao previsto no *Boletim Económico* de Março, resultando de uma procura global mais dinâmica do que a anteriormente prevista. No período de Janeiro a Junho, as importações de mercadorias terão aumentado 14.7 por cento em termos reais (11.5 por cento no ano de 1997). Conforme já referido verificou-se um crescimento muito acentuado das importações de bens de consumo, reflectindo o forte dinamismo do consumo privado, bem como o mau ano agrícola. Refira-se ainda o aumento das importações de bens intermédios, em sintonia com o comportamento da actividade na indústria (quadro 3).

Neste contexto, o Banco de Portugal, prevê que o saldo da balança de transacções correntes se venha a situar no intervalo [-2.25;-1.75] por cento do PIB em 1998 (-1.8 por cento em 1997). Este agravamento do défice da balança de transacções correntes reflecte, em particular, um alargamento considerável do défice da balança de mercadorias, que será parcialmente compensado por um aumento no saldo de transferências públicas e pela manutenção da tendência de redução do défice da balança de rendimentos.

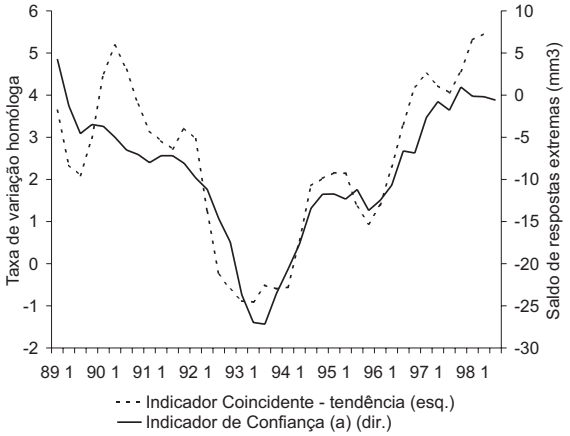
4. OFERTA

O indicador coincidente do Banco de Portugal, que resume a evolução da actividade na indústria, construção e comércio, registou uma aceleração na primeira metade de 1998. Esta evolução está em consonância com os níveis bastante elevados apresentados pelo indicador de confiança nestes sectores (gráfico 8).

A aceleração da actividade económica na primeira metade do ano decorre principalmente do forte crescimento no sector de serviços. Neste período, o valor acrescentado bruto (VAB) na indústria terá registado um crescimento próximo do verificado no conjunto do ano anterior. Por outro lado, e como já referido, a actividade na construção desacelerou — face aos níveis muito elevados

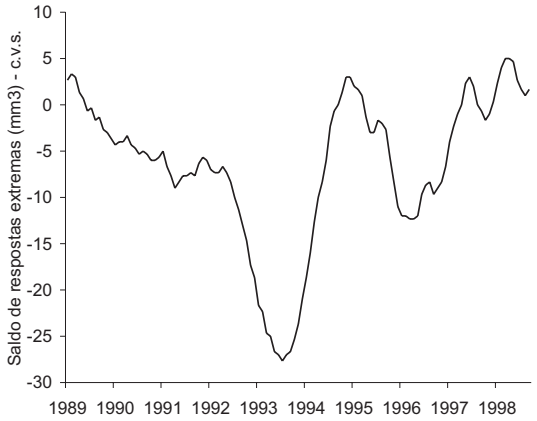
(5) Note-se que os dados de comércio externo relativos ao primeiro semestre de 1998 são ainda provisórios, estando, por isso, sujeitos a eventuais revisões. No período Janeiro-Maio deste ano, as exportações nominais de mercadorias registaram um aumento de 14.5 por cento, em termos homólogos. As taxas de variação das exportações resultam da comparação de valores preliminares do ano corrente com valores igualmente preliminares para o período homólogo.

Gráfico 8
INDICADOR COINCIDENTE DA ACTIVIDADE E INDICADOR DE CONFIANÇA
Indústria, Construção e Comércio



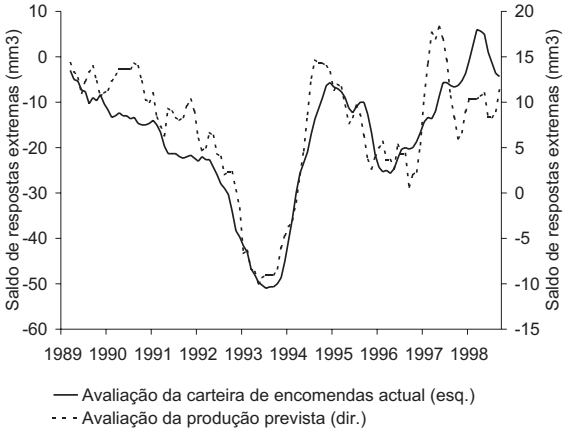
Nota:
(a) Este indicador resulta de uma média simples dos indicadores de confiança dos seguintes sectores: indústria, construção, comércio a retalho e comércio por grosso.
Fonte: Banco de Portugal, Comissão Europeia "Inquéritos de Conjuntura" e INE "Inquérito Mensal de Conjuntura ao Comércio".

Gráfico 9
INDICADOR DE CONFIANÇA NA INDÚSTRIA



Fonte: Comissão Europeia.

APRECIAÇÃO DA ACTIVIDADE ACTUAL E FUTURA — INDÚSTRIA



Fonte: Comissão Europeia.

atingidos em 1997 — reflectindo o comportamento do subsector das obras públicas. Finalmente, refira-se a quebra do produto da agricultura resultante de condições climáticas adversas.

A informação disponível aponta para a manutenção de um forte dinamismo da oferta industrial na primeira metade do ano. De acordo com o Índice de Produção Industrial, a produção da indústria transformadora registou um aumento de 4.1 por cento no primeiro semestre de 1998 (4.4 por cento no conjunto de 1997). O Índice de Volume de Negócios na Indústria Transformadora apresenta igualmente um aumento muito significativo nos primeiros seis meses do ano (9.3 por cento, que compara com 5.9 por cento no conjunto de 1997) (quadro 4). A taxa de utilização da capacidade produtiva na indústria transformadora fornece igualmente evidência do elevado nível de actividade no sector, tendo-se situado em 82 por cento no primeiro semestre, mais 2 p.p. que no mesmo período do ano anterior. Também a confiança na indústria voltou a melhorar na primeira metade deste ano (gráfico 9). Contudo, nos meses mais recentes, os industriais têm-se revelado menos optimistas quer quanto à actividade passada quer quanto às expectativas de evolução da produção, em particular os produtores de bens intermédios. Deste modo, é de esperar uma desaceleração da actividade do sector na segunda metade do ano, provocada por uma redução da carteira de encomendas externas na sequência do menor crescimento da produção industrial que se vem registando nos principais parceiros comerciais.

O VAB no sector da construção desacelerou, conforme esperado, no primeiro semestre de 1998. No segundo trimestre, a taxa de utilização da ca-

Quadro 4

INDICADORES DA OFERTA

		1996	1997	1998[a]	Último mês	1997		1998	1997				1998	
						1ºS	2ºS	1ºS	1ºT	2ºT	3ºT	4ºT	1ºT	2ºT
Indústria														
Índices de produção industrial[b]														
Indústria transformadora	tvh	1.6	4.4	3.4	Jul	4.4	4.4	4.1	3.8	5.1	5.2	3.6	6.2	2.1
Indústria de bens de consumo	tvh	1.7	0.8	-0.1	Jul	1.5	0.0	0.2	1.1	1.8	1.1	-1.0	2.5	-2.0
Indústria de bens de investimento	tvh	10.1	5.1	10.3	Jul	5.0	5.2	10.8	5.9	4.1	3.4	6.6	11.6	10.1
Indústria de bens intermédios	tvh	0.0	6.7	4.4	Jul	6.3	7.2	5.3	5.2	7.4	8.5	6.0	7.5	3.1
Índices de volume de negócios														
Indústria transformadora	tvh	6.1	5.9	9.1	Jul	4.0	7.7	9.3	1.2	6.7	7.2	8.2	12.0	6.8
Indústria de bens de consumo	tvh	6.0	2.8	9.4	Jul	1.0	4.5	9.3	-1.5	3.6	3.9	5.2	11.5	7.3
Indústria de bens de investimento	tvh	27.3	8.1	17.0	Jul	1.3	15.1	17.4	-2.3	4.6	9.1	20.3	19.4	15.8
Indústria de bens intermédios	tvh	1.4	6.6	6.5	Jul	6.7	6.5	6.7	3.2	10.2	6.6	6.5	9.7	3.9
Taxa de utilização da capacidade produtiva														
Indústria transformadora	%	79	81	82	2ºT	80	81	82	80	80	82	81	83	81
Indústria de bens de consumo	%	78	79	79	2ºT	78	79	79	77	79	81	78	80	78
Indústria de bens de investimento, excl.fabricação de automóveis	%	83	84	87	2ºT	83	86	87	84	82	86	85	85	90
Indústria de bens intermédios	%	81	81	83	2ºT	80	82	83	80	81	83	82	84	83
Construção														
Taxa de utilização da capacidade produtiva[c]	%	71	79	81	2ºT	80	79	81	77	82	81	77	82	79

Fonte: INE.

tvh= taxa de variação homóloga

tva= taxa de variação acumulada

(a) Valores acumulados até ao último mês disponível.

(b) As taxas de variação do índice de produção industrial são calculadas com base em versões comparáveis dos índices.

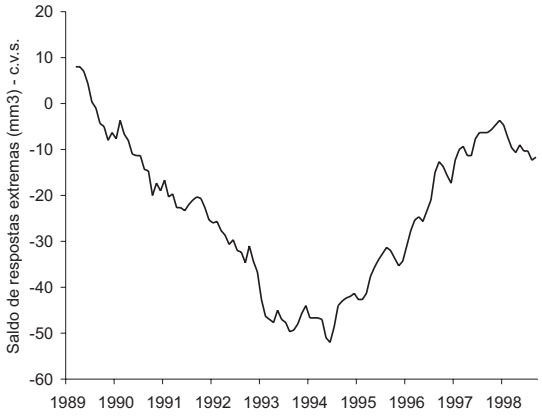
(c) Nova série a partir de 1997.

pacidade produtiva do sector situava-se já abaixo da verificada no período homólogo do ano anterior (quadro 4). Em consonância, o indicador de confiança na construção tem vindo a apresentar níveis mais reduzidos (gráfico 10). Note-se que o menor optimismo dos empresários do sector é particularmente acentuado em relação às expectativas de evolução da produção, o que permite prever que a desaceleração da actividade se deverá manter na segunda metade do ano. A actividade no segmento de construção de edifícios continua, no entanto, a apresentar-se bastante dinâmica.

O sector dos serviços apresentou, no primeiro semestre de 1998, um crescimento superior ao verificado no conjunto do ano anterior. Para a evolução do VAB do sector neste período foi importante o contributo do comércio — o maior subsector dos serviços que registou uma forte aceleração. Esta aceleração é ilustrada pelo aumento dos níveis médios de confiança quer no comércio por grosso, quer no comércio a retalho (gráficos 11 e 12). As expectativas em relação à actividade futura mantêm-se elevadas nos dois subsectores, o que sugere a manutenção de um crescimento forte na segunda metade do ano. A actividade no sector de restaurantes e hotéis e no sector dos transportes registou igualmente uma aceleração na primeira metade do ano, que se deverá ter acentuado no segundo semestre, reflectindo o efeito da EXPO-98. Finalmente, saliente-se o forte crescimento do VAB dos serviços de telecomunicações.

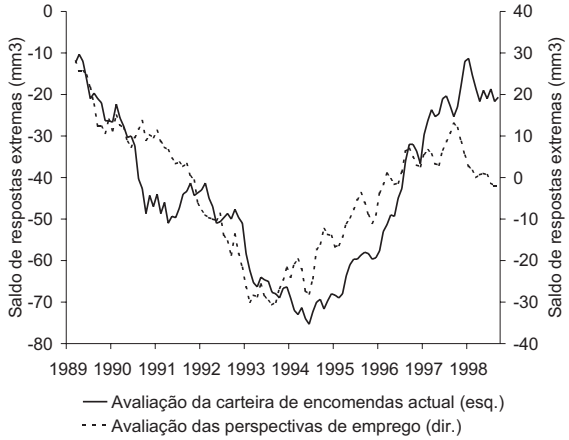
Gráfico 10

INDICADOR DE CONFIANÇA NA CONSTRUÇÃO



Fonte: Comissão Europeia.

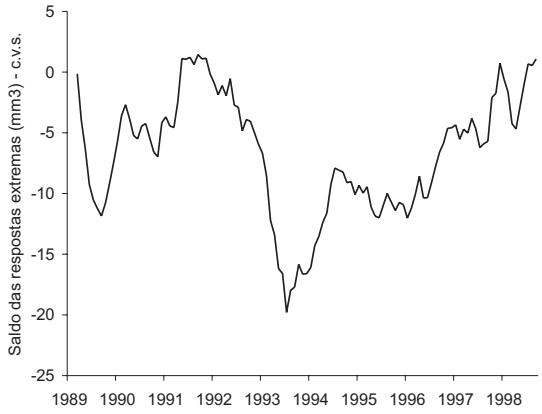
APRECIAÇÃO DA ACTIVIDADE ACTUAL E FUTURA — CONSTRUÇÃO



Fonte: Comissão Europeia.

Gráfico 11

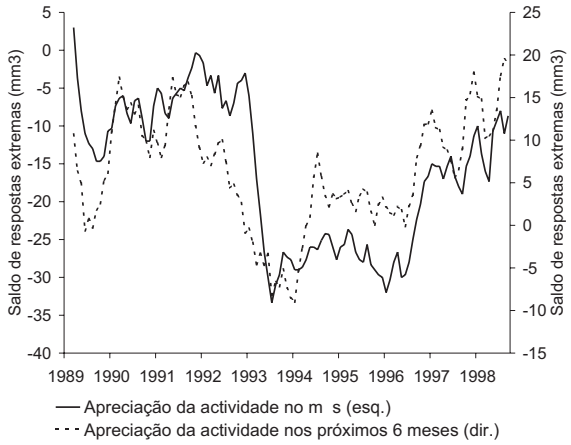
INDICADOR DE CONFIANÇA NO COMÉRCIO A RETALHO



Nota: Utilizou-se a metodologia da Comissão Europeia, sobre séries dessazonalizadas (tramo-seats).

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

APRECIAÇÃO DA ACTIVIDADE ACTUAL E FUTURA — COMÉRCIO A RETALHO



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

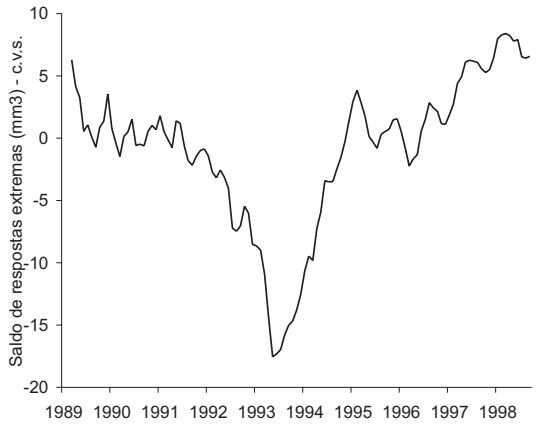
5. MERCADO DE TRABALHO

A expansão da economia portuguesa acima da taxa de crescimento estimada do produto potencial tem vindo a traduzir-se numa redução da taxa de desemprego desde a segunda metade de 1996. No último trimestre de 1997, esta taxa situava-se em 6.5 por cento.

De acordo com o novo Inquérito ao Emprego do INE, a taxa de desemprego fixou-se em 5.9 e 4.6 por cento no primeiro e segundo trimestre de 1998, respectivamente. Estas taxas devem, no entanto, ser encaradas com particular cuidado, uma vez que não são comparáveis com os níveis anteriores da taxa de desemprego. Com efeito, as alterações metodológicas do novo inquérito implicam uma quebra da série do quarto trimestre de 1997 para o primeiro trimestre de 1998. Em particular, o novo questionário conduz a uma definição mais estrita de indivíduo desempregado do que o anterior, conduzindo ao apuramento, desta forma, de taxas de desemprego inferiores[6]. Refira-se que

Gráfico 12

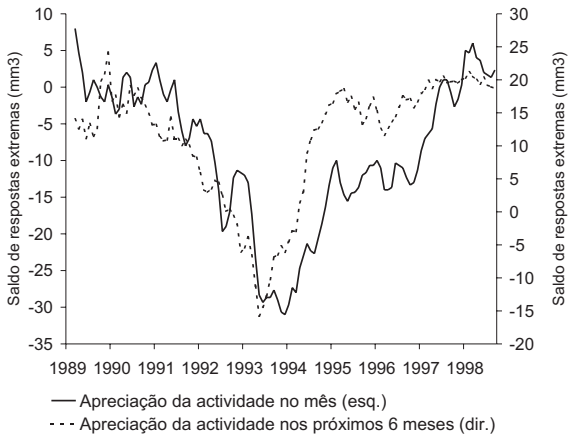
INDICADOR DE CONFIANÇA NO COMÉRCIO POR GROSSO



Nota: Utilizou-se a metodologia da Comissão Europeia, sobre séries dessazonalizadas (*tramo-seats*).

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

APRECIAÇÃO DA ACTIVIDADE ACTUAL E FUTURA — COMÉRCIO POR GROSSO



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

a magnitude da redução da taxa de desemprego na primeira metade de 1998 não poderia ter sido antecipada com base na relação de Okun[7] estimada para a economia portuguesa com base na série do Inquérito ao Emprego até ao final de 1997, o que constitui igualmente evidência de uma quebra de série[8].

As referidas alterações metodológicas dificultam também a comparação de todas as outras séries agregadas do mercado de trabalho, como a taxa de actividade e o crescimento do emprego. De acordo com a informação contida no novo inquérito sobre a situação um ano antes dos indivíduos inquiridos, a variação do emprego total foi de 2.5 por cento na primeira metade de 1998. O crescimento do emprego nos serviços ter-se-á situado acima deste valor, reflectindo a aceleração da actividade no sector. A criação do emprego no sector público administrativo e a realização da EXPO-98 contribuíram também para o crescimento do emprego neste sector.

Em consonância com a actual fase do ciclo económico, a informação dos Centros de Emprego aponta para uma redução do número de desempregados e para um aumento das ofertas de emprego e colocações em 1998. No final de Setembro, o número de desempregados registados nos Centros de Emprego era inferior em 6.6 por cento ao observado um ano antes. Por outro lado, as ofertas de emprego e as colocações situaram-se acima das registadas nos meses homólogos do ano anterior (respectivamente, 16.6 e 8.9 por cento, em termos médios, no período de Janeiro a Setembro).

De acordo com os inquéritos qualitativos, não se verificam ainda dificuldades significativas na contratação de trabalhadores na generalidade dos sectores da economia. A excepção continua a ser a construção, onde uma parcela assinalável de empresas refere como factor limitativo da actividade a dificuldade em encontrar pessoal qualificado. Esta situação tenderá a generalizar-se a outros sectores da economia, com a redução gradual da taxa de desemprego. Efectivamente, embora se mantenha ainda a níveis reduzidos, tem aumentado a percentagem de empresas que na indústria transformadora, no comércio por grosso e, em menor

(6) Nomeadamente, a pergunta sobre a procura de emprego foi alterada. No anterior inquérito a pergunta era: "Procurou emprego nos últimos 30 dias?"; no novo inquérito passou a ser feita a seguinte pergunta: "Procurou activamente emprego/trabalho na semana de … a … ou nas três semanas anteriores, mesmo que seja a tempo parcial, ocasional ou para se estabelecer por conta própria?".

(7) A lei de Okun relaciona a taxa de desemprego com o desvio do PIB relativamente a uma tendência linear.

(8) De acordo com a relação de Okun estimada com base na série do Inquérito ao Emprego até ao final do ano de 1997 e considerando a taxa de crescimento do PIB prevista para 1998, a taxa de desemprego situar-se-ia em cerca de 6.0 por cento, em média anual. Estaria, desta forma, próxima do nível estimado da taxa natural de desemprego — entre 5.5 e 6 por cento — de acordo com a série antiga.

grau, no comércio a retalho, refere a dificuldade em encontrar pessoal com a formação apropriada como um factor limitativo da sua actividade.

A variação dos salários implícita na contratação colectiva para o sector privado foi de 3.1 por cento no período de Janeiro a Setembro de 1998, que compara com 3.5 por cento em 1997. Foram 1256.1 milhares os trabalhadores abrangidos nestes contratos, um número superior ao verificado no mesmo período do ano anterior (1122.5 milhares). A variação salarial implícita nos contratos já negociados foi semelhante na indústria, nos serviços e na construção. Como nos dois últimos anos, o crescimento das remunerações por trabalhador incluindo contribuições para a segurança social ter-se-á situado acima da variação implícita na contratação colectiva, tal como seria de esperar na actual fase do ciclo em que os elementos de remuneração variável e os benefícios extra salariais tendem a constituir uma maior percentagem da remuneração total. De acordo com as previsões do Banco de Portugal, as remunerações por trabalhador no sector privado crescerão 4.2 por cento em 1998 (4.7 por cento em 1997). No total da economia, excluindo o subsídio do Estado para a Caixa Geral de Aposentações, a previsão para o crescimento dos salários por trabalhador é mais elevada (4.9 por cento, que compara com 5.3 por cento em 1997).

6. FINANÇAS PÚBLICAS

O Ministério das Finanças enviou, no final de Agosto, à Comissão Europeia a segunda notificação de 1998, no âmbito do Procedimento dos Défices Excessivos (ver caixa Evolução recente da política orçamental). A previsão do Ministério das Finanças para o défice global do Sector Público Administrativo (SPA), na óptica das Contas Nacionais situou-se em de 437.4 milhões de contos (m.c.) (449.5 m.c. em 1997), que corresponde a 2.3 por cento do PIB (2.5 por cento em 1997).

Comparando os valores apresentados em final de Agosto pelo Ministério das Finanças com os da notificação de Fevereiro, a previsão das receitas correntes aumentou 122.9 m.c. Este acréscimo é justificado pelo aumento da previsão das receitas fiscais em 164.4 m.c., em grande medida, devido à expansão económica mais acentuada que a admitida no cenário do Orçamento de Estado para 1998 (OE-98), parcialmente compensada pela redução da estimativa das outras receitas correntes em 41.5 m.c.. Em 19 de Outubro, o Eurostat divulgou a decisão de considerar como transação financeira os impostos sobre mais valias realizadas por *holdings* públicas no âmbito de operações indirectas de privatização. Segundo o *Eurostat*, no caso de Portugal, esta decisão implica uma correcção dos impostos sobre o rendimento e património, em 1998, no valor de 45.7 m.c., em relação aos valores de final de Agosto, o que corresponde a 0.2 por cento do PIB. No entanto, o Governo, através do Ministério das Finanças, anunciou que, apesar disso, a previsão do défice do SPA para 1998 se mantêm em 2.3 por cento do PIB.

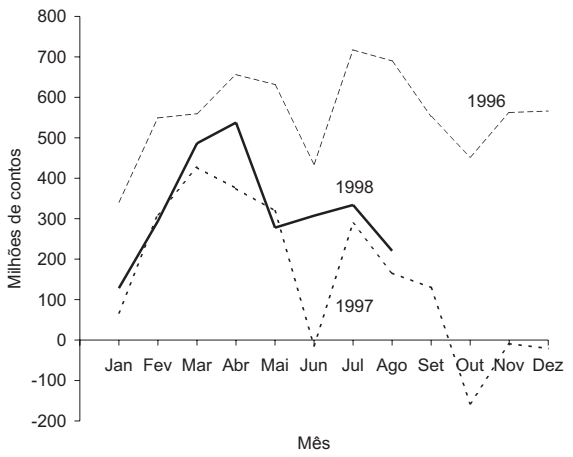
A previsão das despesas correntes submetida em Agosto inclui mais 141 m.c. que o previsto anteriormente, devido a crescimentos mais elevados do consumo público, dos subsídios, e das transferências correntes. A revisão da despesa em subsídios deve ser explicada, no essencial, pelo aumento das despesas com as bonificações de juros, em resultado do elevado crescimento dos empréstimos bonificados para aquisição de habitação própria.

No período de Janeiro a Agosto, o financiamento líquido ao SPA cifrou-se em 220.7 m.c., valor superior em 55 m.c. ao verificado no mesmo período de 1997 (gráfico 13). Em termos de instrumentos, o financiamento do SPA tem-se baseado em títulos de médio e longo-prazos e de taxa fixa, emitidos tanto no mercado interno como no mercado externo. De facto, nos primeiros oito meses do ano, verificou-se a emissão líquida, no mercado interno, de 505.7 m.c. de Obrigações do Tesouro de taxa fixa, enquanto que se realizaram amortizações líquidas de outros títulos de médio e longo prazo (40.7 m.c.), de Bilhetes do Tesouro (502.6 m.c.) e de Certificados de Aforro (75.9 m.c.). O crédito denominado em moeda estrangeira teve um aumento de 295.5 m.c.. De notar que, durante o corrente ano, a dívida externa emitida foi denominada em moedas que integrarão o euro. Adicionalmente, verificou-se uma redução dos depósitos do SPA no Banco de Portugal em 76 m.c., e um aumento desses mesmos depósitos nos outros bancos em 61.3 m.c..

Em 15 de Outubro, o Governo apresentou à Assembleia da República a proposta de Orçamen-

Gráfico 13

FINANCIAMENTO DO SECTOR PÚBLICO ADMINISTRATIVO



Fonte: Ministério das Finanças e Banco de Portugal.

to de Estado para 1999 (OE-99). O défice previsto do SPA, na óptica das Contas Nacionais, situa-se em 2.0 por cento do PIB. Este valor coincide com o objectivo do Programa de Convergência, Estabilidade e Crescimento, não tendo em consideração que o crescimento foi mais elevado do que o inicialmente previsto. O rácio da dívida pública, em percentagem do PIB, deverá continuar a diminuir em 1999, situando-se abaixo do previsto no Programa de Convergência, Estabilidade e Crescimento.

7. CONCLUSÃO

As perspectivas para a economia portuguesa em 1999 estão fortemente dependentes dos desenvolvimentos da economia internacional. Conforme referido, as previsões recentemente divulgadas pelo Fundo Monetário Internacional apontam para uma revisão significativa para baixo das perspectivas de crescimento para o ano de 1999. Assim, a economia mundial deverá crescer 2.5 por cento (revisão de 1.2 p.p. em relação às previsões apresentadas em Maio deste ano), os Estados Unidos da América 2.0 por cento (revisão de 0.2 p.p.) e a área do euro 2.8 por cento (revisão de 0.2 p.p.). De acordo com estas previsões, todas as economias da área do euro, com excepção da Itália, apresentarão uma desaceleração do crescimento em 1999. Dada a forte concentração das exportações portuguesas em mercados europeus, a desaceleração destas economias contribuirá para um menor crescimento da economia portuguesa em 1999. O actual enquadramento macroeconómico internacional, caracterizado por um aumento da incerteza relativamente às condições económicas e financeiras, aponta para uma maior probabilidade de o crescimento mundial vir a ser revisto em baixa do que em alta.

Em 1999, deverá verificar-se um menor crescimento económico em Portugal do que no ano em curso, para o qual contribuirão o enquadramento internacional menos favorável e a redução das receitas de turismo face aos níveis excepcionais atingidos em 1998. O estímulo ao crescimento criado pelo efeito desfasado da redução das taxas de juro contribuirá, no entanto, para que o crescimento da economia portuguesa continue a ser mais elevado do que o da União Europeia, na linha do que se verificou nos últimos anos.

A mudança de regime associada com a participação na União Económica e Monetária deverá ter um efeito positivo sobre o potencial produtivo da economia. A eliminação dos custos de conversão cambial, a eliminação da incerteza cambial e a adesão a um espaço económico visando a estabilidade de preços e o equilíbrio das finanças públicas deverão contribuir para um aumento da taxa de crescimento do produto potencial que é, no entanto, difícil de quantificar. Refira-se que estes efeitos positivos serão distribuídos no tempo, parte dos quais já se estarão a fazer sentir.

A manutenção da competitividade da produção nacional, tanto no mercado interno como no mercado externo, requer moderação no crescimento dos salários. Num ambiente mais competitivo, como o que decorre do início da União Económica e Monetária, é importante que a variação dos custos unitários de trabalho se situe próximo da dos valores médios dos restantes países da área do euro.

A experiência passada tem mostrado que a flexibilidade dos salários reais a variações no desemprego constitui um importante elemento estabilizador do mercado de trabalho. Esta característica da economia portuguesa poderá constituir, aliás, um mecanismo de ajustamento em situações adversas, assegurando um ajustamento mais forte

dos salários do que do nível de emprego. É extremamente importante que esta característica do nosso mercado de trabalho, observada em situações de inflação, seja preservada em condições de estabilidade de preços.

Após a diminuição do ritmo de consolidação orçamental em 1998, seria desejável que este processo fosse retomado. Num contexto em que as condições monetárias em Portugal são determinadas pela participação na União Económica e Monetária a partir de 1 de Janeiro de 1999, o papel da política orçamental surge reforçado. Em particular, a condução da política orçamental deverá ser orientada para o cumprimento dos objectivos do Pacto de Estabilidade e Crescimento. Para tal serão necessários esforços adicionais de controlo da despesa primária, em particular da despesa corrente, após o aumento que teve lugar nos últimos anos.

EVOLUÇÃO RECENTE DA POLÍTICA ORÇAMENTAL

No final do mês de Agosto, o Ministério das Finanças enviou à Comissão Europeia a segunda notificação de 1998, no âmbito do procedimento dos défices excessivos (quadro 1 e gráfico 1). Em comparação com a anterior notificação (Fevereiro de 1998) verificou-se um aumento dos défices relativos aos anos de 1996 e 1997 em 9.7 e 14.4 milhões de contos (m.c.) respectivamente, enquanto o défice previsto para 1998 diminuiu 39.8 m.c..

Quadro 1

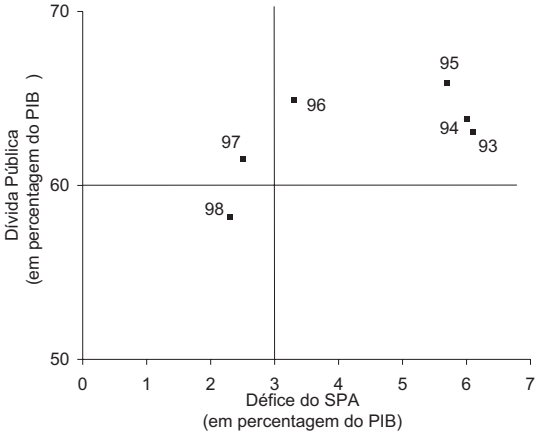
VALORES REPORTADOS À COMISSÃO EUROPEIA

	Notificação de Fevereiro de 1998				Notificação de Agosto de 1998			
	Défice		Dívida		Défice		Dívida	
	Em milhões de contos	Em percentagem do PIB	Em milhões de contos	Em percentagem do PIB	Em milhões de contos	Em percentagem do PIB	Em milhões de contos	Em percentagem do PIB
1993	822.4	6.1	8,497.1	62.8	822.2	6.1	8,497.1	63.1
1994	880.0	6.0	9,331.0	63.8	880.0	6.0	9,331.0	63.8
1995	905.7	5.7	10,417.3	65.9	905.7	5.7	10,417.3	65.9
1996	545.1	3.2	10,902.7	65.0	554.8	3.3	10,902.7	64.9
1997	435.1	2.5	11,007.3	62.0	449.4	2.5	11,016.9	61.5
1998	477.2	2.5	11,464.6	60.7	437.4	2.3	11,147.5	58.2

Fonte: Ministério das Finanças. Os valores referentes ao ano de 1993 são os das notificações de Fevereiro e Agosto de 1997.

As previsões apresentadas para o défice e para a dívida em 1998 situam-se em 2.3 por cento (2.5 por cento em Fevereiro) e 58.2 por cento do PIB (60.7 por cento em Fevereiro), respectivamente. No entanto, os valores da notificação de Agosto incluem receitas de impostos sobre lucros resultantes de mais valias obtidas por "holdings" públicas em operações indirectas de privatização, no montante de 45.7 m.c. (0.2 por cento do PIB). Em 19 de Outubro, o Eurostat divulgou uma decisão, de acordo com a qual estas receitas devem ser classificadas como transação financeira, não podendo, dessa forma, afectar o défice público. Simultaneamente, o Governo anunciou a manutenção da previsão do défice, para 1998, em percentagem do PIB.

Gráfico 1
CONVERGÊNCIA ORÇAMENTAL
Portugal 1993-1998



Fonte: Ministério das Finanças.

Estes valores mantêm a trajectória decrescente verificada nos últimos anos. Acresce, ainda, que a experiência recente tem mostrado que as contas definitivas do SPA têm apresentado défices menores que os das contas provisórias, devido, no essencial, a apuramentos finais do consumo público inferiores aos das estimativas iniciais.

Tal como em 1997, estes valores apontam para que os rácios do défice e da dívida no PIB, em 1998, venham a ser inferiores aos objectivos estabelecidos no Programa de Convergência, Estabilidade e Crescimento.

Comparando os valores da notificação, referentes a 1997, com os do Programa de Convergência, Estabilidade e Crescimento, tanto a receita como a despesa corrente aproximaram-se da previsão (+2 m.c. e -10.4 m.c., respectivamente). No caso da despesa, este resultado foi possível devido aos juros da dívida pública terem sido inferiores em 47.2 m.c. em relação ao previsto, já que a despesa corrente primária ultrapassou em 36.8 m.c. a estimativa do Programa de Convergência, Estabilidade e Crescimento. O défice de capital cifrou-se em 595.8 m.c., o que corresponde a uma diminuição de 58.1 m.c.. No conjunto o défice global do SPA situou-se em 449.5 m.c., valor inferior ao previsto em 70.5 m.c.. O valor mais baixo do défice e o crescimento mais elevado do PIB permitiram que o rácio do défice no PIB fosse inferior em 0.4 pontos percentuais em relação às projecções iniciais.

Considerando os valores da conta do SPA de 1998, que serviu de base à notificação, e comparando-os, ainda, com o Programa de Convergência, a nova previsão do défice global é inferior em 24.4 m.c. (0.2 pontos percentuais do PIB) ao valor projectado inicialmente. No entanto, a composição das rubricas da receita e da despesa é diferente. De facto, as receitas correntes são mais elevadas em 137.1 m.c., resultado que, em parte, reflecte uma evolução mais favorável da actividade económica. Por outro lado, a despesa corrente primária situou-se 258.4 m.c. acima do previsto, tendo sido apenas parcialmente compensada por um decréscimo mais acentuado das despesas com juros (-106.6 m.c.). Refira-se, ainda, que o défice de capital deverá ser mais baixo em 39 m.c.

Os rácios dos saldos primário e global em relação ao PIB não são bons indicadores da orientação da política orçamental, uma vez que são, em parte, endógenos na evolução da actividade. Com efeito, tanto do lado das receitas como do das despesas, existem rubricas que são afectadas pela evolução da actividade económica. Há, assim, necessidade de construir indicadores que distingam as alterações dos saldos resultantes do funcionamento dos estabilizadores automáticos, daquelas que resultam quer de medidas discricionárias de carácter permanente ou temporário quer da evolução de componentes estruturais, como os sistemas segurança social ou de saúde.

Os saldos primário e global ajustados de efeitos cíclicos são dois dos indicadores mais utilizados para analisar a política orçamental. O primeiro não é influenciado pelas despesas com juros da dívida pública, permitindo avaliar de forma mais correcta a política orçamental contemporânea. Segundo estimativas do Banco de Portugal, com base na conta que serviu de base à notificação de final de Agosto, a evolução positiva do saldo primário ajustado (gráfico 2), verificada desde 1994, foi interrompida em 1997, podendo vir a registar-se um retrocesso em 1998[(1)].

De acordo com as mesmas estimativas, a receita ajustada de efeitos cíclicos, em percentagem do PIB, manteve-se, em 1998, praticamente ao mesmo nível de 1997. No entanto, as despesas primárias ajustadas do ciclo cresceram 1

(1) A interpretação da estimativa da variação dos saldos ajustados (gráficos 2 e 3) deve ser feita com a maior precaução. Com efeito, os resultados apresentados dependem fortemente dos procedimentos utilizados na estimação de uma trajectória de referência para o produto da economia, geralmente designada como produto potencial, assim como na estimação da sensibilidade das diversas receitas fiscais a alterações à taxa de crescimento do produto.

Gráfico 2

VARIAÇÃO DO SALDO PRIMÁRIO

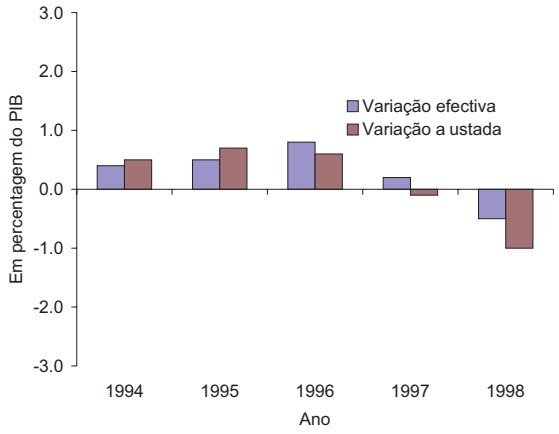
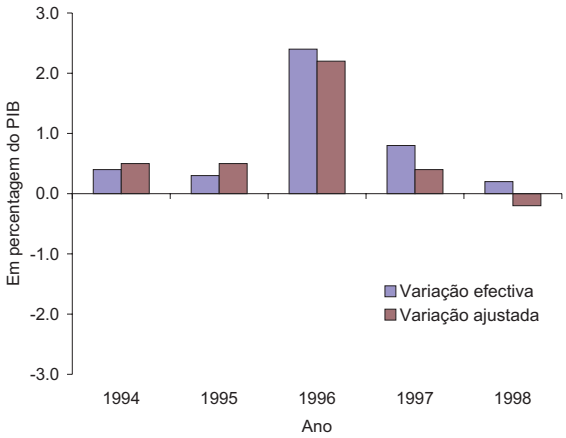


Gráfico 3

VARIAÇÃO DO SALDO GLOBAL



ponto percentual (p.p.) do PIB. O aumento em 0.3 p. p. do PIB das despesas com o pessoal reflecte, por um lado, as actualizações e revalorizações de carreira e, por outro, a evolução do sistema de segurança social dos funcionários públicos. As despesas com bens e serviços apresentam um acréscimo de 0.1 p.p., em grande medida devido ao crescimento das despesas com o Serviço Nacional de Saúde. O crescimento dos empréstimos bonificados para aquisição de habitação justifica, na sua maior parte, o acréscimo de 0.2 p.p. do PIB verificado nos subsídios. A implementação do Rendimento Mínimo Garantido e a evolução do sistema de Segurança Social justifica o aumento de 0.2 p.p. do rácio das transferências em relação ao PIB. Por último, as despesas de capital, em percentagem do PIB, cresceram 0.1 p.p.. Parte do aumento das despesas primárias ajustadas do ciclo foi absorvido pelo decréscimo dos encargos com juros (-0.7 p.p. do PIB), o que permitiu que o efeito sobre o saldo global ajustado fosse menos acentuado (gráfico 3).

Os valores referentes à dívida pública apontam para o decréscimo do seu rácio em relação ao PIB, pelo terceiro ano consecutivo, devendo situar-se em 58.2 por cento no final de 1998. Note-se que este ano será a primeira vez, após a ratificação do Tratado da União Europeia, que a dívida se situará abaixo do valor de referência, estabelecido para o rácio da dívida no âmbito do procedimento dos défices excessivos (60 por cento do PIB).

Para a redução acentuada do rácio da dívida pública no PIB, durante o período 1995-98 contribuíram, por um lado, os saldos primários positivos e a redução do diferencial entre a taxa de juro e a taxa de crescimento da economia, e por outro, os elevados montantes de receitas das privatizações aplicados na amortização de dívida. De facto, as operações de privatização realizadas num quadro marcado pela evolução favorável da Bolsa de Valores, permitiram afectar à amortização de dívida pública mais de mil milhões de contos, no período de 1995 a 1997.

O cumprimento dos objectivos do Pacto de Estabilidade e Crescimento continua a exigir um esforço de consolidação orçamental, nomeadamente através do controlo do crescimento da despesa corrente primária do SPA. Este esforço é tanto mais importante, quanto existem tendências estruturais, como a evolução das pensões ou das despesas de saúde, que podem determinar, só por si, o aumento relativo da despesa.

Redigido com informação disponível até 20 de Outubro de 1998.

BALANÇA DE PAGAMENTOS

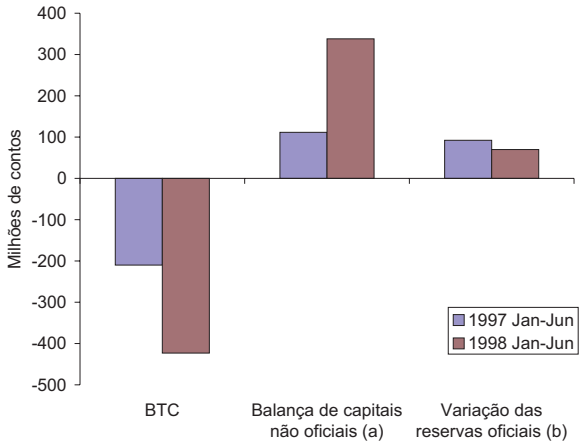
Principais desenvolvimentos no primeiro semestre de 1998

1. INTRODUÇÃO

Na primeira metade de 1998, o défice da balança de transações correntes (BTC), em base de transacções, aumentou 213.1 milhões de contos (m.c.) face ao mesmo período do ano anterior(1), situando-se em 423.1 m.c.. O défice da BTC neste período foi financiado, essencialmente, por movimentos de capitais não oficiais(2) entre Portugal e o exterior, os quais originaram uma entrada líquida de fundos de 338.0 m.c., enquanto as reservas oficiais líquidas reduziram-se em 69.9 m.c. (gráfico 1 e quadro 1).

À semelhança do ocorrido em 1997, o aumento do défice da balança de transações correntes reflectiu o comportamento da balança comercial, cujo défice aumentou para 1013.6 m.c. na primeira metade deste ano (825.0 m.c. no primeiro semestre de 1997). O elevado crescimento das importações de mercadorias excedeu o aumento registado pelas exportações no mesmo período(3), em linha com a fase do ciclo da economia portuguesa, mais avançada do que nos principais parceiros comerciais. O saldo das transferências unilaterais reduziu-se em 113.7 m.c., reflectindo as menores transferências públicas recebidas por Portugal na primeira metade de 1998.

Gráfico 1
COMPOSIÇÃO DA BALANÇA DE PAGAMENTOS



Notas:
(a) Inclui adiantamentos / atrasos e ajustamentos estatísticos e operações em fase de classificação.
(b) Um sinal positivo (negativo) corresponde a uma redução (aumento) das reservas oficiais líquidas.

Como em anos anteriores, o saldo positivo de 338.0 m.c. apresentado pela balança de capitais não oficiais nos primeiros seis meses de 1998 esteve associado à redução das disponibilidades líquidas de curto prazo dos bancos (1264.1 m.c.), uma vez que os movimentos de capitais não monetários deram origem a uma saída líquida de 633.7 m.c..

2. TRANSACÇÕES CORRENTES

No primeiro semestre de 1998, a balança de transacções correntes, numa base transacções, apresentou um défice de 423.1 m.c., muito su-

(1) Salvo indicação em contrário, as comparações referidas no texto correspondem a variações face ao período homólogo do ano anterior.
(2) A balança de capitais não oficiais inclui a rubrica de adiantamentos / atrasos e ajustamentos estatísticos. No primeiro semestre de 1998, esta rubrica apresentou um valor de -292.5 m.c. (-252.4 m.c. no período homólogo). Uma parte importante da discrepância estatística continuou a ser explicada pela divergência entre o saldo de mercadorias em base transacções e o saldo de liquidações de mercadorias.
(3) Note-se que os dados de comércio externo relativos ao primeiro semestre de 1998 são ainda provisórios, estando, por isso, sujeitos a eventuais revisões.

Quadro 1

BALANÇA DE PAGAMENTOS

Base transacções

Milhões de contos

	1997	Janeiro-Junho 1997			Janeiro-Junho 1998[P]		
	Saldo	Débito	Crédito	Saldo	Débito	Crédito	Saldo
I. Balança de transacções correntes	-322.2	4008.3	3798.3	-210.0	4558.3	4135.2	-423.1
Bens e serviços	-1410.3	3459.8	2711.3	-748.4	3968.2	3066.5	-901.6
Mercadorias f.o.b. [a]	-1673.5	2946.9	2121.9	-825.0	3383.7	2370.0	-1013.6
Serviços	263.2	512.9	589.5	76.6	584.5	696.5	112.0
Transportes	-63.4	143.1	111.4	-31.7	161.4	131.9	-29.4
Viagens e turismo [a]	425.8	164.2	335.0	170.8	190.0	395.5	205.5
Seguros	-26.0	28.6	10.7	-17.9	31.1	15.8	-15.3
Outros serviços	-44.0	154.5	126.2	-28.2	175.9	144.7	-31.1
Operações Governamentais	-29.2	22.5	6.2	-16.4	26.2	8.6	-17.6
Rendimentos	-86.4	404.0	328.6	-75.4	421.0	399.3	-21.7
Do trabalho	8.8	8.2	11.9	3.8	8.9	16.6	7.6
De capital [b]	-49.8	370.6	314.7	-55.9	384.6	380.6	-4.0
Outros rendimentos	-45.4	25.3	1.9	-23.4	27.5	2.2	-25.4
Transferências unilaterais	1174.5	144.5	758.4	613.9	169.1	669.4	500.3
Públicas	587.0	121.7	472.5	350.8	142.9	380.8	237.9
Privadas	587.5	22.7	285.9	263.1	26.2	288.6	262.4
II. Balança de capitais não oficiais	238.8			111.5			338.0
Balança de capitais não monetários	-148.4	16724.2	16652.7	-71.5	22669.2	22035.5	-633.7
Investimento directo	12.6	493.0	486.2	-6.8	880.8	691.1	-189.7
De Portugal no exterior	-290.3	104.3	7.4	-96.9	261.1	52.1	-208.9
Do exterior em Portugal	302.9	388.7	478.9	90.1	619.7	639.0	19.3
Investimento de carteira	213.0	10487.0	10483.7	-3.2	15105.4	14683.8	-421.6
De Portugal no exterior	-1010.0	7271.8	6798.0	-473.7	10173.4	9545.1	-628.3
Do exterior em Portugal [b]	1223.1	3215.2	3685.7	470.5	4932.1	5138.7	206.6
Créditos externos	-20.9	1694.6	1688.6	-6.0	1818.3	1845.6	27.3
Concedidos	-17.1	76.9	69.0	-7.9	220.3	192.7	-27.6
Recebidos	-3.7	1617.7	1619.5	1.8	1598.0	1652.9	54.9
Outras operações	-353.1	4049.6	3994.1	-55.5	4864.7	4815.0	-49.6
Disponibilidades	-354.1	4047.2	3991.0	-56.3	4860.6	4806.5	-54.1
Depósitos	-358.7	3945.8	3882.5	-63.3	4699.5	4660.7	-38.8
Outros	4.6	101.4	108.4	7.1	161.1	145.8	-15.3
Responsabilidades	0.9	2.4	3.2	0.8	4.0	8.5	4.5
Variação da posição externa de curto prazo dos bancos [d] [e]	834.2			435.4			1264.1
Adiantamentos / atrasos e ajustamentos estatísticos [c]	-446.9			-252.4			-292.5
III. Operações em fase de classificação	14.4			6.2			15.2
IV. Variação das reservas oficiais líquidas [e]	69.0			92.3			69.9
Disponibilidades	68.2			109.5			81.6
Responsabilidades	0.8			-17.2			-11.7

Notas:

(a) Valores estimados pelo Banco de Portugal.

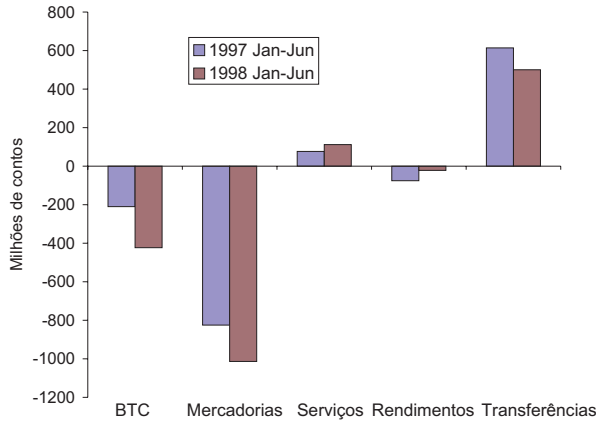
(b) Inclui correcções resultantes da contabilização dos débitos de rendimentos de investimento de carteira numa base transacções.

(c) O valor desta rubrica compreende os *leads* e *lags* na liquidação de operações de mercadorias e discrepâncias ao nível dos sistemas de recolha estatística.

(d) O valor desta rubrica corresponde ao efeito das operações com o exterior sobre as disponibilidades e responsabilidades de curto prazo dos bancos, calculado com base no sistema de elaboração da balança de pagamentos, numa base de liquidações.

(e) Um sinal positivo (negativo) corresponde a uma diminuição líquida (aumento líquido) de disponibilidades ou a um aumento líquido (diminuição líquida) de responsabilidades.

Gráfico 2
COMPOSIÇÃO DA BALANÇA DE TRANSACÇÕES CORRENTES



perior ao registado na primeira metade de 1997 (210.0 m.c.). Este maior défice corrente resultou do aumento do défice da balança de bens e serviços e da evolução do saldo de transferências unilaterais (gráfico 2).

No primeiro semestre de 1998, o défice da **balança comercial** (fob-fob) aumentou para 1013.6 m.c. (825.0 m.c. na primeira metade de 1997). O acentuado aumento do défice comercial continuou a ser determinado pelo forte crescimento do volume de importações, superior ao das exportações. Na primeira metade deste ano, registou-se um ganho de termos de troca[4], resultante, em larga medida, da acentuada redução dos preços do petróleo.

Na primeira metade de 1998, as **exportações** nominais de mercadorias registaram um crescimento de 11.7 por cento face a 10.1 por cento no conjunto do ano de 1997. Pelo contrário, o volume exportado apresentou uma ligeira desaceleração face ao ano anterior. No semestre, o crescimento real das exportações de mercadorias terá sido de 8.8 por cento[5] (9.5 por cento no conjunto de 1997), reflectindo a evolução favorável da procura externa[6]. O maior crescimento da actividade económica na generalidade das economias da União Europeia traduziu-se num aumento da procura dirigida aos bens produzidos em Portugal de 9.9 por cento, em volume (9.3 por cento no conjunto do ano anterior).

De acordo com estimativas do Banco de Portugal, a competitividade das exportações portuguesas, medida pelos custos unitários de trabalho relativos na indústria transformadora, terá evidenciado uma melhoria no primeiro semestre de 1998. Tal como no ano anterior, esta melhoria reflectiu, essencialmente, a evolução cambial do escudo em termos efectivos (depreciação média de 3.0 por cento no primeiro semestre).

Na primeira metade deste ano, as **importações** nominais de mercadorias registaram um crescimento de 14.8 por cento, acelerando face ao conjunto do ano anterior (11.7 por cento). Dada a quase estabilidade dos preços de importação em escudos, verificou-se um acentuado aumento real das importações de mercadorias que deve ser associado ao dinamismo evidenciado pela procura interna no mesmo período. O crescimento muito forte das importações foi extensivo a todas as categorias de bens. O aumento acentuado das compras ao exterior de bens de consumo resultou da significativa aceleração do consumo privado e reflectiu, igualmente, a ocorrência de um mau ano agrícola. As importações de bens de equipamento decorrem da manutenção de um elevado dinamismo da formação bruta de capital fixo. A aceleração da actividade produtiva neste período teve, também, efeitos ao nível das importações de bens intermédios (ver texto "*A economia portuguesa em 1998*" neste boletim).

(4) No primeiro trimestre de 1998, os preços de exportação e de importação variaram 2.8 por cento e -0.2 por cento, respectivamente, de acordo com dados da Direcção-Geral de Relações Internacionais. Excluindo combustíveis, o deflator das importações de mercadorias aumentou 2.2 por cento e o deflator das exportações cresceu 3.1 por cento, em termos homólogos, nos primeiros três meses de 1998.

(5) Refira-se que este menor crescimento do volume exportado relativamente ao conjunto do ano anterior reflectiu, essencialmente, o comportamento das exportações no mês de Junho de 1998. No período Janeiro-Maio deste ano, as exportações nominais de mercadorias registaram um aumento de 14.6 por cento, ao qual corresponderá um crescimento real superior a 11 por cento. Dado o carácter provisório desta informação, a taxa de crescimento das exportações no primeiro semestre poderá vir a ser revista.

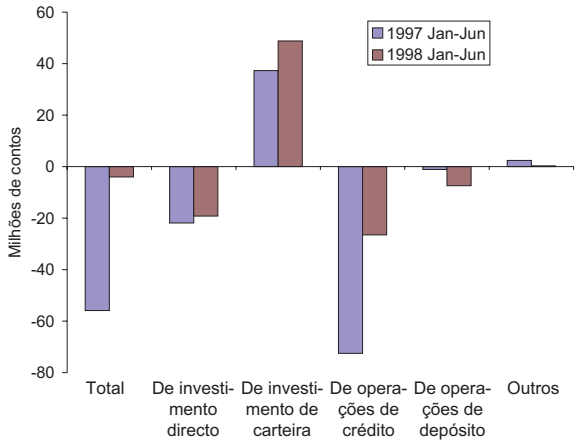
(6) A procura externa foi calculada com base no crescimento real das importações de manufacturas de 17 parceiros comerciais. Cada país foi ponderado de acordo com o seu peso como mercado de exportação no ano anterior.

Na primeira metade de 1998, o excedente da **balança de serviços** aumentou em 35.4 m.c., para 112.0 m.c.. Este aumento ficou a dever-se, essencialmente, ao maior excedente de viagens e turismo. Quer as despesas quer as receitas de turismo registaram taxas de crescimento superiores às evidenciadas no conjunto do ano anterior. As despesas em viagens e turismo efectuadas por residentes no exterior cresceram 15.7 por cento (7.8 por cento no conjunto de 1997), enquanto que as receitas de viagens e turismo aumentaram 18.1 por cento (9.0 por cento no conjunto do ano anterior). Os indicadores reais disponíveis apontam, igualmente, para uma aceleração das receitas de turismo. De acordo com informação provisória, as dormidas de estrangeiros na hotelaria cresceram 7.2 por cento, em termos homólogos, nos primeiros seis meses de 1998 (4.5 por cento no conjunto de 1997).

O défice da **balança de rendimentos** continuou a reduzir-se no primeiro semestre de 1998, de 75.4 m.c. para 21.7 m.c., reflectindo o comportamento dos rendimentos de capitais. Em particular, o défice de rendimentos de operações de crédito diminuiu para 26.5 m.c. (72.5 m.c. no primeiro semestre de 1997), reflectindo a tendência de redução dos pagamentos e o aumento dos recebimentos registado neste semestre. Verificou-se, igualmente, um aumento do excedente de rendimentos de investimento de carteira (de 37.3 m.c. para 48.8 m.c.) (gráfico 3). O aumento mais acentuado dos rendimentos de investimento de carteira recebidos estará relacionado com o crescimento do *stock* de títulos externos detidos por residentes verificado nos últimos anos.

Na primeira metade deste ano, o saldo das **transferências unilaterais** diminuiu de 613.9 m.c. para 500.3 m.c., reflexo, principalmente, da redução das transferências públicas. As transferências líquidas da União Europeia — que representam mais de 95 por cento do total das transferências públicas — reduziram-se em 103.3 m.c. face ao valor registado no primeiro semestre de 1997. Esta redução é explicada pelos montantes muito elevados recebidos na primeira metade de 1997, devido à entrada de fundos em atraso respeitantes ao ano de 1996. Nos primeiros seis meses de 1998, o excedente das transferências privadas registou um valor similar ao do período homólogo.

Gráfico 3
RENDIMENTO DE CAPITAL
Saldo, em base transacções

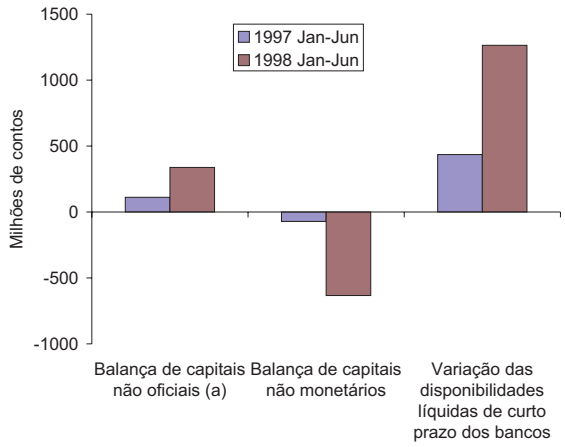


3. MOVIMENTOS DE CAPITAIS NÃO OFICIAIS

No primeiro semestre de 1998, a balança de capitais não oficiais registou uma entrada líquida de capitais de 338.0 m.c., que compara com 111.5 m.c. no mesmo período do ano anterior. Este excedente reflectiu as entradas de capitais associadas à redução das disponibilidades líquidas de curto prazo dos bancos face ao exterior, em 1264.1 m.c. (435.4 na primeira metade de 1997), bem como as saídas de capitais não monetários, em montante muito superior ao verificado no mesmo período de 1997 (633.7 m.c. e 71.5 m.c., respectivamente) (gráfico 4). O aumento do défice de capitais não monetários resultou, por um lado, de maiores aplicações líquidas no exterior por parte dos residentes e, por outro, de menores entradas líquidas de capitais, quer sob a forma de investimento directo quer de investimento de carteira(7) (gráfico 5). Os montantes de capitais movimentados a débito e a crédito continuaram a aumentar de forma significativa no primeiro semestre de 1998, na sequência do que tem vindo a ocorrer nos anos mais recentes, em particular sob a forma de operações de investimento de carteira.

(7) Note-se, no entanto, que a informação provisória disponível para o período Janeiro-Agosto de 1998 aponta para um aumento acentuado das aplicações de carteira de não residentes em Portugal nos meses de Julho e Agosto.

Gráfico 4
BALANÇA DE CAPITAIS NÃO OFICIAIS
Saldo



Nota:
(a) Inclui adiantamentos / atrasos e ajustamentos estatísticos e operações em fase de classificação.

Gráfico 5
BALANÇA DE CAPITAIS NÃO MONETÁRIOS
Saldo

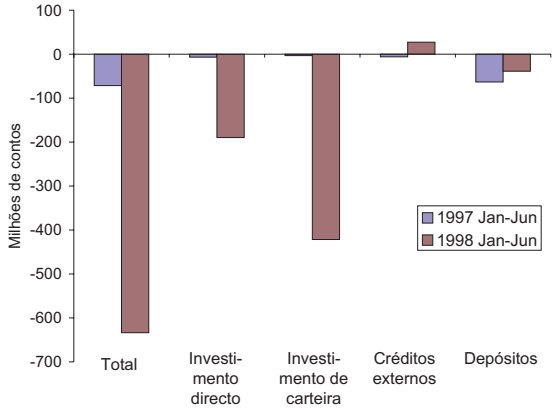
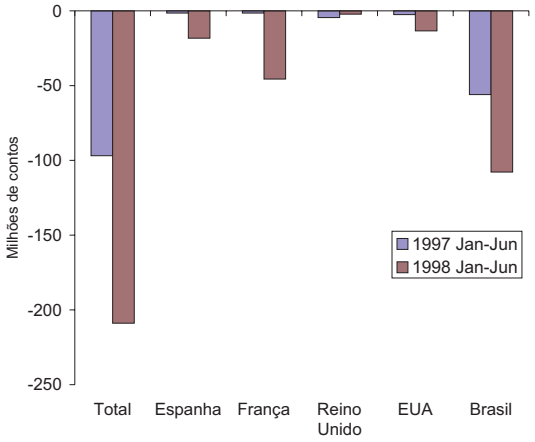


Gráfico 6
INVESTIMENTO DIRECTO DE PORTUGAL NO EXTERIOR
Principais países de destino
Saldo



3.1 Investimento directo

As operações de investimento directo do exterior em Portugal e de Portugal no exterior saldaram-se por uma saída líquida de 189.7 m.c. nos primeiros seis meses de 1998, reflectindo, principalmente, um acentuado aumento das aplicações de residentes no exterior.

O **investimento directo realizado por Portugal no exterior** voltou a aumentar de forma acentuada, ficando substancialmente acima do valor investido no período homólogo do ano anterior (208.9 m.c. face a 96.9 m.c.). Na primeira metade de 1998, mais de metade dos fluxos de investimento português no exterior foram dirigidos para o Brasil, reflectindo o crescente interesse de empresas residentes nos processos de privatização em curso nesse país (gráfico 6). Neste contexto, a parcela do investimento realizado sob a forma de aquisição de quotas e acções aumentou para cerca de 65.0 por cento do total (57 por cento na primeira metade do ano anterior). O sector financeiro foi aquele que, em termos líquidos, mais investiu no exterior no primeiro semestre de 1998.

O **investimento directo estrangeiro recebido pela economia portuguesa** no primeiro semestre de 1998 foi de 19.3 m.c., em termos líquidos, um montante inferior ao verificado no mesmo período de 1997[8] (90.1 m.c.). Na primeira metade deste ano, registou-se um aumento quer do investimento bruto quer do desinvestimento. Os investidores não residentes consolidaram as suas posições em algumas empresas nacionais, tendo as operações de aumento de capital ascendido a 45.3 m.c., em termos líquidos. Em contraste, as operações de empréstimos e suprimentos resultaram numa saí-

(8) Nos meses de Julho e Agosto deste ano, o investimento directo do exterior na economia portuguesa registou montantes significativos. Assim, no período de Janeiro a Agosto de 1998, o investimento directo do exterior em Portugal ascendeu a 94.5 m.c., em termos líquidos, que compara com 155.4 m.c. no mesmo período de 1997.

Quadro 2

INVESTIMENTO DE CARTEIRA

Base transacções

Milhões de contos

	Janeiro-Junho 1997			Janeiro-Junho 1998		
	Débito	Crédito	Saldo	Débito	Crédito	Saldo
Investimento de carteira[a]	10487.0	10483.7	-3.2	15105.4	14683.8	-421.6
De Portugal no exterior	**7271.8**	**6798.0**	**-473.7**	**10173.4**	**9545.1**	**-628.3**
Acções	291.0	222.0	-69.1	266.4	214.6	-51.8
Obrigações	5628.2	5087.4	-540.8	8535.5	8009.0	-526.5
Títulos de curto prazo[b]	380.9	573.0	192.2	214.8	172.8	-42.1
Outros títulos	971.7	915.7	-56.0	1156.5	1148.6	-7.9
Do exterior em Portugal	**3215.2**	**3685.7**	**470.5**	**4932.1**	**5138.7**	**206.6**
Acções	1084.7	1259.4	174.7	2664.6	2856.1	191.4
Obrigações	1840.8	2096.9	256.0	2044.0	2108.4	64.4
das quais:						
Obrigações de dívida pública emitidas no mercado interno	1190.2	1297.6	107.3	1719.0	1552.6	-166.4
a taxa fixa	556.1	698.6	142.5	1492.8	1310.6	-182.2
a taxa indexada	634.2	599.0	-35.1	226.2	242.0	15.8
Obrigações de dívida pública emitidas em mercados externos	71.7	242.9	171.3	224.4	493.9	269.5
Títulos de curto prazo[b]	277.6	319.9	42.3	220.2	174.2	-46.0
dos quais:						
Papel comercial emitido pelo Estado Português	100.1	134.5	34.4	189.1	139.0	-50.1
Outros títulos	12.0	9.5	-2.5	3.3	0.1	-3.2

Notas:

(a) Inclui correcções resultantes da contabilização dos rendimentos de investimento de carteira numa base de transacções.

(b) Inclui Bilhetes do Tesouro, papel comercial, certificados de depósito e outros títulos de prazo não superior a um ano.

da líquida de capitais de 44.6 m.c., dos quais mais de metade de curto prazo (23.0 m.c.). O sector financeiro foi aquele que mais investimento directo recebeu do exterior no primeiro semestre de 1998 (39.3 m.c.), enquanto que na indústria transformadora se registou um desinvestimento líquido de 34.8 m.c..

3.2 Investimento de carteira e depósitos

Na primeira metade de 1998, as operações de investimento de carteira originaram uma significativa saída de capitais (421.6 m.c. face a 3.2 m.c. no primeiro semestre de 1997) (quadro 2). Por um lado, os residentes continuaram a aumentar os seus investimentos em títulos no exterior. Por outro lado, neste semestre, as aplicações de carteira de não residentes em Portugal registaram um redução face ao mesmo período de 1997. Em linha com a evolução recente destes fluxos, as transacções de títulos entre residentes e não residentes continuaram a aumentar na primeira metade deste ano, reflectindo a crescente integração da economia portuguesa nos mercados financeiros internacionais.

No primeiro semestre deste ano, o **investimento de carteira efectuado por residentes no exterior**, em base de transacções, originou uma acentuada saída líquida de capitais (628.3 m.c.) (quadro 2). Esta maior saída de capitais derivou do investimento líquido em títulos de curto prazo, que contrasta com o desinvestimento verificado na primeira metade de 1997, o que se relaciona com um diferente comportamento dos fundos de investimento. De qualquer modo, a maior parcela do investimento de carteira dos residentes continuou a ser feito em obrigações (526.5 m.c.), das quais mais de metade emitidas em escudos por entidades não residentes.

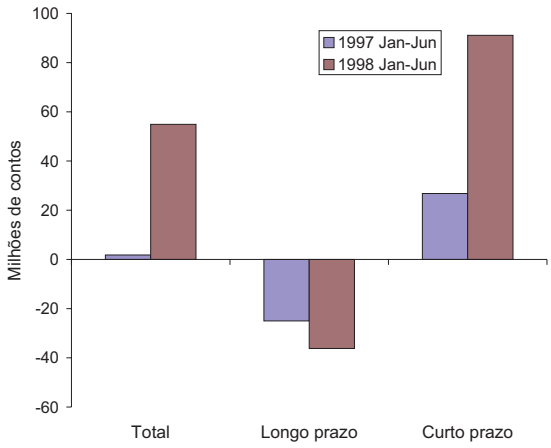
Nos primeiros seis meses de 1998, o **investimento de carteira de não residentes em títulos nacionais**, em base de transacções, apresentou um saldo de 206.6 m.c, muito inferior ao registado no período homólogo (quadro 2). No conjunto do se-

mestre, esta menor entrada de capitais resultou, essencialmente, do desinvestimento líquido em obrigações de dívida pública emitidas no mercado interno a taxa fixa, por oposição ao ocorrido na primeira metade de 1997. Por seu turno, as aplicações em acções continuaram a dar origem a significativas entradas de capitais. Ao longo do semestre, estas aplicações apresentaram, no entanto, um comportamento algo diferenciado, devendo ter ocorrido alguma transferência de capitais de acções para obrigações no segundo trimestre de 1998, em linha com a evolução da generalidade dos mercados accionistas e obrigacionistas ocidentais. Nos primeiros três meses de 1998, o investimento de carteira de não residentes em acções ascendeu a 225.8 m.c., contribuindo para a significativa subida do índice de cotações da Bolsa de Valores de Lisboa, enquanto que, no segundo trimestre, se verificou um desinvestimento líquido de 34.4 m.c.. A partir do mês de Maio, após o anúncio formal da participação de Portugal na terceira fase da União Económica e Monetária, os não residentes orientaram os seus investimentos para obrigações emitidas em mercados internos a taxa fixa, dada a maior rendibilidade destas aplicações e a redução do risco cambial(9). Nos primeiros seis meses de 1998, o Estado português voltou a recorrer a emissões de dívida pública em moeda estrangeira em mercados externos, o que se reflectiu num maior investimento de não residentes nestes títulos. Da mesma forma, as amortizações de papel comercial, emitido em moeda estrangeira, efectuadas pelo Estado português neste semestre, estão subjacentes ao desinvestimento líquido em títulos de curto prazo por parte de não residentes.

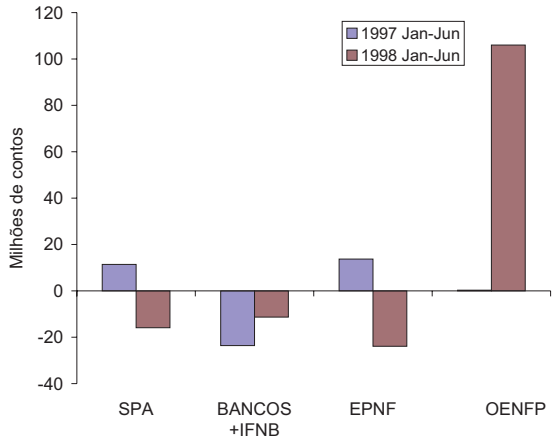
Ao contrário do verificado com as aquisições de títulos, as aplicações líquidas de residentes não bancários sob a forma de **depósitos** no exterior na primeira metade de 1998 foram em montante inferior ao registado no semestre homólogo (38.8 m.c e 63.3 m.c., respectivamente). À semelhança do ocorrido na primeira metade de 1997, registou-se um aumento dos depósitos em escudos e uma redução dos depósitos em moeda estrangeira.

(9) De acordo com informação provisória relativa ao período Janeiro-Agosto de 1998, as aplicações de não residentes em obrigações emitidas no mercado interno continuaram a aumentar de forma significativa.

Gráfico 7
CRÉDITO EXTERNO RECEBIDO
Saldo por prazo



Saldo por sector mutuário



3.3 Crédito externo

Nos primeiros seis meses de 1998, as operações de crédito entre residentes e não residentes originaram uma entrada líquida de capitais no valor de 27.3 m.c., o que contrasta com as saídas líquidas registadas nos períodos mais recentes. Relativamente ao **crédito externo recebido** pela economia portuguesa, verificou-se uma tomada líquida de 54.9 m.c. (1.8 m.c. no mesmo semestre de 1997) (gráfico 7). Neste semestre, acentuou-se o recurso a crédito externo de curto prazo, já verificado no ano anterior, em especial por parte de empresas não financeiras. Este sector da economia foi o principal responsável pelo saldo registado neste período, tendo tomado crédito quer a curto prazo (89.6 m.c. que compara com 11.3 m.c. na primeira meta-

de de 1997) quer a longo prazo (16.4 m.c. face a um reembolso líquido de 11.1 m.c. no primeiro semestre de 1997). Ao nível dos créditos de longo prazo, o comportamento dos restantes sectores induziu a um reembolso líquido de 36.2 m.c.

3.4 Variação da posição externa de curto prazo dos bancos

Na primeira metade de 1998, à semelhança do verificado em anos anteriores, os défices de transacções correntes e de capitais não monetários tiveram por contrapartida uma redução acentuada das disponibilidades líquidas de curto prazo dos bancos. A variação da posição externa de curto prazo dos bancos originou uma entrada de capitais no valor de 1264.1 m.c. (435.4 no semestre homólogo)[(10)]. Tal como em 1997, o aumento da posição devedora de curto prazo dos bancos foi determinado por uma redução acentuada dos seus activos externos líquidos, denominados em escudos, face a bancos estrangeiros.

(10) Esta evolução foi parcialmente revertida nos meses de Julho e Agosto de 1998. Assim, no período de Janeiro a Agosto deste ano, as disponibilidades líquidas de curto prazo dos bancos reduziram-se em 639.4 m.c., um montante similar ao registado no período homólogo de 1997 (627.6 m.c.).

4. RESERVAS OFICIAIS

No primeiro semestre de 1998, as reservas oficiais líquidas, excluindo flutuações cambiais, reduziram-se em 69.9 m.c., o que compara com uma redução de 92.3 m.c. no mesmo período de 1997. No final do mês de Junho de 1998, o total de reservas oficiais líquidas era de 18161 milhões de dólares, com o ouro ao valor contabilístico. Este valor representou uma redução das reservas oficiais líquidas em 592 milhões de dólares relativamente ao final de 1997. O *stock* de reservas oficiais líquidas, avaliado em escudos e com o ouro ao valor contabilístico, reduziu-se em 75.9 m.c. no primeiro semestre deste ano.

Acabado de redigir com a informação disponível até 20 de Outubro de 1998.

A EVOLUÇÃO DO SISTEMA BANCÁRIO NO PRIMEIRO SEMESTRE DE 1998

1. INTRODUÇÃO

Neste texto, procede-se à descrição e análise da actividade e resultados do sistema bancário, assim como da evolução dos riscos de crédito e de mercado subjacentes àquelas actividades, durante o primeiro semestre de 1998.

Salvo indicação em contrário, as secções respeitantes à caracterização do sector bancário e à evolução da actividade e resultados compreendem os bancos (incluindo a Caixa Geral de Depósitos) sujeitos à supervisão do Banco de Portugal(1), a Caixa Económica Montepio Geral e as sucursais de instituições de crédito com sede em outro Estado membro da Comunidade Europeia que são supervisionadas pelas autoridades competentes do país de origem.

Todavia, na secção referente à evolução dos riscos de crédito e de mercado, abrangem-se unicamente as instituições cuja supervisão prudencial compete ao Banco de Portugal.

Será ainda de notar que se examinará essencialmente a actividade global(2) dos bancos, se bem que em base não consolidada.

Durante o período em análise (quadro 1), o factor mais saliente consistiu na trajectória do crescimento, sem precedentes nos últimos cinco anos, dos empréstimos a clientes, que determinou uma alteração significativa na estrutura dos activos do sistema bancário, traduzida na redução do peso relativo das aplicações interbancárias e da carteira de títulos do sector.

O acréscimo do volume de actividade determinou, em larga medida, um aumento da margem financeira, o que, aliado à situação dos principais mercados de capitais durante o período em análise, à contenção dos custos de funcionamento e às menores necessidades de provisionamento nesta fase do ciclo económico, permitiram que os resultados líquidos registassem um forte crescimento.

Por último, mencione-se uma nova redução do rácio entre o crédito e juros vencidos e o crédito total concedido, assim como uma ligeira redução do rácio global médio de adequação de fundos próprios, o qual se mantém significativamente acima dos limites mínimos estabelecidos.

2. CARACTERIZAÇÃO DO SECTOR

2.1 O enquadramento do sector bancário

No final de Junho de 1998, estavam registados 61 bancos e sucursais de bancos estrangeiros (quadro 2), tendo-se procedido ao registo, desde o final do ano anterior, de uma sucursal de um banco comunitário que, anteriormente, não procedia à captação de depósitos (encontrando-se classificada como "sucursal de outras instituições de crédito"), ao registo de um novo banco e ao cancelamento de outro (na sequência da fusão por incorporação noutro banco). Entre aquelas instituições bancárias, 46 são supervisionadas pelo Banco de Portugal.

Por outro lado, o conjunto formado pelas restantes instituições de crédito, pelas sociedades fi-

(1) Ou seja, as instituições com sede em Portugal, as filiais de bancos estrangeiros e as sucursais de bancos não comunitários.

(2) Entende-se por actividade global o agregado da actividade interna, da actividade *off-shore* e da actividade das sucursais estabelecidas no estrangeiro, sendo cada instituição considerada individualmente e não na perspectiva do grupo em que se integra, a não ser que tal seja expressamente mencionado.

Quadro 1

SITUAÇÃO DO SISTEMA BANCÁRIO — SÍNTESE[a]

Milhões de contos

	Jun 97	Jun98	Variação	
			Absoluta	Em percentagem
Activo líquido	37 476.6	42 389.9	4 913.3	13.1
Crédito concedido bruto	13 180.0	16 130.9	2 950.8	22.4
Crédito e juros vencidos	606.1	581.5	- 24.6	- 4.1
Crédito juros vencidos / crédito concedido (%)	4.6	3.6	- 1.0p.p.	
Dotação para provisões (abatidas de reposição de provisões)	99.3	88.0	- 11.3	- 11.3
das quais para:				
Crédito vencido	48.7	51.6	2.9	5.9
Cobrança duvidosa	4.7	17.2	12.6	268.9
Risco país	0.6	0.1	- 0.5	- 89.5
Títulos de investimento	3.2	- 0.3	- 3.4	- 108.6
Riscos gerais de crédito	13.7	17.1	3.4	25.2
Provisões para crédito	583.1	618.4	35.4	6.1
Crédito vencido	393.4	383.3	- 10.1	- 2.6
Cobrança duvidosa	32.1	47.6	15.5	48.2
Risco país	7.3	9.3	2.0	26.9
Riscos gerais de crédito	150.2	178.2	28.0	18.7
Provisões para menos valias	55.2	56.3	1.1	1.9
Provisões totais para crédito / crédito juros vencidos (%)	96.2	106.4	10.2p.p.	
Provisões específicas / crédito juros vencido (%)	70.2	74.1	3.9p.p.	
Recursos de clientes	18 524.0	20 475.5	1 951.5	10.5
Capitais próprios	2 214.7	2 663.6	448.8	20.3

Conta de exploração	1º Sem 97	1º Sem 98	Variação	
			Absoluta	Em percentagem
Margem financeira	388.0	426.9	38.8	10.0
Juros e proveitos equiparados [b]	1 269.5	1 294.1	24.6	1.9
Rendimentos de títulos [c]	25.2	41.8	16.7	66.2
Juros e custos equiparados	906.6	909.1	2.4	0.3
Outros resultados correntes	174.8	179.3	4.5	2.6
Comissões (líquidas)	65.4	82.8	17.4	26.6
Lucros em operações financeiras (líquidos)	76.2	58.2	- 18.0	- 23.6
Outros proveitos (líquidos)	33.2	38.3	5.1	15.4
Produto bancário	562.8	606.2	43.3	7.7
Custos com pessoal	187.3	187.9	0.6	0.3
Fornecimentos e serviços de terceiros	102.4	119.3	17.0	16.6
Resultado bruto global	273.2	298.9	25.7	9.4
Resultados extraordinários	10.3	12.4	2.0	19.4
Cash-flow	283.5	311.2	27.7	9.8
Distribuição:				
Provisões do exercício (abatidas de reposição de provisões)	99.3	88.0	- 11.3	- 11.3
Amortizações do exercício	37.3	39.9	2.6	7.0
Impostos sobre lucros do exercício	33.6	39.0	5.4	16.1
Resultado líquido do exercício	113.4	144.3	31.0	27.3
Rácio de adequação de fundos próprios (base consolidada) (%)	11.8	11.2	- 0.6p.p	

Notas:

(a) Inclui as sucursais de instituições de crédito comunitárias salvo quanto ao rácio de solvabilidade.

(b) Inclui juros de títulos de rendimento fixo.

(c) Títulos de rendimento variável.

Quadro 2

INSTITUIÇÕES REGISTADAS[a]

	Número de instituições	
	1997	1998
	Dez	Jun
Instituições de crédito	307	297
Bancos e sucursais de bancos estrangeiros	60	61
Caixas económicas [b]	7	7
Caixas de crédito agrícola mútuo	170	164
Sociedades de investimento	3	3
Sociedades de locação financeira (*leasing*)	28	24
Sociedades de *factoring*	10	10
Sociedades financeiras para aquisições a crédito	23	23
Sucursais de outras instituições de crédito estrangeiras	6	5
Sociedades financeiras	150	148
Sociedades financeiras de corretagem	12	12
Sociedades corretoras	8	8
Sociedades mediadoras dos mercados monetários ou de câmbios	3	3
Sociedades gestoras de fundos de investimento	55	55
Sociedades gestoras ou emitentes de cartões de crédito	3	3
Sociedades gestoras de patrimónios	18	18
Sociedades de desenvolvimento regional	3	3
Sociedades de capital de risco	12	10
Sociedades administradoras de compras em grupo	7	7
Agências de câmbios	27	27
Outras sociedades	2	2
Escritórios de representação de instituições de crédito e sociedades financeiras sediadas no estrangeiro	27	27
Sociedades gestoras de participações sociais	59	59
Total	543	531

Notas:
(a) Inclui as sucursais de instituições de crédito comunitárias. Não inclui as instituições que se encontravam em processo de liquidação.
(b) Inclui a Caixa Económica Montepio Geral.

nanceiras e pelas sociedades gestoras de participações sociais[3] ascendia a 443 entidades, tendo-se assistido, em termos líquidos, ao longo do semestre, à saída do sistema financeiro de doze entidades (das quais dez instituições de crédito), em resultado nomeadamente:

— Do prosseguimento da tendência de redução do número das caixas de crédito agrícola mútuo, no âmbito de operações de fusão inseridas no processo de reestruturação e consolidação financeira do Crédito Agrícola Mútuo. Assim, desde Junho de 1997, o número das caixas agrícolas passou de 175 para 164.
— Da diminuição do número de sociedades de locação financeira, que continua associada às acções de racionalização empreendidas pelos grupos financeiros nacionais. Deve mencionar-se, a este propósito, que algumas instituições de crédito não bancárias, ainda que mantendo o registo no Banco de Portugal, se encontravam, no final do primeiro semestre deste ano, inactivas, o que poderá sugerir uma contracção adicional do número das instituições de crédito não bancárias.

No final de 1997, as instituições bancárias continuavam a manter uma posição predominante no processo de intermediação financeira, como é demonstrado pelos indicadores apresentados no quadro 3. Tal é reforçado pelo facto de diversos tipos de instituições de crédito e de sociedades financeiras fazerem parte de grupos bancários.

2.2 Grau de concentração do sector bancário e quotas de mercado das instituições estrangeiras

A evolução dos indicadores relativos aos bancos que integram os cinco maiores grupos financeiros reflecte uma redução generalizada das quotas de mercado, com excepção do indicador "rede de balcões" (quadro 4).

Nos recursos captados junto de clientes, a quota de mercado desses bancos reduziu-se de 83.6 por cento em Junho de 1997 para 82.1 por cento

(3) Segundo o Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, as sociedades gestoras de participações sociais apenas são registadas no Banco de Portugal e sujeitas a supervisão quando:
- O valor total das suas participações em instituições de crédito, sociedades financeiras ou em ambas represente 50 por cento ou mais do montante global das participações que detiverem; ou
- As participações detidas lhes confiram, directa ou indirectamente, a maioria dos direitos de voto em uma ou mais instituições de crédito ou sociedades financeiras.

Quadro 3

ALGUNS INDICADORES DE ESTRUTURA[a]

31 de Dezembro de 1997

Milhões de contos

	Bancos		Caixas económicas [b]		Crédito agrícola mútuo		Outras instituições de crédito		Sociedades financeiras		Total
		%		%		%		%		%	
Activo líquido	38 717.2	91.5	924.4	2.2	1 087.8	2.6	1 229.1	2.9	336.5	0.8	42 294.9
Crédito a clientes	13 368.6	83.8	762.2	4.8	622.6	3.9	1 143.2	7.2	59.2	0.4	15 955.8
Débitos a clientes	19 108.7	91.7	749.6	3.6	960.4	4.6	2.8	0.0	16.5	0.1	20 838.0
Cash-flow	664.2	82.4	25.4	3.1	39.1	4.9	47.0	5.8	30.6	3.8	806.2
Resultado do exercício	235.9	82.0	10.6	3.7	11.9	4.1	15.0	5.2	14.3	5.0	287.7
Nº de instituições registadas	60	13.1	7	1.5	170	37.2	70	15.3	150	32.8	457

Notas:

(a) Inclui as sucursais de bancos comunitários.

(b) A CE Montepio Geral encontra-se englobada nas caixas económicas.

em Junho deste ano, enquanto no crédito a clientes a quota evoluiu de 78.5 por cento no final de Junho de 1997 para 76.7 por cento em Junho de 1998. Por sua vez, a quota dos resultados líquidos auferidos pelos cinco maiores grupos bancários retraiu-se de 84.9 por cento em Junho de 1997 para 79.8 por cento em Junho deste ano.

No que respeita aos cinco maiores bancos e após uma fase caracterizada pelo aumento significativo do grau de concentração da actividade, o período em análise caracteriza-se pela redução das quotas de mercado, com excepção do indicador relativo aos resultados líquidos.

Quanto à variação das quotas de mercado dos dez maiores bancos, esta deve ser interpretada

Quadro 4

QUOTAS DE MERCADO[a]

A - Posição dos bancos que integram os cinco maiores grupos

Em percentagem

	Activo	Crédito	Recursos clientes	Resultado líquido	Rede de balcões
30.06.97	79.4	78.5	83.6	84.9	76.4
30.06.98	77.8	76.7	82.1	79.8	76.9

B - Cinco maiores bancos[b]

Em percentagem

	Activo	Crédito	Recursos clientes	Resultado líquido	Rede de balcões
30.06.97	52.5	46.7	55.6	48.6	46.5
30.06.98	49.3	45.9	53.7	50.3	44.2

C - Dez maiores bancos[b]

Em percentagem

	Activo	Crédito	Recursos clientes	Resultado líquido	Rede de balcões
30.06.97	70.5	62.0	72.2	67.3	65.3
30.06.98	70.8	60.8	72.4	70.1	62.6

Notas:

(a) Inclui as sucursais de bancos comunitários.

(b) Em cada período tomaram-se os cinco e dez maiores bancos, tendo como referência o activo e por base a actividade global.

Quadro 5

FILIAIS E SUCURSAIS DE BANCOS ESTRANGEIROS

Em percentagem do total

	Número		Activo líquido		Crédito clientes líquido		Recursos de clientes	
	Jun97	Jun98	Jun97	Jun98	Jun97	Jun98	Jun97	Jun98
Sucursais	16	20	2.5	2.7	3.3	3.7	1.5	1.5
Filiais	9	9	8.5	8.5	4.7	5.3	4.4	5.1
Bancos não domésticos	25	29	11.0	11.2	8.0	9.0	5.9	6.6

Nota: Inclui as sucursais de bancos comunitários.

com alguma cautela, visto que, em consequência de um processo de fusão verificado durante o período em análise, este grupo inclui mais um banco em 1998, além das dez instituições que dele faziam parte em Junho do ano transacto.

Os bancos estrangeiros (filiais[4] e sucursais) registaram um ganho de quota de mercado de cerca de um ponto percentual no domínio do crédito concedido a clientes (quadro 5) e de 0.7 pontos percentuais no dos "recursos de clientes", apesar de o "activo líquido" (mais 0.2 pontos percentuais) não ter experimentado alteração de vulto, confirmando-se, assim, o peso relativamente reduzido destas instituições no sistema bancário português.

Ainda relativamente aos bancos estrangeiros, a evolução notada no "crédito concedido a clientes" ficou a dever-se, em parte, à entrada em actividade, desde Junho do ano anterior, de quatro novas sucursais, não obstante a taxa de crescimento dos empréstimos concedidos pelas filiais de bancos estrangeiros (39.3 por cento) ser também superior à média do sector (23.1 por cento). Da análise dos valores agregados de bancos estrangeiros verifica-se também um maior peso da banca de investimento e das operações de mercado de capitais, em detrimento das actividades de retalho. Consequentemente, observa-se um financiamento, em maior grau do que no conjunto do sistema, junto da sede ou nos mercados interbancário e de capitais, sendo esses recursos utilizados, numa escala também superior à observada para o sistema, em aplicações não creditícias.

Deve, no entanto, ressalvar-se que, no conjunto dos bancos estrangeiros, coexistem instituições com actuações e estratégias muito heterogéneas, pelo que as conclusões em termos agregados são sensivelmente influenciadas pela disparidade das quotas de mercado das sucursais e filiais consideradas.

3. EVOLUÇÃO DA ACTIVIDADE E DOS RESULTADOS

3.1 Actividade

O activo líquido total do sistema registou, tomando o valor médio do primeiro semestre do corrente ano e quando comparado com o do período homólogo de 1997, uma taxa de variação de 15.6 por cento[5] (quadro 6), o que, apesar de resultar de comportamentos diferenciados dos principais agregados, corresponde a uma redução do crescimento, em termos globais, face à taxa de variação do período homólogo anterior, que tinha sido muito elevada (18.4 por cento). Em termos dos valores de fim de período, esta evolução é ainda mais visível, já que a variação dos activos líquidos totais do sistema se situou em 13.1 por cento, face a 22.7 por cento no período homólogo antecedente.

O crédito a clientes contribuiu para a maior parte do crescimento do activo líquido (ao invés do sucedido no período precedente, em que esse papel coube às aplicações em instituições de crédi-

(4) Na acepção de instituições com sede em Portugal cujo capital é maioritariamente detido por grupos bancários sediados noutros países, não sendo contempladas as situações de controlo conjunto.

(5) Salvo indicação em contrário, as taxas de crescimento referidas correspondem à variação percentual relativamente ao período homólogo precedente.

Quadro 6

ESTRUTURA DO ACTIVO

Milhões de contos

	1996		1997		1998		Taxa de crescimento Em percentagem	
	Jun	%	Jun	%	Jun	%	Jun97/ /Jun96	Jun98/ /Jun97
Activo líquido	30 551.2	100.0	37 476.6	100.0	42 389.9	100.0	22.7	13.1
Caixa e disponibilidades em bancos centrais	346.4	1.1	507.6	1.4	482.7	1.1	46.5	-4.9
Aplicações em instituições de crédito	9 674.8	31.7	13 504.8	36.0	14 359.5	33.9	39.6	6.3
No país	4 992.1	16.3	5 974.5	15.9	7 105.6	16.8	19.7	18.9
No estrangeiro	4 682.7	15.3	7 530.3	20.1	7 253.9	17.1	60.8	-3.7
Crédito sobre clientes (líquido)	10 804.4	35.4	12 747.2	34.0	15 690.7	37.0	18.0	23.1
do qual:								
Crédito vivo	10 607.9	34.7	12 574.0	33.6	15 549.4	36.7	18.5	23.7
Crédito vencido	662.2	2.2	606.1	1.6	581.5	1.4	-8.5	-4.1
Provisões crédito vencido	436.2	1.4	393.4	1.0	383.3	0.9	-9.8	-2.6
Aplicações em títulos (líquido)	6 469.7	21.2	7 072.8	18.9	7 209.0	17.0	9.3	1.9
Imobilizado financeiro (líquido)	827.0	2.7	1 017.2	2.7	1 236.8	2.9	23.0	21.6
Imobilizado não financeiro (líquido)	660.5	2.2	686.1	1.8	742.9	1.8	3.9	8.3
Imobilizado não financeiro	1 128.9	3.7	1 196.1	3.2	1 328.5	3.1	6.0	11.1
Amortizações	468.4	1.5	510.1	1.4	585.5	1.4	8.9	14.8
Outros activos	569.8	1.9	750.5	2.0	1 187.4	2.8	31.7	58.2
Contas diversas	1 198.5	3.9	1 190.4	3.2	1 480.9	3.5	-0.7	24.4
p.m. Activo líquido médio semestre	29 951.4		35 468.9		40 989.2		18.4	15.6

Nota: Inclui as sucursais em Portugal de bancos comunitários.

to), sendo igualmente, entre os principais componentes do balanço, a rubrica com maior dinamismo. A taxa de crescimento deste agregado (23.1 por cento), além de muito elevada, foi marcadamente superior à verificada no período homólogo anterior (18.0 por cento), já caracterizado pela nítida aceleração das actividades creditícias.

O decréscimo, em termos absolutos, do agregado caixa e disponibilidades em bancos centrais ficou a dever-se à redução dos depósitos à ordem no Banco de Portugal, devendo contudo mencionar-se que tais depósitos revestem uma elevada volatilidade intra-mensal, por serem elegíveis para as disponibilidades mínimas de caixa, as quais são constituídas com base na média semanal de valores diários.

No comportamento do agregado das aplicações em instituições de crédito, que evoluiu a uma taxa de 6.3 por cento, verificam-se comportamentos muito distintos entre as aplicações no país, com uma taxa de crescimento (18.9 por cento) superior à dos activos líquidos totais, e as aplicações no exterior cujo montante se reduz em valor absoluto (-276.4 milhões de contos).

Deve, porém, salientar-se que a variação das aplicações em instituições de crédito no estrangeiro incorpora duas tendências opostas — se as aplicações junto da sede ou de sucursais da própria instituição registaram um aumento de cerca de 300 milhões de contos, as aplicações em outras instituições, pelo contrário, contraíram-se no montante de aproximadamente 500 milhões de contos, o que poderá estar associado à redução da exposição do sistema bancário português face a determinadas áreas geográficas, num contexto de turbulência dos mercados financeiros internacionais. Refira-se que o Banco de Portugal emitiu em Fevereiro do corrente ano uma recomendação segundo a qual a exposição agregada sobre entidades estabelecidas na América Latina, Europa Central e de Leste e em alguns países da Ásia-Pacífico não deveria exceder, relativamente a cada zona, 30 por cento dos fundos próprios das instituições de crédito.

Quadro 7

ESTRUTURA DO CRÉDITO INTERNO NÃO TITULADO A EMPRESAS E PARTICULARES

Milhões de contos

	1996		1997		1998		Taxa de crescimento Em percentagem	
	Jun	%	Jun	%	Jun	%	Jun97/Jun96	Jun98/Jun97
Inst. financ. não bancárias	756.3	7.5	866.0	7.1	1 124.5	7.5	14.5	29.8
Emp. não financeiras	4 880.7	48.4	5 664.7	46.7	6 626.5	43.9	16.1	17.0
Particulares	4 454.7	44.1	5 596.7	46.1	7 331.6	48.6	25.6	31.0
Habitação	3 309.3	32.8	4 176.0	34.4	5 459.1	36.2	26.2	30.7
Outras	1 145.4	11.4	1 420.7	11.7	1 872.5	12.4	24.0	31.8
Total	10 091.7	100.0	12 127.5	100.0	15 082.6	100.0	20.2	24.4

Nota: Não inclui as sucursais no estrangeiro de instituições de crédito portuguesas, mas inclui as sucursais em Portugal de bancos comunitários.

Como foi já sublinhado, o crédito bruto concedido pelos bancos aos seus clientes registou, no período em análise, uma aceleração (variação de 22.4 por cento), continuando a tendência registada em períodos anteriores. Entre os factores explicativos deste comportamento, a redução das taxas de juro nominais, a fase expansiva do ciclo económico e o aumento, em termos reais, do rendimento disponível das famílias, bem como a existência de expectativas favoráveis à manutenção destas tendências, deverão ter continuado a assumir um papel decisivo.

A evolução do crédito bancário reflectiu em larga medida a aceleração do crédito (líquido) a clientes residentes de 18.8 por cento em Junho de 1997 para 22.5 por cento em Junho de 1998. O crédito a não residentes, embora também em notória aceleração (taxa de crescimento de 30.3 por cento, que compara com 8.6 por cento do período homólogo precedente), tem um peso diminuto no total do activo líquido (2.9 por cento em Junho de 1998, com um ganho de 0.4 pontos percentuais em relação a Junho do ano anterior).

A actividade creditícia do sistema[6] no período em análise (quadro 7) caracteriza-se pela persistência de elevadas taxas de crescimento do crédito a particulares (31.0 por cento), denotando um aumento significativo em relação às prevalecentes no período homólogo anterior. Desta forma, o peso deste agregado no crédito interno não titulado a empresas e particulares voltou a aumentar, situando-se, no fim do primeiro semestre de 1998, em 48.6 por cento e excedendo, pela primeira vez, o peso dos empréstimos concedidos a empresas não financeiras.

A expansão do crédito interno bancário a particulares reflecte, em larga medida, o crescimento dos empréstimos destinados à aquisição de habitação — cuja taxa de variação (30.7 por cento) denota, relativamente ao período homólogo precedente, um aumento de 4.5 pontos percentuais —, na medida em que os empréstimos destinados a outras finalidades (essencialmente crédito ao consumo) representam 25.5 por cento do crédito bancário a particulares, não obstante constituírem a componente mais dinâmica do crédito interno bancário (não titulado).

Em termos globais, a evolução do crédito bancário a particulares continua a traduzir-se no aumento do grau de endividamento das famílias, quer em percentagem do PIB (que passou de 16.1 por cento, no início da década, para 39.5 por cento no final de 1997, sendo o valor estimado para Junho de 1998 de 42.4 por cento), quer em percentagem do rendimento disponível (que passou de

(6) A análise que se segue, referente à distribuição do crédito por sectores de destino, diz respeito apenas à actividade interna dos bancos a operar em Portugal (incluindo as zonas *off-shore* da Madeira e Santa Maria), não abarcando, por conseguinte, ao contrário do que ocorre com os restantes elementos do balanço, a actividade das sucursais no estrangeiro. Os agregados de crédito a empresas não financeiras não incluem o financiamento via aquisição por parte dos bancos de títulos emitidos pelas empresas.

Quadro 8

ESTRUTURA DO CRÉDITO NÃO TITULADO A EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS POR RAMOS DE ACTIVIDADE

Em percentagem

	Quotas			Taxa de crescimento Em percentagem	
	1996	1997	1998	Jun97 / Jun96	Jun98 / Jun97
	Jun	Jun	Jun		
Agricultura, silvicultura, caça e pesca	2.2	2.0	1.7	5.6	- 5.2
Indústrias extractivas	1.0	1.0	0.9	21.0	- 1.0
Indústrias transformadoras	30.1	26.2	24.9	1.1	11.1
Electricidade, gás e água	3.9	3.5	3.0	4.7	- 0.4
Construção e obras públicas	13.8	15.2	16.6	28.6	27.7
Serviços	49.0	52.0	53.0	23.1	19.2
Total	100.0	100.0	100.0	16.1	17.0

Nota: Não inclui as sucursais no estrangeiro de instituições de crédito portuguesas, mas inclui as sucursais em Portugal de bancos comunitários.

21.3 por cento, no início da década, para 55.7 por cento no final de 1997, sendo a estimativa para Junho de 1998 de 60.2 por cento).

O crédito bancário às empresas não financeiras evidenciou igualmente um ritmo de crescimento assinalável, em torno de 17.0 por cento (face a 16.1 por cento no período homólogo anterior). No que se refere à sua estrutura (quadro 8), observam-se evoluções diferenciadas. O sector da construção e obras públicas, à semelhança do verificado no período homólogo anterior, mostrou-se o mais dinâmico, com uma taxa de variação de 27.7 por cento, o que se traduziu num aumento do respectivo peso relativo em cerca de 1.4 pontos percentuais (fixando-se, no fim do primeiro semestre deste ano em 16.6 por cento).

A concentração crescente do crédito às empresas não financeiras no sector dos serviços, que volta a ganhar peso no total dos empréstimos não titulados a empresas não financeiras (53.0 por cento em Junho de 1998), estará provavelmente sobrestimada, visto que os empréstimos bancários aos grupos empresariais são frequentemente contraídos pelas respectivas sociedades gestoras de participações sociais, incluídas, para efeitos estatísticos, na rubrica “outros serviços”.

Ainda assim, o crédito concedido às indústrias transformadoras — o ramo de actividade com maior peso no sector secundário — apresenta uma taxa de crescimento de 11.1 por cento, após a quase estagnação constatada no período homólogo anterior.

Quadro 9

ESTRUTURA DO CRÉDITO NÃO TITULADO A EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS POR FINALIDADES

Em percentagem

	Quotas			Taxa de crescimento Em percentagem	
	1996	1997	1998	Jun97 / Jun96	Jun98 / Jun97
	Jun	Jun	Jun		
Investimento	22.6	24.1	25.8	23.7	25.3
Outras	77.4	75.9	74.2	13.8	14.3
Total	100.0	100.0	100.0	16.1	17.0

Nota: Não inclui as sucursais no estrangeiro de instituições de crédito portuguesas, mas inclui as sucursais em Portugal de bancos comunitários.

Quadro 10

ESTRUTURA DOS RECURSOS

Milhões de contos

	1996		1997		1998		Taxa de crescimento Em percentagem	
	Jun	%	Jun	%	Jun	%	Jun97 / / Jun96	Jun98 / Jun97
Recursos	30 551.2	100.0	37 476.6	100.0	42 389.9	100.0	22.7	13.1
Recursos de instituições de crédito	8 642.0	28.3	12 453.6	33.2	14 108.2	33.3	44.1	13.3
No país	2 981.4	9.8	4 581.6	12.2	5 425.8	12.8	53.7	18.4
No exterior	5 660.5	18.5	7 872.0	21.0	8 682.4	20.5	39.1	10.3
Recursos de clientes	17 287.3	56.6	18 524.0	49.4	20 475.5	48.3	7.2	10.5
Resp. representadas por títulos	568.5	1.9	2 070.6	5.5	2 527.2	6.0	264.2	22.1
Outros passivos	127.5	0.4	203.1	0.5	250.3	0.6	59.3	23.3
Contas diversas	1 231.1	4.0	1 010.0	2.7	1 250.3	2.9	-18.0	23.8
Provisões	301.7	1.0	283.6	0.8	268.7	0.6	-6.0	-5.3
Passivos subordinados	407.5	1.3	717.0	1.9	846.1	2.0	75.9	18.0
Capitais próprios	1 985.6	6.5	2 214.7	5.9	2 663.6	6.3	11.5	20.3
Capitais próprios médios do semestre	1 951.3		2 174.4		2 513.8		11.4	15.6

Nota: Inclui as sucursais em Portugal de bancos comunitários.

Por último, o crédito bancário interno destinado a investimento (quadro 9) apresentou uma taxa de crescimento superior a 25 por cento, prosseguindo portanto uma assinalável trajectória de expansão, já patente no período homólogo precedente.

O dinamismo evidenciado pela actividade creditícia repercutiu-se significativamente na estrutura do balanço do sistema bancário, nomeadamente no sentido do aumento da importância dos empréstimos (líquidos) ao sector não financeiro (que se tornam a principal componente dos activos) e da evolução, com sinal contrário, quer das aplicações interbancárias, quer da carteira de títulos do sistema cujo peso passou de 18.9 por cento em Junho de 1997 para 17.0 por cento em Junho do corrente ano.

De facto, as aplicações em títulos mantiveram-se praticamente inalteradas (taxa de variação de 1.9 por cento), não existindo também quaisquer modificações de vulto na importância dos títulos de rendimento fixo. No entanto, verificou-se uma redução de 13.9 por cento das aplicações em títulos de dívida pública portuguesa (que representavam 47.6 e 40.3 por cento da carteira do sistema, respectivamente nos finais de Junho de 1997 e de Junho do corrente ano). Aquela redução reflecte contudo evoluções diferenciadas durante o último semestre do ano anterior e o primeiro semestre deste ano. Assim, enquanto no segundo semestre de 1997 se verificou uma contracção de 16.7 por cento, no primeiro semestre deste ano a mesma carteira denotou uma variação positiva de 3.2 por cento, devido à recuperação das emissões líquidas de títulos de dívida pública portuguesa (a médio e longo prazos) e a um menor volume das aplicações neste tipo de valores mobiliários por parte de entidades não residentes.

A evolução do imobilizado financeiro líquido (com uma taxa de crescimento superior à do activo líquido em 8.5 pontos percentuais, mas em ligeira desaceleração face ao período homólogo precedente) continua a encontrar-se associada ao processo de reestruturação dos grupos financeiros nacionais, reflectindo a aquisição de participações accionistas ou a concessão de suprimentos e de prestações suplementares de capital.

Os recursos de clientes (quadro 10), dos quais os depósitos representam a quase totalidade com 95.5 por cento, aceleraram durante o período em análise (taxa de crescimento de 10.5 por cento) e contribuíram, diferentemente do observado no período homólogo anterior, com a maior parcela para a evolução do passivo do sistema bancário. Neste âmbito, os depósitos titulados por outros

Quadro 11

FUNDOS DE INVESTIMENTO: EVOLUÇÃO DO NÚMERO E DAS APLICAÇÕES TOTAIS[1]

Milhões de contos

	Jun 97		Jun 98		Variação Em percentagem	
	Número de fundos	Aplicações totais	Número de fundos	Aplicações totais	Número de fundos	Aplicações totais
1. Fundos de investimento mobiliário	193	3 342.3	250	4 656.3	29.5	39.3
1.1. Fundos de investimento nacionais	176	3 259.4	223	4 518.5	26.7	38.6
1.1.1. Fundos com acções	34	813.2	45	794.1	32.4	-2.4
1.1.1.1. Fundos de acções	23	232.2	29	401.2	26.1	72.8
1.1.1.2. Fundos mistos	11	581.0	16	392.9	45.5	-32.4
1.1.2. Fundos de obrigações	50	979.6	65	1 521.5	30.0	55.3
1.1.3. Fundos tesouraria	35	846.9	37	1 052.0	5.7	24.2
1.1.4. Fundos P.P.reforma	8	100.2	8	184.0	0.0	83.6
1.1.5. Fundos poupança acções	13	21.2	16	69.7	23.1	229.1
1.1.6. Fundos de fundos	36	498.3	50	874.6	38.9	75.5
1.1.7. Agrupamentos de fundos	1	12.6	5	79.1	400.0	529.9
1.1.8. Fundos de capital garantido			2	22.7		
1.2. Fundos de investimento internacionais	17	82.9	27	137.8	58.8	66.2
1.2.1. Fundos com acções	11	73.0	22	129.5	100.0	77.4
1.2.1.1. Fundos de acções	11	73.0	22	129.5	100.0	77.4
1.2.1.2. Fundos mistos						
1.2.2. Fundos de obrigações						
1.2.3. Fundos tesouraria	6	9.9	5	8.3	-16.7	-15.9
2. Fundos de investimento imobiliário	47	481.0	43	546.0	-8.5	13.5
2.1. Fundos abertos	25	287.4	21	334.6	-16.0	16.4
2.2. Fundos fechados	22	193.6	22	211.5	0.0	9.2
3. Total dos fundos de investimento (1.+2.)	240	3 823.3	293	5 202.3	22.1	36.1

Por memória:	Jun 97	Jun 98	Variação
a) Total das aplicações dos fundos de inv., com excepção das unidades de participação de fundos nacionais	3 473.5	4 473.2	28.8%
b) Débitos para com clientes do sistema bancário [2]	18 524.0	20 475.5	10.5%
c) = a/b	18.8%	21.8%	-

Notas:

(1) Elementos publicados pela APFIN.

(2) CGD, CEMG, Bancos e Sucursais da UE e de Países Terceiros.

não residentes merecem realce, registando uma taxa de crescimento de 35.3 por cento, pelo que o respectivo peso na carteira de depósitos passa de 9.2 para 11.4 por cento entre o final dos primeiros semestres de, respectivamente, 1997 e 1998. No que se refere à estrutura dos depósitos, observou-se o aumento da proporção dos depósitos à ordem no total dos depósitos bancários (que subiu de 29.9 por cento no final de Junho de 1997, para 32.1 por cento na mesma data do corrente ano).

No entanto, o aumento verificado nos depósitos não se revelou suficiente para as necessidades de financiamento resultantes da evolução registada no total do activo e, em especial, no crédito, conduzindo, assim, à perda de importância relativa dos recursos de clientes no balanço dos bancos (passando de 49.4 por cento em Junho do ano transacto para 48.3 por cento no final do primeiro semestre de 1998).

Durante o período em análise continuou a verificar-se uma evolução favorável dos principais mercados financeiros internacionais, o que se traduziu no aumento do interesse do público por aplicações alternativas aos depósitos a prazo, como sejam acções e unidades de participação em fundos de investimento. Na verdade, o rácio entre as aplicações totais de fundos de investimento (mobiliários e imobiliários) e os depósitos ban-

Quadro 12

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS[a]

Milhões de contos

	1996	1997	1998	Taxa de variação Em percentagem	
	1º Sem	1º Sem	1º Sem	1º Sem97 / / 1º Sem96	1º Sem98 / / 1º Sem97
Juros e proveitos equiparados	1 289.3	1 269.5	1 294.1	-1.5	1.9
Rendimento de títulos[b]	33.4	25.2	41.8	-24.7	66.2
Juros e custos equiparados	976.5	906.6	909.1	-7.2	0.3
Margem financeira	346.2	388.0	426.9	12.1	10.0
Comissões (líq)	44.4	65.4	82.8	47.2	26.6
Operações financeiras (líq)	64.3	76.2	58.2	18.5	-23.6
Outras provisões / custos (líq)	26.4	33.2	38.3	26.1	15.4
Produto bancário	481.2	562.8	606.2	17.0	7.7
Custos de funcionamento	270.0	289.7	307.3	7.3	6.1
Resultados extraordinários (líq)	19.2	10.3	12.4	-46.0	19.4
Cash flow	230.4	283.5	311.2	23.0	9.8
Distribuição					
Provisões do exerc. abatidas de reposições	71.6	99.3	88.0	38.6	-11.3
Amortizações do exercício	35.1	37.3	39.9	6.2	7.0
Impostos sobre os lucros	24.8	33.6	39.0	35.4	16.1
Resultado líquido do exercício	98.9	113.4	144.3	14.6	27.3

Notas:

(a) Inclui as sucursais em Portugal de bancos comunitários.

(b) Apenas inclui títulos de rendimento variável.

cários atingiu 21.8 por cento no final de Junho de 1998, depois de se ter cifrado em 18.8 por cento na mesma data do ano anterior (quadro 11).

O financiamento interbancário cresceu, durante o período em análise, a uma taxa quase idêntica à do activo (13.3 por cento), mantendo-se, assim, praticamente inalterado o seu peso relativo na estrutura dos recursos, facto compreensível já que os elevados crescimentos observados por estes recursos em anos anteriores encontravam-se, em larga escala, relacionados com a realização de operações entre instituições do mesmo grupo, operações que apresentam uma tendência de estabilização na sequência da consolidação do processo de reorganização dos principais grupos bancários.

A evolução das responsabilidades representadas por títulos que, não obstante em clara desaceleração, mantêm uma taxa de crescimento superior à da globalidade dos recursos (22.1 por cento), foi, em larga medida, determinada pela emissão de obrigações de caixa não subordinadas, sobretudo por parte de instituições de crédito que privilegiam o financiamento via mercados financeiros.

O agregado "passivos subordinados + capitais próprios" apresenta uma taxa de variação bastante significativa, embora em ligeira desaceleração (19.7 por cento contra 22.5 por cento no período homólogo anterior), que esteve na base de um aumento da importância relativa do agregado no conjunto dos recursos captados pelo sistema em cerca de 0.5 pontos percentuais. De salientar que, diferentemente do observado no período homólogo precedente, em que os empréstimos subordinados constituíram o principal contributo para o acréscimo do agregado, são o reforço de reservas e os aumentos de capital social que explicam cerca de 64.5 por cento do seu crescimento.

2.2 Resultados

À semelhança do ocorrido no primeiro semestre de 1997, a margem financeira aumentou 10.0 por cento (quadro 12), embora denotando uma ligeira desaceleração (menos 2.1 pontos percentuais), apesar de não ter acompanhado o crescimento do activo (o rácio entre a margem financei-

Quadro 13

INDICADORES DE RENDIBILIDADE[(a)(b)]

Em percentagem

	1996 1º Sem	1997 1º Sem	1998 1º Sem
Rendibilidade do activo médio (ROA)	0.66	0.64	0.70
Rendibilidade do activo médio ajustado [(c)]	0.93	0.95	1.06
Rendibilidade dos capitais próprios médios (ROE)	10.14	10.43	11.48
Margem financeira / activo médio	2.31	2.19	2.08
Margem financeira / activo médio ajustado (c)	3.24	3.25	3.12
Cash flow / activo médio	1.54	1.60	1.52
Cash flow / activo médio ajustado[(c)]	2.16	2.38	2.28

Notas:

(a) Inclui as sucursais em Portugal de bancos comunitários.

(b) Valores anualizados.

(c) Activo Médio Ajustado - activo total médio deduzido dos recursos interbancários.

ra e o activo líquido médio diminui de 2.19 no primeiro semestre do ano anterior para 2.08 por cento no mesmo período do presente ano) (quadro 13), o que, como se verá, não se encontra relacionado com o comportamento das actividades de balanço com menor margem (como as operações interbancárias), pois excluindo estas operações aquele rácio reduz-se de 3.25 por cento para 3.12 por cento.

O comportamento da margem financeira, no primeiro semestre de 1998, deve-se, sobretudo, a um crescimento dos juros e proveitos equiparados superior ao observado nos juros e custos equiparados (taxas de variação de, respectivamente, 1.9 e 0.3 por cento), sendo explicado pelo aumento do volume de actividade e, em menor medida, pelo designado efeito estrutura (aumento da diferença — positiva — entre activos e passivos financeiros)[(7)], sendo ainda de referir o efeito positivo decorrente da última amortização de títulos de depósito não remunerados emitidos pelo Banco de Portugal, no montante de 300 milhões de contos, ocorrida em Novembro de 1997. Por seu turno, quer a redução do diferencial entre as taxas de remuneração (implícitas) dos activos e passivos financeiros, quer a redução do nível das taxas de juro terão actuado em sentido contrário (contributos negativos para o nível da margem financeira).

A remuneração implícita dos empréstimos concedidos a clientes reduziu-se, por comparação com o final do primeiro semestre de 1997, em 1.4 pontos percentuais, sendo a queda da remuneração média dos depósitos de 0.96 pontos percentuais. Para esta redução da taxa média de remuneração dos depósitos deverá ter concorrido, para além da redução do nível das taxas de juro, o aumento da proporção dos depósitos à ordem no total dos depósitos bancários.

As comissões líquidas cresceram 26.6 por cento, caracterizando-se por algum abrandamento de ritmo face à elevada taxa de crescimento verificada no período homólogo anterior. O comportamento das comissões líquidas decorreu exclusivamente da evolução dos proveitos (comissões recebidas), sendo de destacar, como anteriormente, as contribuições das comissões por serviços bancários e pela realização de operações sobre títulos por conta de clientes.

Os resultados (líquidos) em operações financeiras inverteram o crescimento verificado no primeiro semestre de 1997, tendo-se mesmo contraído em valor absoluto (a uma taxa de 23.6 por cento), o que confirma a volatilidade desta rubrica.

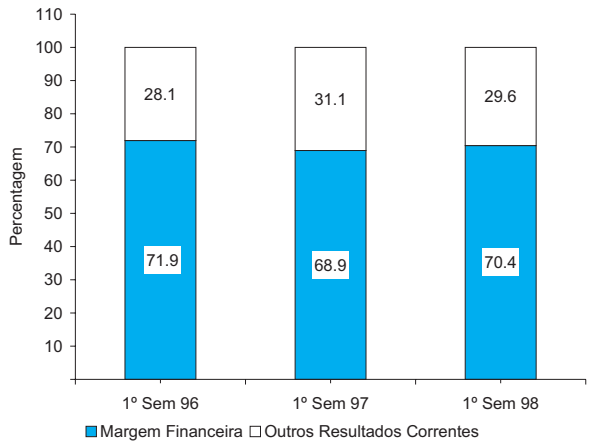
A queda dos resultados líquidos em operações financeiras ficou essencialmente a dever-se a perdas cambiais (diferenças de reavaliação desfavoráveis na posição cambial à vista) e, em menor grau, a prejuízos decorrentes de operações extrapatrimoniais.

Neste contexto, o produto bancário apresentou um crescimento de 7.7 por cento (contra 17.0 por cento no período homólogo precedente), o que redundou numa queda do rácio "produto bancário / activo total médio" (de 3.17 por cento no final do primeiro semestre do ano passado para 2.96 por cento no mesmo período do corrente ano).

Em termos de estrutura do produto bancário, é de sublinhar o aumento do contributo da margem financeira (em mais 1.5 pontos percentuais, por comparação com o primeiro semestre de 1997), em detrimento dos outros resultados correntes (gráfi-

(7) *Vide* Capítulo sobre o *Sistema Bancário* do Relatório Anual referente ao ano de 1997 (páginas 192 a 194).

Gráfico 1
ESTRUTURA DO PRODUTO BANCÁRIO



co 1). No entanto, entre estes, as comissões líquidas viram o seu papel reforçado na formação do produto bancário (em cerca de 2.1 pontos percentuais), ao invés do que ocorreu com os resultados (líquidos) em operações financeiras (menos 3.9 pontos percentuais).

O crescimento dos custos de funcionamento (6.1 por cento) caracterizou-se por um claro abrandamento face ao período homólogo anterior (taxa de 7.3 por cento), que ganha ainda maior significado se se recordar que a taxa de variação entre o primeiro semestre de 1996 e o de 1995 se situou em 10.1 por cento.

É, no entanto, importante notar que aquela evolução decorre de comportamentos muito diferenciados entre os custos com pessoal que se mantiveram praticamente inalterados (taxa de variação de apenas 0.3 por cento), e os fornecimentos e serviços externos que aumentaram a uma taxa de 16.6 por cento.

A quase estagnação dos custos com pessoal (cujo peso nos custos de funcionamento se reduz de 64.7 por cento, no final de Junho de 1997, para 61.1 por cento no fim do primeiro semestre deste ano) deve-se, por um lado, ao comportamento das despesas relativas a remunerações (taxa de variação de 1.1 por cento), em resultado da redução de 3.3 por cento no número de empregados bancários desde o final do primeiro semestre de 1997 e, por outro lado, ao decréscimo das contribuições para fundos de pensões (num montante de cerca de 1.9 milhões de contos), em consequência, designadamente, da maior rendibilidade obtida nos activos que integram as respectivas carteiras.

Esta diminuição progressiva da importância dos custos com o factor trabalho coincidiu, por outro lado, com a manutenção do ritmo de expansão da rede de agências (8.1 por cento entre Junho de 1996 e Junho de 1997 e 8.0 por cento entre Junho de 1997 e o fim do primeiro semestre do presente ano), o que se traduziu numa redução do número de trabalhadores por balcão (o qual passou de 16.7 no fim de Junho de 1996, para 15.3 e 13.7, em iguais datas de, respectivamente, 1997 e 1998).

Por sua vez, a trajectória das despesas com fornecimentos e serviços externos mantém-se associada à contratação de serviços especializados prestados por terceiros, designadamente, serviços informáticos, além de reflectir igualmente acréscimos de encargos com publicidade e edição de publicações.

De qualquer modo, o rácio entre os custos de funcionamento e o produto bancário, em 30 de Junho de 1998, não excedia 50.7 por cento, enquanto, nas mesmas datas de, respectivamente, 1997 e 1996, perfazia 51.5 e 56.1 por cento.

O crescimento dos resultados extraordinários líquidos que, no período homólogo anterior, tinham registado uma redução em valor absoluto é essencialmente explicada pela recuperação de créditos incobráveis e de juros ou despesas de créditos vencidos.

O resultado líquido apresenta um crescimento assinalável face ao período homólogo precedente (27.3 por cento), ultrapassando largamente a evolução do *cash-flow* (aumento de 9.8 por cento), o que é justificado, em especial, pela redução em valor absoluto das provisões do exercício (abatidas de reposições) e pelo abrandamento do crescimento dos impostos sobre os lucros.

Em conclusão, a rendibilidade semestral do sistema bancário, avaliada pelos indicadores mais usuais (quadro 13) atinge níveis assinaláveis, sobretudo no que se refere à rendibilidade dos capitais próprios médios (que se situa, no final do primeiro semestre deste ano e em termos anualizados, em 11.5 por cento, face aos 10.4 por cento observados no final do período homólogo anterior).

Quadro 14

CRÉDITO VENCIDO E PROVISIONAMENTO

Milhões de contos

	1996	1997	1998	Taxa de variação Em percentagem	
	Jun	Jun	Jun	1º Sem97 / / 1º Sem96	1º Sem98 / / 1º Sem97
1.Crédito concedido (bruto)	10 951.1	12 785.4	15 592.8	16.7	22.0
2.Crédito e juros vencidos	653.1	596.9	572.7	-8.6	-4.1
3.Provisões para crédito vencido.	433.1	390.3	379.4	-9.9	-2.8
4.Provisões para riscos gerais de crédito	127.1	146.2	173.7	15.0	18.9
5.Provisões para crédito de cobrança duvidosa (crédito)	17.1	27.5	43.6	61.2	58.6
6.Provisões para risco país (crédito)	8.7	7.3	9.3	-16.2	26.9
7. Risco médio do crédito concedido [(2) / (1)X100]	6.0%	4.7%	3.7%		
8. Risco médio do crédito líquido de provisões [(2-3) / (1-3)] X 100	2.1%	1.7%	1.3%		
9. Provisionamento total do crédito {[(3)+(4)+(5)+(6)] / (1)}X100	5.4%	4.5%	3.9%		
10. Cobertura do crédito vencido [(3) / (2)]X100	66.3%	65.4%	66.2%		

Nota: Não inclui as sucursais em Portugal de bancos comunitários.

4. EVOLUÇÃO DOS RISCOS DE CRÉDITO E DE MERCADO

4.1 Provisionamento e respectivos indicadores

Durante o período em análise, verificou-se uma redução do volume total de créditos e juros vencidos de 4.1 por cento (quadro 14), menos acentuada, porém, do que a registada no período homólogo anterior (diminuição de 8.6 por cento).

Na base desta evolução, deve encontrar-se um abrandamento do ritmo de abatimento definitivo de empréstimos qualificados como incobráveis, bem como uma redução menos significativa, por comparação com o período homólogo anterior, do volume de novas situações de incumprimento. Assim, a componente de capital do crédito vencido há menos de um ano praticamente estabilizou, após a significativa descida ocorrida no mesmo período de 1997 (-16.2 por cento).

Por outro lado, o rácio entre o total de crédito e juros vencidos e o crédito a clientes (bruto) situou-se, no final de Junho de 1998, em 3.7 por cento, decrescendo a um ritmo mais lento do que o verificado no período homólogo anterior. O mesmo sucedeu com o peso do crédito vencido, líquido de provisões específicas, no activo líquido, que passou de 0.57 por cento, no final do primeiro semestre de 1997, para 0.47 por cento na mesma data do corrente ano.

Note-se, em paralelo, que o rácio entre o crédito e juros vencidos líquidos de provisões e o crédito concedido, também líquido de provisões, reduziu-se de 1.7 por cento no final do primeiro semestre do ano transacto para 1.3 por cento na mesma data de 1998. Tendo ocorrido uma redução menos acentuada nas provisões do que no crédito vencido, registou-se um ligeiro aumento da cobertura dos créditos vencidos por provisões específicas de 65.4 por cento em Junho de 1997 para 66.2 por cento em Junho de 1998.

A evolução das provisões para riscos gerais de crédito (taxa de variação de 18.9 por cento) resulta do crescimento do agregado de empréstimos a clientes e garantias e avales prestados.

Não obstante a evolução registada pelas provisões para crédito e juros vencidos e o aumento observado nas restantes provisões incidentes sobre o agregado de crédito a clientes (acréscimo de aproximadamente 45.6 milhões de contos), o grau de provisionamento total do crédito reduz-se de 4.5 por cento no final do período homólogo precedente para 3.9 por cento em 30 de Junho deste ano, em natural consequência da aceleração registada no crédito.

Quadro 15

ADEQUAÇÃO DE FUNDOS PRÓPRIOS

Base consolidada

Milhões de contos

	1997		1998
	Jun	Dez	Jun
1.Fundos próprios			
1.1. Fundos próprios de base	1 487.5	1 520.6	1 822.7
1.2. Fundos próprios complementares	614.8	709.0	765.2
1.3. Deduções	71.3	91.5	223.4
1.4. Fundos próprios suplementares	8.1	12.5	3.3
Total dos fundos próprios	2 039.1	2 150.7	2 367.8
2.Requisitos de fundos próprios			
2.1. Rácio de solvabilidade	1 322.5	1 401.1	1 601.0
2.2. Riscos de posição	40.2	51.4	58.0
2.3. Riscos de liquidação e contraparte	2.7	4.1	6.7
2.4. Riscos cambiais	13.4	18.5	21.4
2.5. Outros requisitos	0.9	0.0	0.1
Total dos requisitos de fundos próprios	1 379.7	1 475.0	1 687.1
3.Rácios			
3.1. Fundos próprios / Requisitos totais	147.8%	145.8%	140.3%
3.2. Fundos próprios / (Requisitos totais x 12.5 por cento)	11.8%	11.7%	11.2%

4.2 Adequação global de fundos próprios

Como já referido no último Relatório Anual, ocorreu, em 1997, uma alteração substancial dos requisitos prudenciais relativos à adequação dos fundos próprios. Além dos requisitos necessários para garantir que o rácio entre fundos próprios e activos e elementos extrapatrimoniais da carteira bancária atinja um mínimo de 8 por cento, as instituições de crédito passaram a estar sujeitas a novas exigências de fundos próprios para cobertura dos riscos de mercado da carteira de negociação e dos riscos cambiais.

Neste novo contexto, os fundos próprios deverão ser suficientes para cobrir as exigências regulamentares calculadas pela soma dos requisitos anteriormente enumerados (com excepção do risco de crédito das posições longas da carteira de negociação), podendo, todavia, o grau de cobertura dos requisitos ser expresso sob a forma de um rácio de leitura equivalente à do anterior rácio de solvabilidade, após divisão por 12.5.

Quadro 16

DECOMPOSIÇÃO DO RÁCIO GLOBAL DE ADEQUAÇÃO DE FUNDOS PRÓPRIOS

Base consolidada

Em percentagem

	Fundos próprios base / / riscos ponderados	Outros fundos / riscos ponderados	Deduções / riscos ponderados	Rácio global de adequação de fundos próprios
1997				
Jun	8.6	3.6	0.4	11.8
Dez	8.2	3.9	0.5	11.7
1998				
Jun	8.6	3.6	1.1	11.2

Na análise da adequação global de fundos próprios, utilizaram-se valores em base consolidada, embora o rácio médio do sistema inclua elementos, em base individual, das instituições não integradas em grupos financeiros.

Em 30 de Junho de 1998, o rácio médio global de adequação dos fundos próprios do sistema situava-se em 11.2 por cento (quadros 15 e 16), o qual, comparativamente ao do final do primeiro semestre do ano transacto, registou uma pequena redução (0.6 pontos percentuais), devido ao aumento dos requisitos, decorrente da expansão do activo.

Os requisitos para cobertura dos riscos de crédito da carteira bancária continuaram a assumir uma importância relativa preponderante (94.9 por cento em 30 de Junho de 1998), em linha com a evolução verificada na actividade creditícia do sistema bancário no período em análise.

Na decomposição dos fundos próprios do sistema, constata-se um aumento do peso relativo dos fundos próprios de base, que passam de 72.9 por cento no final do primeiro semestre de 1997 para 77.0 por cento em 30 de Junho do corrente ano, o que não deixando de estar relacionado com a evolução das deduções, reflecte igualmente reforços de capital social ou acréscimo de reservas, levados a cabo pelas instituições com o objectivo de sustentação de níveis mais elevados de actividade.

De salientar, por último, que, no final do período em análise, as instituições registavam níveis do rácio global de adequação de fundos próprios superiores ao mínimo legalmente estabelecido, em base consolidada ou individual, consoante o regime a que se encontram submetidas.

Acabado de redigir com a informação disponível em 9 de Setembro de 1998.

OS TRABALHOS ASSOCIADOS AO ANO 2000 E A SUPERVISÃO PRUDENCIAL

1. Enquadramento

Numa perspectiva estrita, os problemas subjacentes ao Ano 2000 decorrem do facto de os sistemas de informação, programas informáticos e equipamentos electrónicos terem adoptado, desde os anos 60 e até recentemente, o formato YYMMDD (ano/mês/dia, com apenas dois dígitos), devido à existência de economias de custos em termos da utilização da memória e do armazenamento de dados.

Como a representação do ano se baseia em dois dígitos, o "input" 00 poderá vir a ser interpretado como 1900, o que daria inevitavelmente origem quer à eliminação de ficheiros (por serem automaticamente qualificados como muito antigos), quer a diversos outros problemas, designadamente no domínio da recolha da informação ou do cálculo dos "cash-flows" das operações.

Estes problemas podem assumir dimensão sistémica, na medida em que os mencionados equipamentos, programas e sistemas se encontram presentes em todas as áreas da actividade financeira e que as aplicações são frequentemente interdependentes.

Os riscos financeiros operacionais, reputacionais e legais são também evidentes, uma vez que uma não adaptação ou substituição atempada e consistente dos sistemas poderia inviabilizar a realização de operações financeiras básicas, sobretudo se não estivessem disponíveis procedimentos alternativos.

Segundo o Comité de Supervisão Bancária de Basileia, os planos de acção a desenvolver pelas instituições financeiras (que são complexos e intensivos tanto em meios financeiros como em recursos humanos) deverão incluir as seguintes fases:

- *Definição do Ano 2000 como objectivo estratégico da instituição.*
- *Assimilação, por todos os níveis da estrutura organizativa, da importância estratégica do Ano 2000.*
- *Inventariação dos problemas e caracterização dos planos de acção concretos a desenvolver, incluindo o respectivo cronograma.*
- *Adaptação e/ou renovação dos sistemas, aplicações e equipamentos, e concepção de planos de contingência.*

— *Testes.*
— *Substituição coordenada dos sistemas, aplicações e equipamentos.*

Por seu turno, o desenvolvimento eficaz das fases operacionais do plano de acção pressupõe a análise e resolução de algumas questões sensíveis, sendo de notar, a título exemplificativo, as seguintes:

— *Avaliação da qualidade da certificação dos produtos adquiridos e controlo das obrigações contratuais assumidas pelos vendedores de material informático.*
— *Acompanhamento da preparação para o Ano 2000 por parte dos principais clientes da instituição.*
— *Controlo de custos, retenção de pessoal especializado e escassez da oferta de serviços externos de consultadoria.*
— *Capacidade da função auditoria interna para o acompanhamento e controlo do plano de acção.*

Ainda segundo o Comité de Supervisão Bancária de Basileia caberá, em especial, às autoridades de supervisão:

— *Promover a sensibilização e conhecimento dos problemas associados ao Ano 2000, por parte das instituições financeiras.*
— *Estabelecer padrões e datas de referência destinados às mesmas instituições, tendo em conta as especificidades do sistema financeiro nacional.*
— *Acompanhar os planos de acção das instituições e emitir recomendações ou impor medidas correctivas, sempre que tal se mostre necessário.*

Em conclusão:

— *A preparação para o Ano 2000 constitui essencialmente uma tarefa de gestão, que deve ser coordenada pelo órgão de administração das instituições e grupos financeiros e que requer um planeamento rigoroso.*
— *Os problemas devem ser abordados segundo uma "metodologia riscos", com definição precisa das prioridades e estabelecimento de planos de contingência adequados.*
— *A fase de testes reveste uma importância crucial, visto que é a mais longa e complexa, porque um número significativo de problemas apenas serão detectados nesse período e porque exige uma coordenação eficaz, tanto a nível interno como externo.*

2. A actuação do Banco de Portugal no âmbito dos trabalhos de preparação para o ano 2000

Em Novembro de 1997, o Banco de Portugal difundiu um documento do Comité de Supervisão Bancária de Basileia ("The Year 2000: A Challenge for Financial Institutions and Bank Supervisors"), fundamentalmente com o objectivo de proporcionar condições para a consciencialização colectiva da necessidade de uma abordagem sistematizada e controlada dos esforços de preparação para o Ano 2000.

Em simultâneo, o Banco procedeu a uma consulta junto do sistema bancário nacional com as seguintes finalidades:

— *Responder cabalmente a questionário do Grupo de Trabalho sobre o Ano 2000, criado pelo Comité de Basileia.*
— *Obter um primeiro "ponto de situação" dos trabalhos preparatórios empreendidos pelo sistema bancário nacional.*
— *Permitir às instituições de crédito uma avaliação do respectivo posicionamento no contexto do sistema.*

Entretanto, o Banco de Portugal tem vindo a desenvolver, no âmbito da introdução do Euro, um conjunto de projectos específicos que, pelo seu carácter transversal, dizem respeito a todo o sistema financeiro nacional ("infraestrutura" financeira).

Inscrevem-se, neste domínio, os projectos relativos à evolução do Sistema de Pagamentos de Grandes Transacções (SPGT), à sua ligação no contexto europeu (TARGET — Interlinking), à adaptação das Transferências Electrónicas Interbancárias (TEI) e às alterações dos processos de reporte contabilístico, prudencial e estatístico.

Esses trabalhos, realizados frequentemente em estreito contacto com a SIBS, permitirão igualmente resolver alguns dos problemas associados ao Ano 2000.

Todavia, no domínio das questões intrínsecas a cada uma das instituições e grupos financeiros e, portanto, directamente relacionadas com a supervisão prudencial, mostrava-se indispensável a adopção de medidas específicas.

Assim, em Fevereiro de 1998, a Instrução do Banco de Portugal relativa aos sistemas de controlo interno foi modificada, com o objectivo de os Relatórios anuais sobre aqueles sistemas passarem a incluir um novo capítulo respeitante ao "plano de actuação para enfrentar os problemas colocados pelo Ano 2000 nos sistemas de informação e/ou automáticos, quer em termos das aplicações em utilização, quer em termos dos próprios sistemas informáticos, com indicação das datas previstas, nesse plano, para a entrada em testes e em funcionamento real das principais aplicações e sistemas". Posteriormente, em Maio de 1998, de modo a permitir uma descrição mais sistematizada e homogénea dos planos de acção, foi fornecida, às instituições de crédito e sociedades financeiras, uma "check list" indicativa das matérias a abordar no novo capítulo dos Relatórios anuais sobre sistemas de controlo interno.

Em Maio de 1998, o Banco de Portugal determinou que cada grupo financeiro, bem como as restantes instituições de crédito e sociedades financeiras, procedesse à designação formal do respectivo "Coordenador para o Ano 2000", o qual deverá deter uma posição hierárquica que lhe proporcione conhecer profundamente e coordenar eficazmente a resolução dos problemas identificados e os resultados atingidos no contexto do plano de acção.

Em paralelo, face à importância decisiva da fase de validação, e sem prejuízo dos testes conjuntos entre o Banco de Portugal e as instituições financeiras relativos à introdução do Euro — que, em certos casos, como já referido, superarão igualmente os problemas associados ao Ano 2000 — o Banco recomendou que os testes específicos respeitantes ao Ano 2000 não excedessem o primeiro trimestre de 1999 (pelo menos a nível dos principais sistemas e aplicações).

No âmbito da supervisão prudencial, as iniciativas subsequentes do Banco de Portugal abrangerão:

- *— A análise dos Relatórios anuais sobre os sistemas de controlo interno, com o objectivo de detecção de imprecisões ou anomalias graves, que careçam de uma acção imediata, como a obtenção de informações adicionais ou a imposição de medidas correctivas.*
- *— A organização de reuniões (com periodicidade a definir) com os "Coordenadores para o Ano 2000", para avaliação do cumprimento dos planos de acção definidos pelas instituições financeiras (enquadradas pela formulação de algumas recomendações, em particular na área dos respectivos âmbito, faseamento e dos planos de contingência).*
- *— A realização de inspecções "in loco" da execução dos planos de acção, a serem decididas caso-a-caso.*
- *— O intercâmbio de informações e a articulação de esforços com a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários e o Instituto de Seguros de Portugal.*

Os trabalhos em curso e as iniciativas previstas — no quadro da supervisão prudencial — atestam a prioridade atribuída pelo Banco de Portugal à resolução dos problemas associados ao Ano 2000, através da minimização da ocorrência de potenciais riscos sistémicos com consequências na estabilidade financeira das instituições de crédito e sociedades financeiras.

De facto, a não adaptação ou renovação dos sistemas de informação e das aplicações informáticas nucleares poderia eventualmente originar, pelo incumprimento das obrigações de um determinado banco no domínio, por exemplo, dos sistemas de pagamento interbancários, efeitos em cadeia susceptíveis de criar tensões no conjunto do sistema financeiro.

Por outro lado, ainda que os problemas se circunscrevam a uma dada instituição de crédito, os custos decorrentes de litígios com os respectivos clientes pela inobservância de condições contratuais previamente definidas, assim como a resultante perda de credibilidade na sequência de eventual divulgação, junto do público, desses acontecimentos, poderiam repercutir-se negativamente na solidez financeira da instituição.

EVOLUÇÃO DA ACTIVIDADE NOS MERCADOS DE CÂMBIOS E DE PRODUTOS DERIVADOS EM PORTUGAL EM 1997

1. INTRODUÇÃO

Neste texto apresenta-se a análise dos resultados dos inquéritos à actividade dos mercados de câmbios e de produtos derivados realizados pelo Banco de Portugal em 1997. A informação recolhida nestes inquéritos cobriu as transacções realizadas pelos bancos residentes no *spot* cambial e nos instrumentos derivados de taxa de câmbio e de taxa de juro, durante os meses de Abril e Outubro, e as posições em aberto detidas por estas instituições em produtos derivados nos finais dos meses de Março e Setembro.

Ao longo do presente artigo procurou-se detectar as principais linhas de desenvolvimento verificadas nos mercados de câmbios e de derivados portugueses, quer no que se refere aos montantes nocionais em carteira, quer em termos de volumes transaccionados. Tal como na análise anterior(1) optou-se, mais uma vez, por dar uma maior ênfase à análise do mercado de derivados, no qual, dado o seu estádio ainda inicial de desenvolvimento, é de esperar que ocorram os movimentos mais relevantes.

De facto, segundo os resultados apurados, enquanto o mercado cambial *spot* atingiu já a sua maturidade, não registando variações significativas, o mercado de derivados português registou um desenvolvimento assinalável. Esta evolução beneficiou de um enquadramento económico favorável onde ressaltaram os progressos de convergência registados pela economia portuguesa face às restantes economias da UE11 e a consolidação ao longo de 1997 das expectativas de que Portugal participaria desde o início na área do euro.

No período em análise, a actividade desenvolvida pelos grupos financeiros portugueses evoluiu no sentido de uma especialização do negócio entre as instituições do mesmo grupo, o que propiciou a manutenção de um elevado grau de concentração nos mercados de derivados.

O desenvolvimento do mercado português verificou-se num contexto internacional que se caracterizou, em 1997, por uma quebra do dinamismo dos mercados de produtos derivados. Segundo dados de diversas fontes internacionais relativos ao mercado *over-the-counter* (OTC), embora as posições em aberto tenham continuado a registar um crescimento, em termos de volumes transaccionados assistiu-se a uma queda face aos valores de 1996. Esta redução foi determinada, sobretudo pelo comportamento registado na segunda metade do ano e resultou, por um lado, da crise verificada nos mercados asiáticos (que se transmitiu posteriormente a outros mercados emergentes) e, por outro lado, do impacto do processo de convergência ocorrido no âmbito da criação da UEM (reduzindo significativamente algumas oportunidades de negócio). Paralelamente, o mercado de bolsa continuou a registar desenvolvimentos positivos.

No mercado português a evolução foi diversa, apenas se tendo registado um ligeiro decréscimo das transacções de produtos derivados sobre taxa de juro no segundo semestre (no entanto, face a 1996, verificou-se um significativo aumento). A fase inicial de desenvolvimento em que o mercado português ainda se encontra, assim como o facto de as instituições nacionais não terem na sua grande maioria exposição aos mercados asiáticos, deverão ter contribuído para a relativa imunidade do

(1) *Boletim Económico* de Setembro de 1997.

Quadro 1

MONTANTES EM CARTEIRA DE PRODUTOS DERIVADOS

Milhões de dólares

	1996		1997		t.v.h.%
	Mar	Set	Mar	Set	Set 97
Derivados cambiais	25240	26975	21910	24744	-8.3
Outright forwards	8429	5742	5294	5752	0.2
Foreign exchange swaps	11227	13701	11351	12505	-8.7
Currency swaps	3508	5248	3431	5405	3.0
Opções OTC	2076	2284	1834	1082	-52.6
Derivados de taxa de juro	28492	39414	86878	119981	204.4
FRAs	17709	24046	63373	81230	237.8
Swaps	10293	14282	19472	33809	136.7
Opções OTC	486	477	1008	1663	248.6
Outros produtos OTC	0	0	0	401	-
Opções em bolsa	0	22	7	0	-100.0
Futuros	4	587	3018	2878	390.3

mercado português aos desenvolvimentos internacionais.

2. PRINCIPAIS DESENVOLVIMENTOS

2.1 Montantes em carteira

A 30 de Setembro de 1997 o montante total das posições em aberto no mercado de derivados, detidas pelo conjunto das instituições participantes no inquérito, situava-se em 144 725 milhões de dólares[2] tendo mais do que duplicado face a 30 de Setembro de 1996[3].

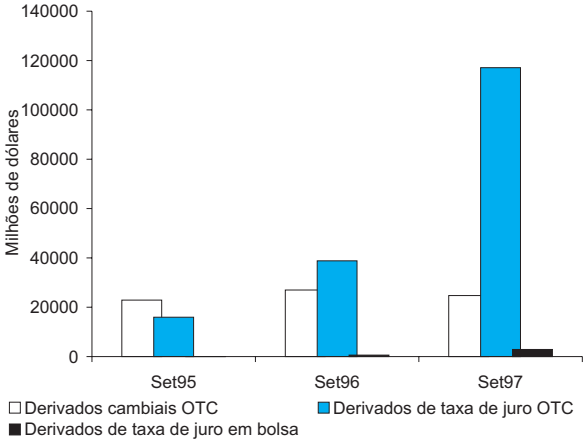
O significativo aumento verificado no montante total das posições ficou a dever-se, quase exclusivamente, à evolução verificada no segmento dos produtos derivados sobre taxa de juro transaccionados em mercado de balcão, cujo montante triplicou face a Setembro de 1996, enquanto que os montantes em carteira de derivados cambiais registaram uma ligeira redução e os derivados sobre taxa de juro transaccionados em bolsa, embora apresentando um desenvolvimento assinalável, têm ainda um peso diminuto.

Assim, os derivados de taxa de juro passaram a deter um peso superior a 80 por cento no total dos montantes em carteira (face a cerca de 60 por cento e 40 por cento, em Setembro de 1996 e de 1995, respectivamente).

No conjunto dos instrumentos derivados, os FRAs têm vindo a reforçar a sua importância, representando, em Setembro de 1997, mais de 50 por

Gráfico 1

MONTANTES EM CARTEIRA NO MERCADO DE DERIVADOS



(2) Salvo indicação em contrário, os valores referem-se a Setembro de 1997 e as variações às respectivas taxas de crescimento face ao período homólogo do ano anterior. Os dados sobre as posições relativas ao mercado de balcão encontram-se corrigidos da duplicação resultante das operações efectuadas no mercado interbancário doméstico. De igual forma, tentou-se corrigir, por aproximação, os dados relativos ao mercado de bolsa, assumindo que, na maioria das operações, os clientes finais são bancos residentes.

(3) Em escudos, o montante global das posições em aberto situou-se em cerca de 26 030 milhões de contos, o que representa um crescimento de cerca de 150 por cento.

Gráfico 2
MONTANTES EM CARTEIRA NO MERCADO DE DERIVADOS CAMBIAIS

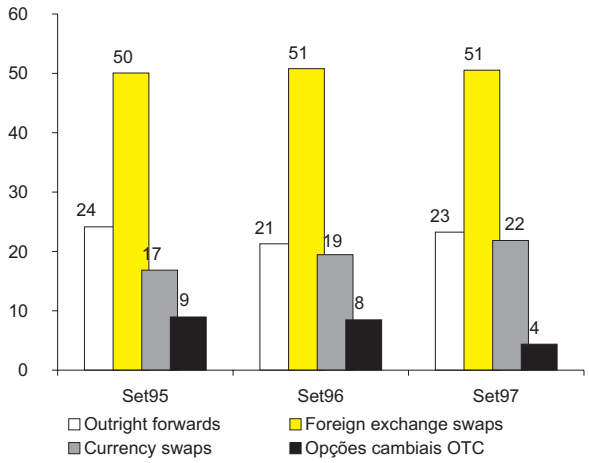
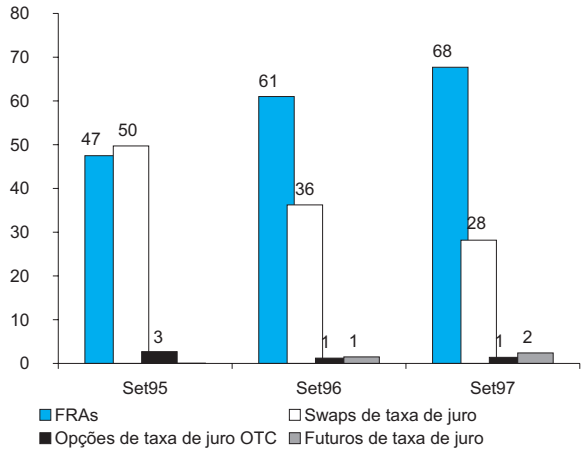


Gráfico 3
MONTANTES EM CARTEIRA NO MERCADO DE DERIVADOS DE TAXA DE JURO



cento do total dos montantes em carteira (face a 36 por cento no mês homólogo do ano anterior). Os *outright forwards* e os *foreign exchange swaps*, os instrumentos tradicionais do mercado de derivados cambiais, detinham em conjunto uma quota de apenas 11 por cento (que compara com 30 por cento, em Setembro de 1996).

No segmento dos derivados sobre taxa de câmbio, constata-se a manutenção da estrutura por instrumentos, com os *foreign exchange swaps* a representarem cerca de 50 por cento deste segmento. Importa, no entanto, referir um ligeiro aumento do peso dos *currency swaps* (para 22 por cento) e a redução do peso das opções cambiais OTC (com uma quota de apenas 4 por cento).

Relativamente aos derivados de taxa de juro, manteve-se a tendência de reforço da posição dos FRAs (que representam cerca de 70 por cento deste segmento), por contrapartida da redução da quota detida pelos swaps de taxa de juro. De salientar que em termos absolutos os *swaps* de taxa de juro continuam a apresentar um crescimento assinalável (mais do que duplicaram face a Setembro de 1996), o qual foi, no entanto, inferior à expansão verificada pelos FRAs, segmento que, como já foi mencionado, tem vindo a registar grande desenvolvimento, assumindo um papel dominante no conjunto dos instrumentos derivados.

Os futuros sobre taxa de juro, embora tenham registado um crescimento significativo face ao ano de 1996, mantêm, em termos de posições em aberto, um peso muito reduzido (cerca de 2 por cento). Para o crescimento dos montantes em carteira neste instrumento terá contribuído, em parte, o desenvolvimento do mercado de bolsa de derivados português, no entanto, é de referir que os futuros transaccionados em bolsas estrangeiras apresentaram uma expansão mais significativa.

Em termos da estrutura por contrapartes há a realçar a tendência geral de ligeiro aumento do peso das contrapartes não residentes por expansão da quota detida pelos bancos e outras empresas financeiras não residentes, tendo como contrapartida uma redução do peso dos bancos e outras empresas financeiras nacionais. Esta tendência verifica-se, quer nos derivados cambiais, quer nos de taxa de juro, embora a importância relativa dos não residentes seja maior no primeiro segmento de mercado (cerca de 74 por cento em Setembro de 1997).

Relativamente à estrutura por contrapartes financeiras e não financeiras, continuam a ser predominantes as contrapartes financeiras (de forma mais expressiva nos derivados de taxa de juro), verificando-se mesmo uma ligeira expansão da respectiva quota.

Ao nível da estrutura por moedas há a salientar alguma redução da importância relativa do escudo em termos dos montantes em carteira, embora continuando a ter um papel de liderança.

No segmento dos derivados cambiais, a par da redução do peso da moeda portuguesa (para cerca

Quadro 2

MONTANTES EM CARTEIRA NO MERCADO DE DERIVADOS CAMBIAIS

Distribuição por contrapartes

Em percentagem do total

	1995	1996	1997
	Set	Set	Set
Residentes	37	31	26
Não residentes	63	69	74
Financeiras	75	77	79
Não financeiras	25	23	21

Quadro 3

MONTANTES EM CARTEIRA NO MERCADO DE DERIVADOS DE TAXA DE JURO

Distribuição por contrapartes

Em percentagem do total

	1995	1996	1997
	Set	Set	Set
Residentes	46	43	34
Não residentes	54	57	66
Financeiras	91	94	95
Bolsas	9	5	2
Não financeiras	0	1	3

Quadro 4

MONTANTES EM CARTEIRA NO MERCADO DE DERIVADOS CAMBIAIS

Distribuição por moedas(4)

Em percentagem do total

	1995	1996	1997
	Set	Set	Set
Escudo	87	84	81
Dólar	64	60	71
Marco	20	28	16
Iene	15	9	11
Peseta	2	2	4
Lira italiana	0	1	2
Outras moedas	12	16	15

Quadro 5

MONTANTES EM CARTEIRA NO MERCADO DE DERIVADOS DE TAXA DE JURO

Distribuição por taxas de juro

Em percentagem do total

	1995	1996	1997
	Set	Set	Set
Escudo	67	87	69
Dólar	16	5	5
Marco	6	2	7
Peseta	5	5	11
Lira italiana	0	0	6
Outras taxas de juro	6	1	2

de 80 por cento(4)) verificou-se uma significativa diminuição da quota do marco (para 16 por cento), que tiveram como contrapartida um aumento da importância relativa do dólar (para cerca de 70 por cento). A redução do peso do escudo deveu-se, quase exclusivamente, à evolução desta moeda no segmento dos *foreign exchange swaps;* por outro lado, este foi o único instrumento em que o peso relativo da moeda norte-americana não registou um aumento.

Relativamente aos derivados de taxa de juro, a redução registada na importância relativa do escudo (para próximo dos 70 por cento) representa um retorno aos níveis verificados em Setembro de 1995, continuando a verificar-se uma elevada concentração das posições em aberto na moeda portuguesa. Neste segmento verificou-se, em contrapartida, um aumento da importância relativa da peseta, do marco e da lira italiana, evolução que foi relativamente homogénea entre os diferentes instrumentos.

2.2 Volumes transaccionados

Em 1997 assistiu-se a um incremento assinalável do volume de transacções nos mercados de derivados cambiais e de taxa de juro, enquanto o turnover(5) das operações cambiais spot se manteve estável em 1.7 mil milhões de dólares. Os derivados cambiais cresceram cerca de 76 por cento

(4) No mercado cambial, o total das posições por moedas é o dobro do total dos montantes em carteira, porque cada operação envolve duas moedas, uma de compra e outra de venda. Assim, por exemplo, o peso do escudo significa que a moeda portuguesa esteve envolvida em cerca de 80 por cento do total das operações, ou como moeda de compra ou como moeda de venda.

(5) Os dados sobre as transacções serão sempre referidos em termos de volumes diários médios, corrigidos da duplicação resultante das transacções efectuadas no mercado interbancário doméstico. De igual forma corrigiram-se por aproximação os dados relativos às transacções na bolsa nacional, assumindo que, na maioria das operações, os clientes finais são bancos residentes.

Quadro 6

VOLUME DIÁRIO MÉDIO DE TRANSACÇÕES

Milhões de dólares

	1996		1997		t.v.h.%
	Abr	Out	Abr	Out	Out 97
***Spot* cambial**	1465	1690	1957	1699	0.5
Derivados cambiais	1272	1598	1548	2809	75.8
Outright forwards	184	319	223	246	-22.9
Foreign exchange swaps	1066	1240	1304	2550	105.6
Currency swaps	0	1	13	1	0.0
Opções OTC	22	38	8	12	-68.4
Derivados de taxa de juro	298	688	1972	1633	137.4
FRAs	260	384	1331	902	134.9
Swaps	31	64	170	244	281.3
Opções OTC	0	0	0	3	-
Opções em bolsa	2	1	2	0	-100.0
Futuros	5	239	469	484	102.5

face a Outubro de 1996[6], para 2.8 mil milhões de dólares, e os derivados de taxa de juro mais que duplicaram o volume de transacções, para 1.6 mil milhões de dólares[7].

Os produtos derivados transaccionados em bolsa, apesar de terem registado um desenvolvimento significativo, continuavam a representar, em Outubro de 1997, cerca de 10 por cento do *turnover* total do mercado de derivados, mantendo os instrumentos transaccionados em balcão (OTC) a supremacia.

O crescimento dos derivados cambiais induziu uma perda de importância relativa das operações spot no total do mercado cambial (de 51 por cento para 38 por cento). Embora o mercado à vista não tenha registado alterações de estrutura relevantes é de assinalar um certo retorno à estrutura por moedas detectada em 1995, com o escudo a redu-

(6) Salvo indicação em contrário, os valores referem-se a Outubro de 1997 e as variações às respectivas taxas homólogas.

(7) O *turnover* quando expresso em escudos regista um crescimento ainda mais elevado situando-se em cerca de 304 milhões de contos no *spot* cambial (+16.5 por cento que em Setembro de 1996), em 503 milhões de contos nos derivados cambiais (+104 por cento) e em 292 milhões de contos nos derivados de taxa de juro (+170 por cento).

Gráfico 4

TURNOVER DIÁRIO MÉDIO GLOBAL

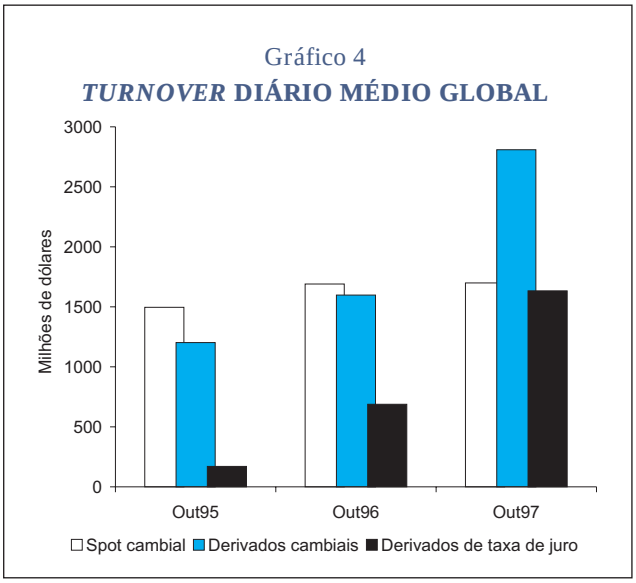


Gráfico 5

TURNOVER DIÁRIO MÉDIO NO MERCADO DE DERIVADOS

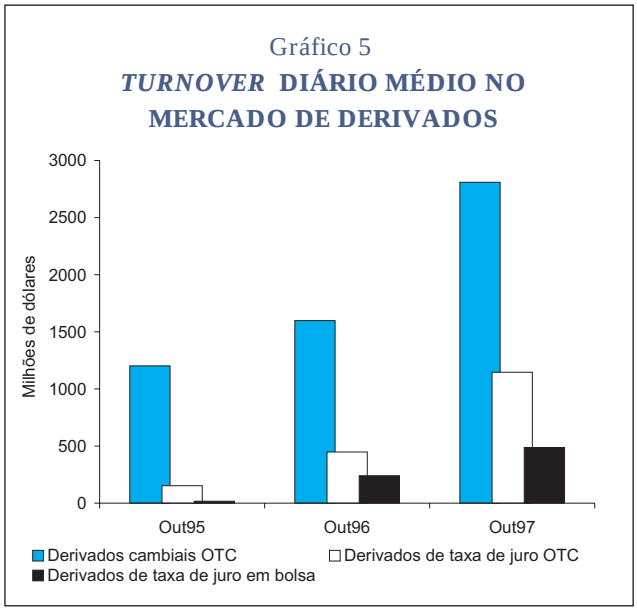


Gráfico 6

TURNOVER DIÁRIO MÉDIO NO MERCADO CAMBIAL

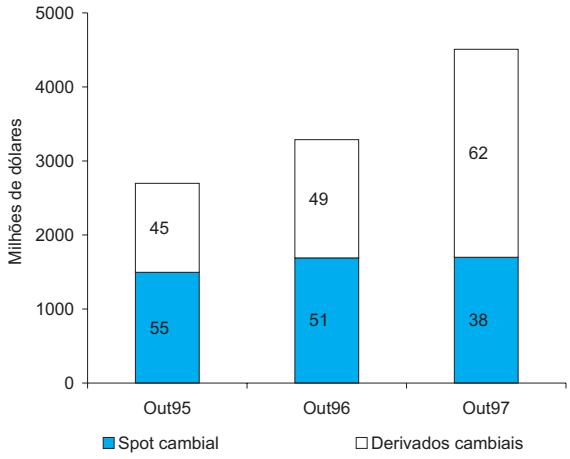
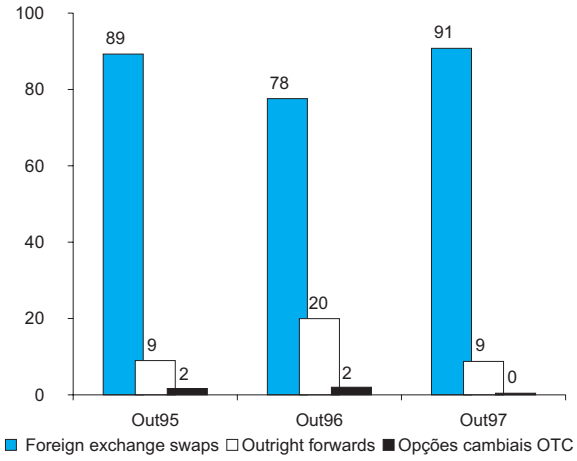


Gráfico 7

TRANSACÇÕES NO MERCADO DE DERIVADOS CAMBIAIS

Distribuição por instrumentos



zir o seu peso nas transacções *spot* (de 65 por cento para 58 por cento[8]), verificando mesmo um decréscimo em termos de *turnover*, por contrapartida dos ganhos de quota do dólar (de 32 por cento para 39 por cento) e do marco (de 67 por cento para 70 por cento), que continua a ser a moeda mais transaccionada.

Diversamente do que sucedeu em 1996, o incremento dos derivados cambiais ficou a dever-se exclusivamente à expansão dos foreign exchange swaps, que mais do que duplicaram de volume, tendo o *turnover* dos restantes produtos permanecido estável ou verificado mesmo uma contracção, como foi o caso dos *outright forwards* e das opções. Assim, no segmento dos derivados de taxa de câmbio acentuou-se ainda mais o grau de concentração, com cerca de 91 por cento da actividade a realizar-se em *foreign exchange swaps*.

No mercado de derivados de taxa de juro, o aumento do turnover foi mais generalizado, abrangendo todos os instrumentos. Os *forward rate agreements* (FRAs), os *swaps* e os futuros mais do que duplicaram os volumes transaccionados. Apesar dos FRAs terem sido o instrumento a registar o ritmo de crescimento mais elevado, deve salientar-se que as transacções deste tipo de contratos verificaram uma quebra significativa de Abril para Outubro de 1997 (30 por cento), diminuindo de 1331 milhões de dólares para 902 milhões de dólares. Este movimento reflectiu a redução para metade do volume transaccionado em contratos sobre as taxas de juro do escudo com não residentes. No entanto, quando comparado com os valores de Outubro de 1996, o crescimento de 135 por cento observado pelos FRAs é mesmo assim assinalável.

O crescimento igualmente significativo dos *swaps* e dos futuros determinou a manutenção de uma estrutura por instrumentos relativamente estável no mercado dos derivados de taxa de juro: com o peso dos FRAs a manter-se em torno dos 55 por cento, o dos futuros a descer ligeiramente para 30 por cento e o dos *swaps* a aumentar para 15 por

Quadro 7

TRANSACÇÕES CAMBIAIS *SPOT*

Distribuição por moedas [a]

Em percentagem do total

	1995	1996	1997
	Out	Out	Out
Escudo	58	65	58
Dólar	35	32	39
Marco	69	67	70
Iene	12	7	8
Peseta	7	6	7
Outras moedas	20	23	17

Nota:
(a) Ver nota de pé-de-página (8).

(8) No mercado cambial, o total das transacções por moedas é o dobro do *turnover* total, porque cada operação envolve duas moedas, uma de compra e outra de venda.

Gráfico 8

TURNOVER DIÁRIO MÉDIO NO MERCADO DE DERIVADOS DE TAXA DE JURO

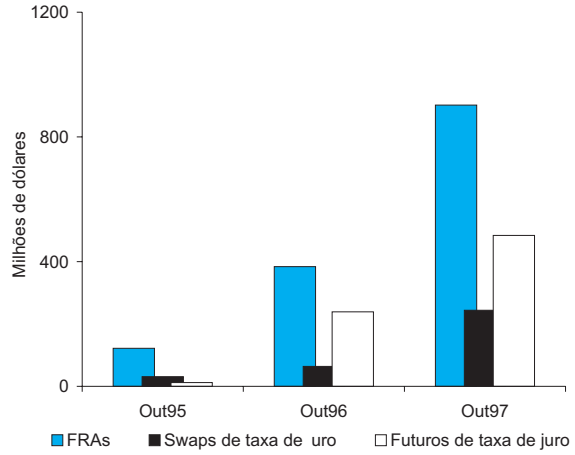
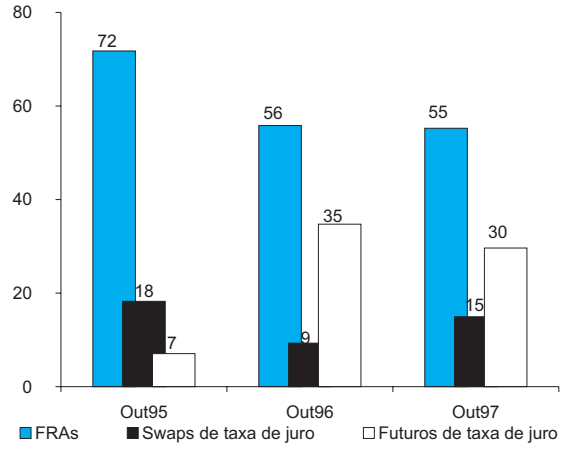


Gráfico 9

TRANSACÇÕES NO MERCADO DE DERIVADOS DE TAXAS DE JURO

Distribuição por instrumentos



Quadro 8

TRANSACÇÕES NO MERCADO DE DERIVADOS CAMBIAIS

Distribuição por contrapartes

Em percentagem do total

	1995	1996	1997
	Out	Out	Out
Residentes	20	21	11
Não residentes	80	79	89
Financeiras	92	91	93
Não financeiras	8	9	7

Quadro 9

TRANSACÇÕES NO MERCADO DE DERIVADOS DE TAXA DE JURO

Distribuição por contrapartes

Em percentagem do total

	1995	1996	1997
	Out	Out	Out
Residentes	52	63	35
Não residentes	48	37	65
Financeiras	86	63	70
Bolsas	10	35	30
Não financeiras	4	2	0

cento. As opções de taxa de juro, quer transaccionadas em balcão, quer em bolsa, mantiveram um peso residual.

Os futuros beneficiaram da consolidação da actividade da Bolsa de Derivados do Porto ao longo do ano de 1997, em particular no que se refere aos contratos sobre taxas de curto prazo (prazos ou inferiores a um ano). Com efeito o total do *turnover* de futuros sobre taxas de juro superiores a um ano manteve-se relativamente estável, enquanto que o dos contratos sobre taxas de juro de curto prazo mais do que triplicou.

Em termos de contrapartes nas transacções, assistiu-se a uma redução, quase para metade, do peso dos residentes, quer no mercado de derivados cambiais, quer no de derivados de taxa de juro. As instituições financeiras reforçaram a sua supremacia sobretudo nos derivados de taxa de juro, exprimindo um ganho de quota em relação ao mercado de bolsa, enquanto as transacções com clientes não financeiros reduziram ainda mais a sua importância, não tendo qualquer expressão nos instrumentos de taxa de juro.

Na distribuição por moedas verificaram-se algumas alterações relevantes em 1997. ***Tal como se detectou no mercado spot, também nas transacções de produtos derivados o escudo perdeu importância relativa.*** Esta perda não correspondeu, no entanto, a uma redução do *turnover* envolvendo a moeda nacional, contrariamente ao que se verificou no *spot* cambial. Na sequência desta alteração, os pesos do dólar e da peseta aumentaram nos derivados cambiais, para 90 por cento e 18 por cento, respectivamente, enquanto nos de taxa de juro a peseta e a lira italiana registaram acréscimos

Quadro 10

TRANSACÇÕES NO MERCADO DE DERIVADOS CAMBIAIS

Distribuição por moedas [8]

Em percentagem do total

	1995	1996	1997
	Out	Out	Out
Escudo	89	82	75
Dólar	89	82	90
Marco	7	14	8
Iene	8	7	4
Peseta	1	3	18
Lira italiana	0	2	1
Outras moedas	6	10	4

Quadro 11

TRANSACÇÕES NO MERCADO DE DERIVADOS DE TAXA DE JURO

Distribuição por taxas de juro

Em percentagem do total

	1995	1996	1997
	Out	Out	Out
Escudo	77	82	54
Dólar	13	2	4
Marco	4	7	7
Peseta	3	5	13
Lira italiana	0	1	18
Outras taxas de juro	3	3	4

de peso significativos, tendo a sua quota conjunta aumentado de 6 por cento para 31 por cento.

Refira-se que estes ganhos de importância não se distribuíram de modo uniforme por todos os instrumentos de taxa de juro, uma vez que o acréscimo das transacções com a divisa espanhola se registou nos FRAs e o da moeda italiana nos futuros sobre taxas de juro iguais ou inferiores a um ano. A perda de importância da moeda nacional também não atingiu com a mesma intensidade todos os produtos, tendo sido mais acentuada nos FRAs e nos futuros de curto prazo.

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

No período em análise, a actividade desenvolvida pelos grupos financeiros portugueses consolidou-se, evoluindo no sentido de uma especialização do negócio entre as instituições do mesmo grupo.

Devido a esta especialização, e também decorrente do processo de fusão das respectivas tesourarias, a quase totalidade da informação respeitante à actividade nos mercados de câmbios e de produtos derivados da generalidade dos grupos é reportada de uma forma centralizada por uma única instituição. A reestruturação do modelo interno organizacional do sistema bancário teve implicações ao nível da evolução das quotas de mercado individuais de cada banco, reflectindo-se em alterações bruscas, quer de subida, quer de descida. Por esta razão, no presente estudo optou-se por não se proceder a qualquer análise da concentração por bancos. A análise seria enviesada pelo facto de a quota de certos bancos representar, não a importância relativa do banco em questão em determinado segmento de mercado mas, o peso do grupo a que o banco pertence.

De acordo com os dados reportados, ***os mercados de câmbios e de produtos derivados continuaram a caracterizar-se por um elevado grau de concentração da mesma ordem de grandeza do verificado em outros segmentos do negócio dos bancos (como por exemplo, a captação de depósitos ou a concessão de crédito). Os seis maiores grupos financeiros[9], os quais detinham em Outubro de 1997 uma quota conjunta superior a 75 por cento.*** Importa no entanto salientar as diferentes evoluções verificadas por segmento de risco de mercado.

No que se refere às ***transacções cambiais spot*** verificou-se uma relativa estabilidade no grau de concentração do *turnover* nos seis maiores grupos financeiros, embora se tenha detectado um aumento da concentração em termos da quota de mercado dos três maiores grupos.

(9) Foram considerados 6 grupos financeiros constituídos por: i) Banco Comercial Português, Banco Português do Atlântico, Banco de Investimento Imobiliário, Cisf Banco de Investimento, Credibanco-Banco de Crédito Pessoal e Banco Expresso Atlântico; ii) Banco Pinto & Sotto Mayor, Banco Totta & Açores, Crédito Predial Português e Banco Chemical; iii) Banco Mello, Banco Mello de Investimentos e Banco Mello Imobiliário; iv) Banco Espírito Santo, Banco Internacional de Crédito e Banco Essi; v) Caixa Geral de Depósitos e Banco Nacional Ultramarino; vi) Banco Português de Investimento, Banco Fonsecas & Burnay, Banco de Fomento e Exterior e Banco Borges & Irmão.

Quadro 12

QUOTAS DOS 3 E 6 MAIORES GRUPOS FINANCEIROS

Volume de transacções

	Q3	Q6
***Spot* cambial**		
Outubro de 1996	54.3	85.1
Outubro de 1997	62.8	83.7
Derivados cambiais		
Outubro de 1996	68.9	86.1
Outubro de 1997	69.0	84.1
Derivados de taxa de juro		
Outubro de 1996	67.5	90.6
Outubro de 1997	69.7	93.2

Quadro 13

QUOTAS DOS 3 E 6 MAIORES GRUPOS FINANCEIROS

Montantes em carteira

	Q3	Q6
Derivados cambiais		
Outubro 1996	61.8	75.1
Outubro 1997	54.0	75.2
Derivados de taxa de juro		
Outubro 1996	58.7	69.4
Outubro 1997	74.9	89.6

Já no segmento dos ***derivados de taxa de câmbio***, o grau de concentração permaneceu em geral sem alterações relevantes, em termos do volume de transacções. No que respeita aos montantes em carteira, assistiu-se à redução da quota dos três maiores grupos financeiros, mantendo-se no entanto constante o peso relativo dos seis maiores grupos.

Nos ***derivados de taxa de juro,*** registou-se, pelo contrário, um aumento do grau de concentração, que foi mais acentuado no que se refere aos montantes em carteira, tendo aqui o peso dos seis maiores grupos atingido 90 por cento (aproximando-se da quota de 93 por cento verificada em termos de *turnover*). Este incremento da concentração não traduz um reforço generalizado da quota dos principais grupos financeiros, reflectindo antes um significativo aumento do peso relativo de alguns grupos financeiros que em 1996 não se revelavam ainda muito activos neste segmento de mercado.

Importa salientar que de uma análise da concentração cruzando instrumentos e moedas não ressalta qualquer alteração significativa quanto ao grau de concentração é elevado, com os seis maiores grupos financeiros a realizarem a grande maioria das operações. No entanto, em alguns segmentos de mercado e para algumas moedas verifica-se uma actividade significativa de alguns bancos não pertencentes a nenhum dos grupos financeiros discriminados. Dada a reduzida dimensão do mercado português, ainda numa fase inicial de desenvolvimento, este facto traduz-se, por vezes, numa quota significativa destes bancos, o que se repercute nos indicadores do grau de concentração aqui calculados (como por exemplo nos valores relativos aos derivados cambiais em marcos).

Exceptuando estes casos pontuais, os resultados dos indicadores calculados na análise por moedas, apontam na generalidade para uma menor concentração no conjunto das operações envolvendo o escudo. De realçar apenas no que se refere à actividade no segmento dos derivados de

Quadro 14

CONCENTRAÇÃO DAS TRANSACÇÕES POR MOEDAS NOS PRINCIPAIS GRUPOS FINANCEIROS

Em percentagem do total

	Derivados cambiais		Derivados de taxa de juro	
	Q3	Q6	Q3	Q6
Escudo	64.8	80.4	63.4	91.9
Dólar	73.2	89.3	58.1	63.6
Marco	42.0	45.5	84.3	96.9
Peseta	97.5	98.3	78.5	97.5
Lira italiana	79.7	83.4	98.8	100.0
Total	69.0	84.1	69.7	93.2

Quadro 15

CONCENTRAÇÃO DOS MONTANTES EM CARTEIRA POR MOEDAS NOS PRINCIPAIS GRUPOS FINANCEIROS

Em percentagem do total

	Taxa de câmbio		Taxa de juro	
	Q3	Q6	Q3	Q6
Escudo	53.7	73.5	71.2	82.9
Dólar	57.3	78.6	82.6	93.8
Marco	55.5	66.9	91.4	96.5
Peseta	76.5	78.8	83.0	98.1
Lira italiana	75.1	77.6	98.5	98.6
Total	54.0	75.2	74.9	89.6

Gráfico 10
TRANSACÇÕES DE DERIVADOS CAMBIAIS
Distribuição por prazos

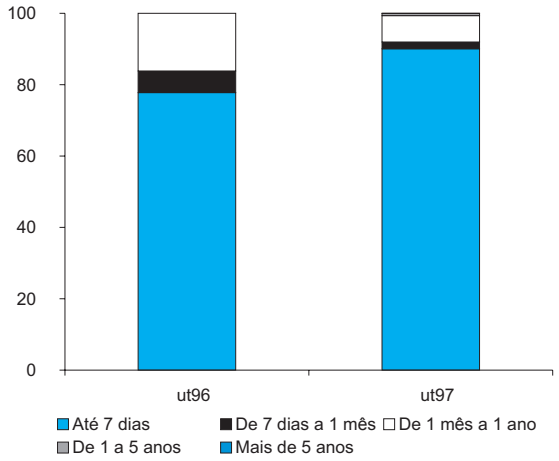


Gráfico 11
POSIÇÕES DE DERIVADOS CAMBIAIS
Distribuição por prazos

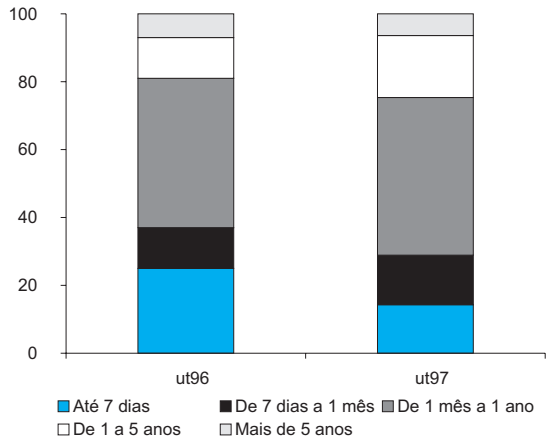


Gráfico 12
TRANSACÇÕES DE DERIVADOS DE TAXAS DE JURO
Distribuição por prazos

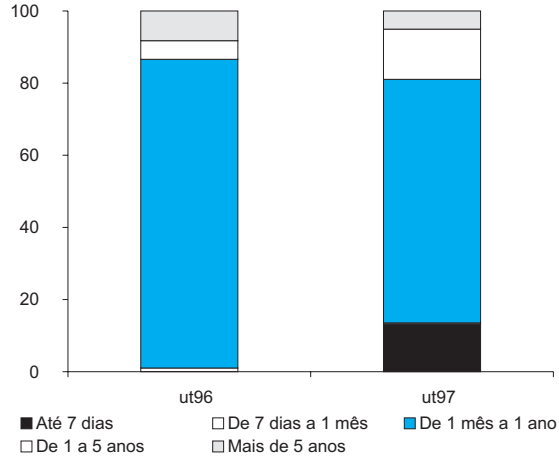
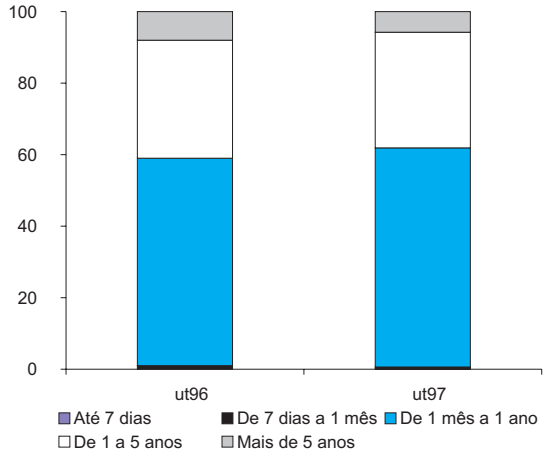


Gráfico 13
POSIÇÕES DE DERIVADOS DE TAXA DE JURO
Distribuição por prazos



taxa de juro, que em termos do marco, da peseta e da lira italiana, a quota do Q6 é próxima de 100 por cento. No caso da lira italiana a actividade surge ainda mais concentrada, com praticamente 100 por cento das operações a serem realizadas apenas por três grupos.

4. DISTRIBUIÇÃO POR PRAZOS

A análise da distribuição por prazos revela que se continua a verificar uma elevada concentração das operações nos prazos até 1 ano. De igual forma, não se alterou a estrutura por prazos dentro de cada segmento de mercado. Nos ***derivados cambiais*** assistiu-se a um reforço da concentração dos volumes transaccionados no prazo até 7 dias (para 90 por cento), enquanto nos montantes em carteira as maturidades residuais entre 1 mês e 1 ano continuaram a ser predominantes (46 por cento).

Nos ***derivados de taxas de juro*** a maioria das operações continuou a realizar-se nos prazos entre 1 mês e 1 ano, verificando-se, no entanto, em termos de transacções, uma redução do peso relativo desta classe por contrapartida de um aumento dos prazos até 7 dias e entre 1 e 5 anos.

Da análise por ***instrumentos*** há a salientar a manutenção de uma maior concentração das operações de *currency swaps* e de *swaps* de taxa de juro nos prazos superiores a 1 ano (com um peso relativo de cerca de 80 por cento). A estrutura por maturidades não se altera, na generalidade, quando se procede a uma desagregação por tipos de contraparte e por moedas.

5. DISTRIBUIÇÃO POR MONTANTES

Neste ponto analisa-se a distribuição por frequências das operações em instrumentos derivados[10]. Seguiu-se de perto a metodologia utilizada na análise publicada no *Boletim Económico* de Setembro de 1997, optando-se, de igual forma, por utilizar os dados em escudos (e não em dólares) por se considerar mais relevante a caracterização das operações na moeda nacional. Nesta análise para além de algumas medidas descritivas (nomeadamente a média, a mediana e os percentis) recorreu-se ainda a uma estatística (S)[11] que nos permite avaliar em que medida uma distribuição é enviesada em relação a uma distribuição normal.

Numa primeira abordagem ressalta o facto de se continuar a verificar uma significativa assimetria na distribuição das transacções de produtos derivados, com uma elevada concentração das operações nos valores mais reduzidos (assimetria positiva).

Neste contexto, excluíram-se da análise as operações de valor superior a 10 milhões de contos que se considera introduziriam algum enviesamento aos resultados[12]. Estas operações têm, na sua maioria, valores inferiores a 35 milhões de contos nos derivados cambiais e a 20 milhões de contos nos derivados de taxa de juro. A grande maioria (cerca de 70 por cento) das operações superiores a 10 milhões de contos continuou a realizar-se no segmento dos derivados cambiais. Neste segmento, a maioria das operações envolveram o escudo e o dólar, enquanto nos derivados de taxa de juro o escudo foi predominante. As instituições financeiras não residentes foram a principal contraparte nas operações de derivados cambiais, tendo-se verificado uma repartição quase equitativa entre bancos residentes, instituições financeiras não residentes e bolsas estrangeiras no que se refere aos derivados de taxa de juro. Das operações superiores a 10 milhões de contos cerca de 60 por cento foram *foreign exchange swaps* e 20 por cento corresponderam a FRAs.

Gráfico 14
HISTOGRAMA
Derivados cambiais

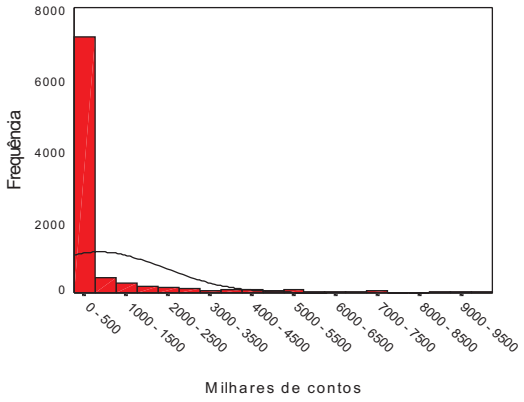
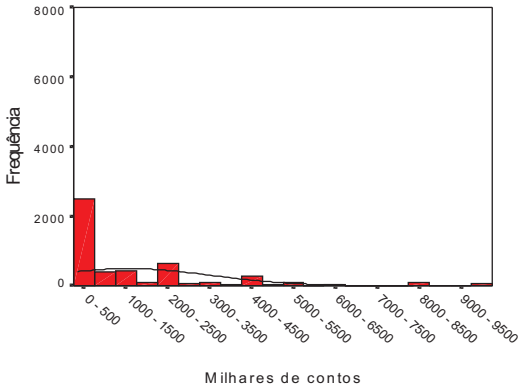


Gráfico 15
HISTOGRAMA
Derivados de taxa de juro



(10) Nesta análise optou-se por considerar o total das transacções reportadas pelos bancos, considerando-se como duas operações individuais os dois lados de uma transacção realizada entre dois bancos residentes.

(11) Sendo,

$$S = \frac{n\sum_{i=1}^{n}(x_1 - \bar{x})^3}{(n-1)(n-2)s^3},$$

para valores elevados (reduzidos) de S a distribuição é assimétrica positiva (negativa) ou enviesada à esquerda (à direita). Nas distribuições normais $S=0$.

(12) A exclusão das operações superiores a 10 milhões de contos correspondeu a não incluir 4 por cento das transacções, quer de derivados cambiais, quer de taxa de juro.

Quadro 16

Milhares de contos

	Derivados cambiais		Derivados de taxa de juro	
	1996	1997	1996	1997
	Out	Out	Out	Out
Média	743	608	537	1318
Moda	16	5000	10	2000
P25	16	0.4	20	100
P50	77	16	100	410
P75	500	224	500	2000
P90	2327	2000	2000	4000
S	105.7	135.8	108.2	65.5

Analisando apenas as transacções de montante inferior a 10 milhões de contos, continua a verificar-se um significativo enviesamento para a esquerda da distribuição de frequências, quer nos derivados cambiais, quer nos de taxa de juro. Este é mais significativo no primeiro segmento, em que 75 por cento das operações são de valor inferior a 225 milhares de contos, sendo o valor equivalente para os derivados sobre taxa de juro de 2 milhões de contos (quadro 16)[13]. De salientar, igualmente que, enquanto nos derivados cambiais se verifica um maior enviesamento da distribuição do que o verificado em Outubro de 1996, nos derivados de taxa de juro se registou uma redução da assimetria positiva.

Desagregando ***por instrumentos*** constata-se que, nos derivados sobre taxa de câmbio, os *outright forwards* continuam a registar um enviesamento para montantes reduzidos significativamente superior ao do total dos derivados cambiais, enquanto os *foreign exchange swaps* apresentam uma distribuição com uma assimetria inferior à do total dos instrumentos deste segmento. Importa ainda referir que o incremento do enviesamento verificado nos derivados cambiais, face a Outubro de 1996, se ficou a dever, sobretudo, à evolução da distribuição de frequências dos *outright forwards*, cujo grau de assimetria aumentou significativamente.

(13) Sendo de referir que ambas as distribuições registam um valor máximo de 10 milhões de contos.

Quadro 17

Milhares de contos

	Derivados cambiais		Derivados de taxa de juro	
	Residentes	Não residentes	Residentes	Não residentes
Média	197	1886	1122	1849
P50	5	900	250	1000
P90	200	5375	4000	5000
S	229.3	31.2	63.2	26.6

Nos derivados de taxa de juro a redução do grau de assimetria resultou de um menor enviesamento da distribuição de frequências dos futuros, quer sobre taxas de juro inferiores a 1 ano, quer sobre as superiores a 1 ano.

Na análise ***por contrapartes*** intervenientes nas operações continua a verificar-se, à semelhança do registado em 1996, um maior enviesamento para montantes reduzidos nas operações contratadas com entidades residentes, quer no segmento dos derivados cambiais, quer nos de taxa de juro, sendo a diferença no grau de assimetria mais significativa no primeiro segmento. De facto, nos instrumentos cambiais as operações com não residentes são, em média, de valor muito superior (quadro 17), pelo que, embora o número de operações contratadas com residentes seja o triplo das com não residentes, em termos de montantes transaccionados, as contrapartes residentes têm um peso diminuto (10 por cento). Importa ainda referir que, no segmento dos derivados cambiais,[14] a distribuição de frequências é significativamente mais assimétrica no que se refere às operações com contrapartes não financeiras, do que nas transacções com contrapartes financeiras.

Relativamente à desagregação ***por moedas*** constata-se que a assimetria positiva é mais acentuada nas operações em escudos (quando comparada com as transacções em dólares, marcos, pesetas ou liras), quer nos derivados cambiais, quer nos de taxa de juro.

(14) Não é possível proceder a esta análise no segmento de derivados de taxas de juro, uma vez que existem muito poucas operações realizadas com contrapartes não financeiras. Relativamente às contrapartes financeiras o grau de assimetria é idêntico ao verificado nos derivados cambiais.

INFORMAÇÃO SOBRE EXPECTATIVAS DE CONVERGÊNCIA DO ESCUDO CONTIDA NAS VOLATILIDADES IMPLÍCITAS DAS OPÇÕES CAMBIAIS*

*Bernardino Adão***
*Nuno Cassola***
*Jorge Barros Luís***

1. INTRODUÇÃO

No dia 1 de Janeiro de 1999 uma nova moeda internacional — o euro — nascerá e as moedas dos Estados Membros da União Europeia participantes na Terceira fase da União Económica e Monetária (UE-11) deixarão de existir. Reflectindo o Tratado da União Europeia e outras disposições relativas à introdução do euro, as taxas de conversão entre o euro e as moedas participantes só serão conhecidas no último dia de mercado, em Dezembro de 1998. Contudo, tal como foi anunciado em 3 de Maio de 1998, as actuais paridades centrais bilaterais do Mecanismo de Taxas de Câmbio do Sistema Monetário Europeu (MTC-SME) serão utilizadas para o cálculo das taxas de conversão irrevogáveis em euro. Partindo do princípio de que o anúncio dos países participantes e a regra de conversão em euro são credíveis, várias implicações resultam para o comportamento das taxas de juro e de câmbio, no processo de transição para a União Económica e Monetária (UEM).

No que diz respeito às taxas de juro de curto prazo, deverá observar-se necessariamente a convergência plena das taxas de juro nos mercados monetários da UE-11, o mais tardar, no primeiro dia de mercado do euro, em Janeiro de 1999. Tal facto deverá traduzir-se, desde já, na convergência das taxas de juro a prazo (*forward*) para o horizonte de 1 de Janeiro de 1999. Por sua vez, as taxas de câmbio bilaterais de mercado deverão convergir para as respectivas paridades centrais até ao último dia de Dezembro de 1998. Este facto deverá traduzir-se, desde já, na igualdade entre a taxa de câmbio a prazo (*forward*) para o horizonte de 31 de Dezembro de 1998 e a paridade central.

O anúncio da regra de conversão e a necessidade das taxas de câmbio bilaterais convergirem para os valores anunciados em 31 de Dezembro de 1998, condicionam as trajectórias de mercado das taxas de câmbio bilaterais das moedas dos Estados Membros participantes. Estas taxas de mercado deverão registar uma trajectória cada vez menos sensível aos choques aleatórios sobre os fundamentos económicos que as determinam(1). Daqui resulta uma outra implicação, a de que se deverá assistir, na transição para a UEM, a um aumento da correlação entre os movimentos das taxas de câmbio das moedas da UE-11 e as de terceiros países, nomeadamente, o dólar dos EUA.

O principal objectivo deste artigo é o de apresentar evidência empírica sobre a evolução das expectativas de mercado relativas à participação de Portugal na UEM, no período entre 26 de Julho de 1996 e 30 de Abril de 1998, a partir da informação contida nas volatilidades implícitas das opções cambiais. Pretende-se testar empiricamente as três implicações da credibilidade perfeita acima enunciadas:

i) a crescente correlação entre os movimentos da taxa de câmbio do dólar contra o marco e os movimentos da taxa de câmbio do dólar contra o escudo até à data de início da UEM ($\rho_{t,T}$). Formalmente:

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

** Departamento de Estudos Económicos.

(1) Para uma demonstração formal ver Cassola e Santos (1998).

$$\rho_{t,T} \to 1 (T \to 0) \qquad (1)$$

sendo t o momento em que se forma a expectativa e $t+T$ = 1 de Janeiro de 1999.

ii) a convergência das taxas de juro a prazo (*forward*) para o horizonte de 1 de Janeiro de 1999. Formalmente:

$$j_{t+T,t+(T+1)} - j^{*}_{t+T,t+(T+1)} = 0, \qquad (2)$$

onde $j_{t+T,t+(T+1)}$ e $j^{*}_{t+T,t+(T+1)}$ são, respectivamente, as taxas de juro a prazo *overnight* do escudo e do marco alemão para $t+T$ = 1 de Janeiro de 1999, designando t o momento corrente.

iii) a igualdade entre a taxa de câmbio a prazo (*forward*) para o horizonte de 31 de Dezembro de 1998 e a paridade central. Formalmente:

$$E_t(s_{t+(T-1)}) = f_{t,t+(T-1)} = s^{*}, \qquad (3)$$

onde $S_{t+(T-1)}$ designa o logaritmo da taxa de câmbio bilateral na data $t+(T-1)$; $f_{t,t+(T-1)}$ designa o logaritmo da taxa de câmbio a prazo contratada em t para $t+(T-1)$ (31 de Dezembro de 1998); $E_t(.)$ é o operador de expectativas condicionadas na informação disponível no momento t; s^* é o logaritmo da paridade central bilateral;

O artigo tem a seguinte estrutura: na secção seguinte, expõe-se a metodologia de cálculo das correlações implícitas nos prémios das opções que permitirá analisar a implicação (*i*); na terceira secção apresentam-se métodos de análise da credibilidade de uma banda cambial utilizando cotações de opções, que permitem testar a implicação (*iii*); na quarta secção descrevem-se os dados utilizados e os resultados obtidos; as principais conclusões são apresentadas no final.

2. CÁLCULO DE CORRELAÇÕES CAMBIAIS A PARTIR DE VOLATILIDADES IMPLÍCITAS

Os prémios das opções contêm informação relevante sobre as expectativas do mercado relativamente à evolução futura dos preços dos activos financeiros e permitem a estimação de funções densidade de probabilidade neutras ao risco (FDPNR) para os preços dos activos subjacentes. Este tema tem sido analisado em diversos artigos, designadamente em Abken (1995), Bahra (1996), Neuhaus (1995) e Söderlind e Svensson (1997). As opções cambiais permitem, adicionalmente, obter informação sobre as expectativas de correlações entre as taxas de câmbio, bem como aferir da percepção do mercado em relação à credibilidade de bandas cambiais.

Assumindo a inexistência de oportunidades de arbitragem, a taxa de câmbio entre duas moedas X e Y no momento t, designada por $S_{1,t}$, pode ser escrita como:

$$S_{1,t} = S_{2,t} \cdot S_{3,t} \qquad (4)$$

onde $S_{2,t}$ e $S_{3,t}$ são as taxas de câmbio, respectivamente, entre X e uma terceira moeda Z e entre Z e Y. Seja $s_{i,t} = \ln(S_{i,t})$, com i = 1, 2, 3.

$$s_{1,t} = s_{2,t} + s_{3,t} \qquad (5)$$

Representando a taxa de variação diária $s_{i,t} - s_{i,t-1}$ por $r_{i,t}$, tem-se:

$$r_{1,t} = r_{2,t} + r_{3,t} \qquad (6)$$

Sejam $\sigma_{i,t,T}$ o desvio-padrão das taxas de variação diária num período entre t e $t+T$, com i = *1, 2, 3,* e $Cov(r_{2,t,T} r_{3,t,T})$ a covariância entre $r_{2,t}$ e $r_{3,t}$ no mesmo período. A variância de $r_{1,t}$ entre t e $t+T$ é dada por:

$$\sigma^2_{1,t,T} = \sigma^2_{2,t,T} + \sigma^2_{3,t,T} + 2 \cdot Cov(r_{2,t,T} r_{3,t,T}). \qquad (7)$$

Uma vez que $Cov(r_{2,t,T}, r_{3,t,T}) = \rho_{\tau,T} \sigma_{2,t,T} \sigma_{3,t,T}$, onde $\rho_{t,T}$ é o coeficiente de correlação entre $r_{2,t}$ e $r_{3,t}$, resolvendo (7) em ordem a $\rho_{t,T}$ obtém-se:

$$\rho_{t,T} = \frac{\sigma^2_{1,t,T} - \sigma^2_{2,t,T} - \sigma^2_{3,t,T}}{2\sigma_{2,t,T}\sigma_{3,t,T}} \qquad (8)$$

De acordo com (8), o coeficiente de correlação entre as taxas de variação diárias de duas moedas face a uma terceira pode ser obtido a partir da va-

(2) Note-se que é irrelevante a forma como as taxas de câmbio são expressas, uma vez que a variância da taxa de crescimento de uma variável é igual à variância da taxa de crescimento da sua inversa.

riância das taxas de variação diárias das taxas de câmbio[2].

O coeficiente de correlação pode ser estimado de diversas formas a partir da informação disponível em *t*. O modo mais simples de o fazer consiste no cálculo da correlação histórica num período de *t-T* dias. Em alternativa às correlações históricas simples, pode-se utilizar uma média móvel de diversas correlações históricas para previsão da correlação futura, atribuindo pesos iguais ou diferentes a cada correlação histórica[3].

Outra forma de obter estimativas do desvio-padrão é a partir dos prémios das opções cambiais de compra ou de venda. Assumindo a hipótese de log-normalidade da taxa de câmbio (*S*), tem-se:[4]

$$\ln S_{t+T} \sim N\left[\ln S_t + \left(\mu - \frac{\sigma^2}{2}\right)T, \sigma\sqrt{T}\right] \qquad (9)$$

onde: μ é a taxa de variação instantânea da taxa de câmbio; σ^2 é a variância instantânea da taxa de variação da taxa de câmbio, sendo σ habitualmente designado por volatilidade. As variâncias utilizadas no cálculo de $\rho_{t,T}$ em (8) correspondem a $\sigma^2 T$.

Conhecendo-se os prémios das opções de compra ($C(X)$) ou de venda ($P(X)$), pode-se calcular a volatilidade implícita nesses prémios, resolvendo em ordem a σ as fórmulas de valorização de Garman e Kohlhagen (1983):

$$C(X) = Se^{-j^*T}N(d_1) - Xe^{-jT}N(d_2) \qquad (10)$$

$$P(X) = Xe^{-jT}N(-d_2) - Se^{-j^*T}N(-d_1) \qquad (11)$$

com

$$d_1 = \frac{\ln(S/X) + \left(j - j^* + \sigma^2/2\right)T}{\sigma\sqrt{T}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T};$$

onde *S* é a taxa de câmbio à vista, *X* é o preço de exercício, *j* é a taxa de juro interna para o prazo para vencimento da opção; *j** é a taxa de juro externa correspondente, da moeda em relação à qual se define a taxa de câmbio subjacente à opção; $N(d_i)$ $(i = 1,2)$ representa o valor da função distribuição normal estandardizada.

Quando se trata de opções transaccionadas no mercado de balcão (*over-the-counter, OTC)*, por convenção de mercado é mais frequente conhecerem-se apenas os prémios de opções para o preço de exercício correspondente à taxa de câmbio a prazo (opções *at-the-money forward*).

Dada a natureza *forward-looking* das volatilidades implícitas, as estimativas das correlações obtidas por esta forma não são afectadas por eventuais quebras de estrutura, como acontece com estimativas provenientes de modelos estruturais ou de séries temporais. Este aspecto é particularmente relevante no caso em estudo, atendendo a que a UEM implica uma alteração no padrão de correlações cambiais.

3. INDICADORES DE CREDIBILIDADE DE UMA BANDA CAMBIAL

A credibilidade de bandas de flutuação cambial tem sido analisada através de diversos indicadores construídos, designadamente, a partir dos diferenciais de taxas de juro à vista e das taxas de câmbio à vista e a prazo[5]. Contudo, pode igualmente utilizar-se para este efeito informação de prémios do mercado de opções.

3.1 Função densidade de probabilidade neutra ao risco

A análise mais simples pode ser efectuada através da dedução da FDPNR, em particular quantificando a probabilidade atribuída aos limites da banda. Uma forma acessível de obter a FDPNR a partir de cotações de opções cambiais baseia-se na utilização das cotações *over-the-counter* de volatilidades implícitas para calcular o desvio-padrão da distribuição,[6] assumindo-se a hipótese de log-normalidade da distribuição da taxa de câmbio,

(3) As médias móveis simples têm a desvantagem de evidenciar e dissipar lentamente os efeitos de perturbações do mercado. Para evitar estes inconvenientes, uma das técnicas mais utilizadas é a de médias móveis ponderadas exponencialmente, que atribui maior peso às observações mais recentes no cálculo dos desvios-padrões e das covariâncias.

(4) No caso de bandas cambiais com credibilidade imperfeita, a hipótese de log-normalidade da taxa de câmbio pode não ser a mais correcta. Ver Malz (1996).

(5) Ver Svensson (1991; 1993).

(6) No mercado OTC, por convenção, são cotadas as volatilidades (em percentagem anual) e não os prémios das opções.

conforme (9), e considerando a taxa de câmbio a prazo como o valor esperado[7].

Neste caso as equações (10) e (11) podem ser simplificadas da seguinte forma:

$$C(X) = e^{-jT}\left[FN(d_1) - XN(d_2)\right] \qquad (12)$$

$$P(X) = e^{-jT}\left[XN(-d_2) - FN(-d_1)\right] \qquad (13)$$

com

$$d_1 = \frac{\ln(F/X) + (\sigma^2/2)T}{\sigma\sqrt{T}};$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}.$$

A utilização de opções OTC oferece também a vantagem de não obrigar à correcção do efeito de aproximação da data de vencimento, uma vez que o seu prazo para vencimento é constante, simplificando a interpretação das FDPNR. No caso de opções cambiais, há ainda a vantagem adicional das opções OTC terem habitualmente maior liquidez do que as opções transaccionadas em bolsa[8].

3.2 Indicador de credibilidade da banda

A credibilidade de bandas cambiais pode ser analisada de um modo mais rigoroso, através da construção de indicadores que se baseiam nas restrições sobre os prémios das opções implícitas na hipótese de credibilidade perfeita (ver Malz (1996), Campa e Chang (1996) e Campa, Chang e Reider (1997)).

Considere-se uma banda cambial com limites máximo e mínimo respectivamente $\overline{S}$ e $\underline{S}$ e que a taxa de câmbio está cotada ao incerto. Em primeiro lugar, considere-se o caso extremo do preço de exercício de uma opção de compra da moeda estrangeira ser igual ou superior ao limite superior da banda $\left(X \geq \overline{S}\right)$. Com credibilidade perfeita a opção de compra tem nesse caso valor zero, visto ser nula a probabilidade de expirar *in-the-money*. Considere-se agora o outro caso extremo em que o preço de exercício de uma opção de venda da moeda estrangeira é igual ou inferior ao limite inferior da banda $\left(X \leq \underline{S}\right)$. Neste caso a opção de venda tem também valor zero, visto ser nula a probabilidade de expirar *in-the-money*.

Assim, no caso de credibilidade perfeita, aplicando a paridade entre os dois tipos de opções, o prémio de uma opção de compra com preço de exercício igual ou inferior a $\underline{S}$ será igual a $S_0 e^{-j_t^* T} - Xe^{-j_t T}$ [9], onde S_0 designa a taxa de câmbio à vista corrente e j_t^* e j_t as taxas de juro externa e interna, respectivamente, correspondentes ao prazo para vencimento da opção[10],[11].

Para preços de exercício dentro da banda o valor máximo do prémio da opção de compra será dado por $\left(\overline{S} - X\right)e^{-j_t T}$, valor só atingido quando é esperado, com probabilidade de um, que a taxa de câmbio atinja o tecto da banda na data de vencimento. Daqui resulta que a credibilidade da banda é rejeitada quando o valor corrente do prémio de uma opção de compra, com preço de exercício X, excede o valor máximo que o prémio da opção pode assumir sob a hipótese de que a taxa de câmbio futura estará dentro da banda:

$$C(X) > \left(\overline{S} - X\right)e^{-j_t T} \Rightarrow \text{Rejeição de credibilidade.} \qquad (14)$$

A outra restrição sobre o prémio das opções numa banda cambial credível, resulta da relação de convexidade que existe entre o prémio da opção e o preço de exercício. O argumento pode ser apresentado em dois passos. Primeiro, o aumento de uma unidade no preço de exercício reduz o valor das opções de compra que expiram *in-the-money*, no máximo, pelo valor actual dessa unidade (quando a probabilidade atribuída é 1). Segundo, quanto mais elevado for o preço de exercício, menos provável é que a opção de compra expire *in-the-money* e por isso menor será o decréscimo do valor da opção de compra por cada unidade de acréscimo no preço de exercício. Tem-se então:

(7) Pela paridade coberta das taxas de juro, a taxa de câmbio a prazo (F) pode ser expressa como $F = Se^{(j-j^*)T}$.

(8) De acordo com BIS (1996), o mercado OTC é responsável por 97 por cento do valor das posições abertas em opções cambiais à escala mundial.

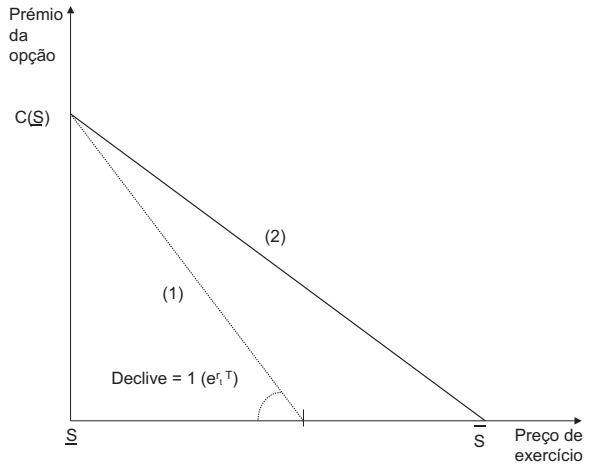
(9) Pode demonstrar-se que o valor intrínseco de C(S) (máximo entre zero e o valor da opção caso fosse exercida imediatamente) será igual a:

$$(F - \underline{S})e^{-j_t T} = \left(\frac{S_0 e^{j_t T}}{e^{j_t^* T}} - \underline{S}\right)e^{-j_t T} = S_0 e^{-j_t^* T} - \underline{S}e^{-j_t T}$$

(10) Relembre-se que a paridade entre as opções de compra e de venda estabelece que $P = C - (F - X).e^{(-j_t T)}$, onde F é a taxa de câmbio a prazo e sendo $P=0$ no caso de $X \leq \underline{S}$.

(11) Utilizando juros capitalizados em tempo contínuo. Campa e Chang (1996) consideram capitalização discreta.

Figura 1
PRÉMIOS DAS OPÇÕES NUMA BANDA PERFEITAMENTE CREDÍVEL
Teste de convexidade



$$-e^{-j_t T} \le \partial C(X) / \partial X \le 0 \text{ e } \partial^2 C(X) / \partial X^2 \ge 0.$$

Na Figura 1 ilustram-se as restrições sobre o comportamento do preço das opções numa banda cambial perfeitamente credível. A recta (*1*) representa a recta de maior declive que passa por $C(\underline{S})$ (o prémio da opção de compra com preço de exercício correspondente a $\underline{S}$), quando o aumento de uma unidade no preço de exercício reduz o prémio da opção pelo valor actualizado dessa unidade. Esse declive é igual ao simétrico do factor de desconto $\left(-e^{-j_t T}\right)$[12]. A recta (*2*) une os preços das opções com preços de exercício de $\underline{S}$ e $\overline{S}$, sendo o valor de $C\left(\overline{S}\right)$ e de $C(\underline{S})$, respectivamente, zero e $S_0 e^{j_t^* T} - \underline{S}\, e^{-j_t T}$[13].

Dado que a relação entre o preço da opção e o preço de exercício é estritamente convexa, o preço da opção de compra deverá situar-se numa curva convexa entre (*1*) e (*2*), que passe pelos pontos $\left(\underline{S}, C(\underline{S})\right)$ e $\left(\overline{S},0\right)$ para qualquer preço de exercício entre $\underline{S}$ e $\overline{S}$. Assim, a credibilidade de uma banda cambial pode ser rejeitada sempre que exista um ponto na função preço da opção de compra (para $X < \overline{S}$) onde o declive, em valor absoluto, da recta que une esse ponto a $\overline{S}$, seja superior ao declive da recta (*2*). Se isso acontecer, atendendo a que a função preço da opção de compra é estritamente convexa, o preço de uma opção de compra com preço de exercício superior a $\overline{S}$ é maior do que zero, o que significa que a probabilidade da taxa de câmbio ultrapassar o limite superior da banda não é nula.

A rejeição de credibilidade perfeita corresponde então a verificar-se a seguinte condição de convexidade:[14]

$$C(X) > \frac{\overline{S} - X}{\overline{S} - \underline{S}} \cdot \left(S_0 e^{-j_t^* T} - \underline{S} e^{-j_t T}\right) \Rightarrow \quad (15)$$
$$\Rightarrow \text{Rejeição de credibilidade.}$$

Conforme se refere em Campa e Chang (1996), a condição (15) é mais exigente do que a condição (14) sempre que a taxa *forward* estiver dentro da banda cambial[15].

No caso de bandas cambiais com grande amplitude, como acontece actualmente com o MTC do SME, é de esperar que os resultados apontem, em regra, para a não rejeição da credibilidade perfeita, pelo que o exercício não produz informação adicional relevante. No entanto, pode realizar-se um exercício mais interessante nestes casos, que consiste em utilizar (15) para calcular a menor dimen-

(12) A recta passa pelo ponto *F* dado que o valor do declive é igual a $\frac{-C(\underline{S})}{x - \underline{S}}$, sendo *x* a abcissa na origem. Assim, igualando aquele quociente ao valor do declive da recta $\left(-e^{-j_t T}\right)$, obtém-se $x = F$.

(13) O valor de $C(\underline{S})$ obtém-se substituindo *X* por $\underline{S}$ na expressão do prémio de uma opção de compra com preço de exercício inferior ou igual a $\underline{S}$ anteriormente referida.

(14) O declive num ponto *X* da recta que o une a $\left(\overline{S},0\right)$, igual a $\frac{C(X)}{\overline{S} - X}$, deverá ser superior, em valor absoluto, ao declive da recta (2), igual a $\frac{C(\underline{S})}{\overline{S} - \underline{S}}$, para se rejeitar a credibilidade perfeita duma banda cambial, ou seja,

$$C(X) > \frac{\overline{S} - X}{\overline{S} - \underline{S}} \cdot C(\underline{S}) \Leftrightarrow C(X) > \frac{\overline{S} - X}{\overline{S} - \underline{S}} \cdot \left(S_0 e^{-j_t^* T} - S e^{-j_t T}\right) \Leftrightarrow$$
$$\Leftrightarrow C(X) > \frac{\overline{S} - X}{\overline{S} - \underline{S}} \cdot C(\underline{S}) \cdot$$

(15) Multiplicando e dividindo o segundo membro da inequação em (14) por $e^{j_t T}$, tem-se:

$$C(X) > \frac{\overline{S} - X}{\overline{S} - \underline{S}} \cdot e^{j_t T} \cdot e^{-j_t T} \left(S_0 e^{j_t^* T} - \underline{S} e^{-j_t T}\right) \Leftrightarrow$$
$$C(X) > \frac{\overline{S} - X}{\overline{S} - \underline{S}} \cdot e^{-j_t T} \cdot (F - \underline{S}) \Leftrightarrow C(X) > \left[\left(\overline{S} - X\right) \cdot e^{-j_t T}\right] \left(\frac{F - \underline{S}}{\overline{S} - \underline{S}}\right)$$

O primeiro factor do segundo membro desta inequação corresponde ao segundo membro da inequação em (14), pelo que (15) é uma condição mais restritiva quando o segundo factor é inferior a 1, ou seja, quando $\underline{S} \le F \le \overline{S}$.

são possível da banda que permitiria não rejeitar a sua credibilidade perfeita, ou seja, a dimensão mínima de uma banda perfeitamente credível (α).

Tendo em conta as perspectivas de integração monetária na UE este exercício permite identificar, a partir dos preços das opções, a banda na qual uma moeda se poderia mover sem forçar um realinhamento no horizonte do prazo para vencimento da opção, esperando-se que, com a aproximação do início da UEM a moeda se movimente num intervalo de amplitude cada vez menor.

Transformando (15) numa igualdade e utilizando o princípio da simetria de uma banda em torno da paridade central tem-se $\underline{S} = S_c / (1+\alpha)$ e $\overline{S} = (1+\alpha) S_c$ (sendo S_c a taxa central). Substituindo $\underline{S}$ e $\overline{S}$ por estas expressões, resolve-se a equação resultante de (15) em ordem a α dado S_c.

4. EVIDÊNCIA EMPÍRICA

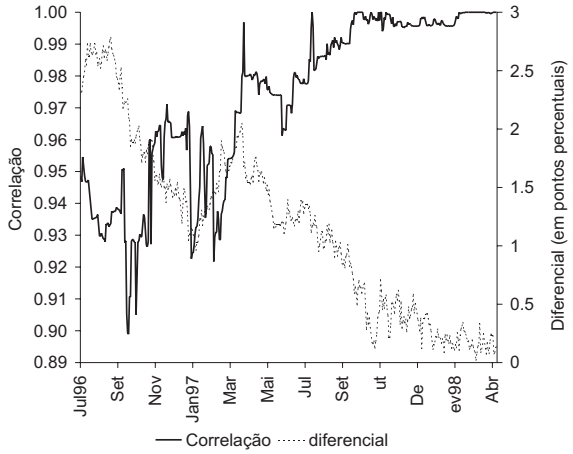
Na análise empírica foram utilizadas volatilidades (cotações *ask*) de opções OTC *at-the-money forward* com horizonte de três meses, divulgadas publicamente pelo Banco Português do Atlântico (BPA)[16], respeitantes ao período entre 26 de Julho de 1996 e 30 de Abril de 1998, para as taxas de câmbio entre o marco alemão e o escudo (PTE/DEM), o marco alemão e o dólar americano (USD/DEM) e o escudo e o dólar americano (PTE/USD)[17].

Procedeu-se inicialmente à análise da implicação (*i*) $\rho_{t,T} \to 1$ $(T \to 0)$, através do cálculo da correlação implícita entre as taxas de câmbio do escudo e do marco alemão face ao dólar americano, conforme (8), e considerando-se S_1, S_2 e S_3 como as taxas de câmbio PTE/DEM, DEM/USD e PTE/USD, respectivamente[18].

De acordo com o gráfico 1, a correlação entre as taxas de variação do marco alemão e do escudo, face ao dólar americano, tem aumentado desde o final do primeiro trimestre de 1997. Na segunda metade de 1997, a correlação implícita esteve consistentemente acima de 0.95 e aumentou de forma

Gráfico 1

CORRELAÇÃO IMPLÍCITA ENTRE AS TAXAS DE VARIAÇÃO DAS COTAÇÕES DO MARCO ALEMÃO E DO ESCUDO FACE AO DÓLAR AMERICANO (HORIZONTE DE 3 MESES) E DIFERENCIAL ENTRE TAXAS DE JURO *FORWARD OVERNIGHT* DE PORTUGAL E DA ALEMANHA (HORIZONTE DE 1 DE JANEIRO DE 1999)



significativa em Setembro. A descida das cotações das acções nos mercados internacionais, em Outubro de 1997, não afectou a correlação implícita, a qual se manteve relativamente estável entre 0.98 e 0.99.

Em Março de 1998, na sequência do anúncio dos valores dos saldos orçamentais dos países da UE, a correlação implícita aumentou para 0.99. Nas vésperas da cimeira de Bruxelas de 1 a 3 de Maio, a correlação entre as variações das taxas de câmbio USD/DEM e USD/PTE situava-se já entre 0.99 e 1.

Os resultados obtidos a partir das correlações implícitas são consistentes com a ideia de que os participantes nos mercados financeiros esperavam a inclusão de Portugal no grupo dos membros fundadores do euro.

A relação entre o comportamento das correlações cambiais implícitas calculadas e as expectativas sobre a participação do escudo na área do euro parecem ser confirmadas pela análise da implicação *(ii)*. De facto, as correlações cambiais entre as taxas de variação diária das cotações do escudo e do marco alemão face ao dólar americano e o diferencial entre as taxas de juro a prazo do *overnight*,

(16) Através da página BPAI da *Reuters*.

(17) Os dados foram generosamente disponibilizados pelo Banco Português do Atlântico.

(18) De acordo com esta notação, uma correlação perfeita entre S_2 e S_3 corresponde a um coeficiente de correlação igual a -1. Os resultados serão apresentados em valor absoluto.

Gráfico 2
FUNÇÕES DENSIDADE DE PROBABILIDADE
PTE / DEM a 3 meses

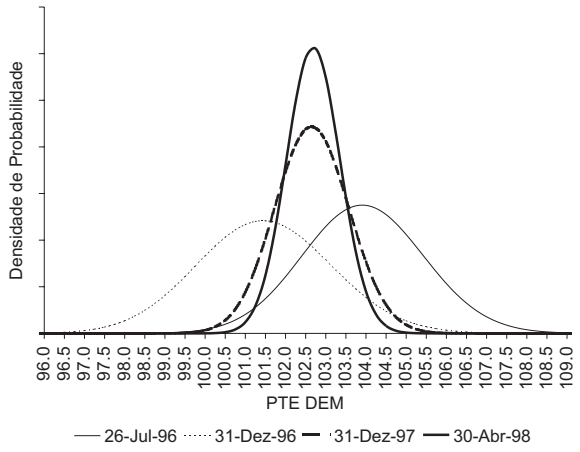


Gráfico 3
DISTRIBUIÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO PTE/DEM A 3 MESES
Estatísticas descritivas

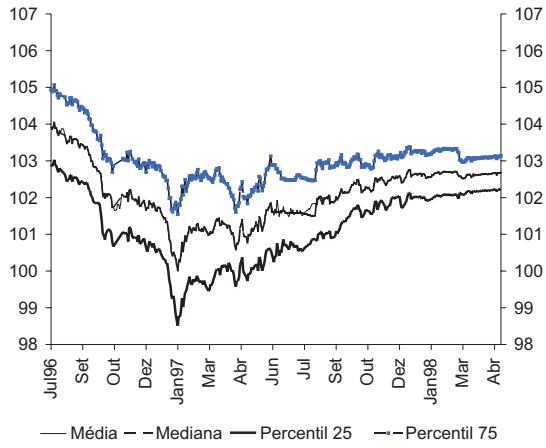
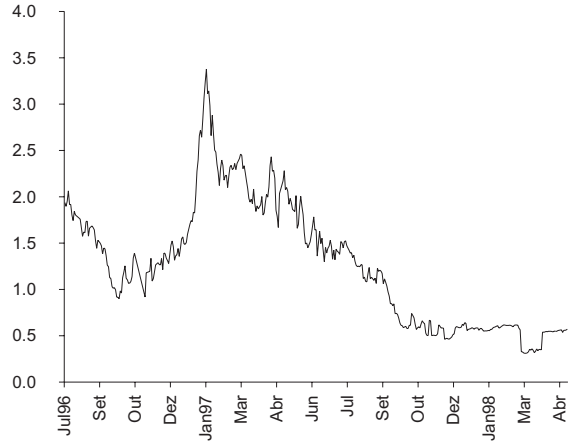


Gráfico 4
DIMENSÃO MÍNIMA DE UMA BANDA PERFEITAMENTE CREDÍVEL
PTE / DEM a 3 meses



para o horizonte de 1 de Janeiro de 1999, do escudo e do marco alemão, evidenciam um padrão de evolução coerente com a expectativa de inclusão de Portugal (gráfico 1).

No que respeita à implicação (*iii*) $E_t\left(s_{t+(t-1)}\right) = f_{t,t+(t-1)} = s^*$, conforme se ilustra nos gráficos 2 e 3, a evolução da FDPNR da taxa de câmbio PTE / DEM, deduzida de acordo com (9), evidenciou uma crescente aproximação da média, moda e mediana à paridade central bilateral (102.505 PTE / DEM), e uma redução da massa de probabilidade atribuída aos valores nas abas da distribuição. O intervalo interquartis diminuiu de 2 para 0.9 escudos.

As expectativas de participação na UEM são igualmente visíveis na evolução da dimensão mínima da banda perfeitamente credível face ao marco alemão, correspondente à solução de (15) em ordem a α. De acordo com o gráfico 4, esta variável reduziu-se substancialmente desde Julho de 1996, tendo passado de valores situados acima de 3 por cento para cerca de 0.5 por cento. Esta evolução é consistente com a alteração de expectativas no sentido de uma menor depreciação do escudo face à moeda alemã e, simultaneamente, de uma menor incerteza do mercado relativamente aos valores futuros do PTE / DEM.

5. CONCLUSÕES

Os prémios das opções cambiais fornecem informação relevante sobre as expectativas dos agentes económicos. Quando comparadas com as medidas de correlação calculadas com base em valores observados no passado, as correlações implícitas nos preços das opções cambiais têm a vantagem de ser um "indicador avançado", especialmente útil durante períodos em que são esperadas mudanças de regime. Em particular, as correlações implícitas permitem avaliar as expectativas do mercado quanto ao grau de convergência das moedas participantes na UEM.

Os resultados obtidos são consistentes com a ideia de que a expectativa da participação do escudo na área do euro foi aumentando de forma persistente ao longo do ano de 1997, e sugerem também que o mercado atribui uma elevada credibilidade à paridade central bilateral anunciada na cimeira europeia de 1 a 3 de Maio de 1998.

Por um lado, nas vésperas da cimeira, os participantes no mercado esperavam uma correlação quase perfeita entre os movimentos do marco alemão e do escudo face ao dólar americano. Por outro lado, os momentos centrais da FDPNR da taxa de câmbio PTE/DEM aproximaram-se da paridade central e a incerteza quanto aos valores futuros do PTE/DEM reduziu-se de forma acentuada.

REFERÊNCIAS

Abken, Peter A. (1995), "Using Eurodollar Futures and Options: Gauging the Market's View of Interest Rate Movements", Federal Reserve Bank of Atlanta *Economic Review*, March/April: 10-30.

Bahra, Bhupinder (1996), "Implied Risk-Neutral Probability Density Functions from Option Prices: Theory and Application", Bank of England *Economic Bulletin*, August 1996.

BIS (1996), "Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1995".

Campa, José M. e P. H. Kevin Chang (1997), "The Forecasting Ability of Correlations Implied in Foreign Exchange Options", NBER *Working Paper Series*, Working Paper 5974.

Campa, José Manuel e P. H. Kevin Chang (1996), "Arbitrage-based Tests of Target-Zone Credibility: Evidence from ERM Cross-Rate Options", *American Economic Review*, Vol. 86, No.4, September 1996.

Campa, José Manuel, P. H. Kevin Chang and Robert L. Reider (1997), "ERM bandwidths for EMU and after: evidence from foreign exchange options", *Economic Policy*, No. 24, Abril, pp. 55-89.

Cassola, Nuno e Carlos Santos (1998), "EMU, Exchange Rate Volatility and Bid-Ask Spreads", *Working Paper* 5/98, Banco de Portugal.

Garman, Mark M. e Steven W. Kohlhagen (1983), "Foreign Currency Option Values", *Journal of International Money and Finance*, 2 (December 1983), pp. 231-37.

Malz, Allan M. (1996), "Using Option Prices to Estimate Realignment Probabilities in the European Monetary System: the case of sterling-mark", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 15, No. 5, pp. 717-748.

Neuhaus, Hans (1995), "The information content of derivatives for monetary policy: implied volatilities and probabilities", Deutsche Bundesbank *Economic Research Group*, discussion paper No. 3/95.

Svensson, Lars E. (1993), "Assessing target zone credibility: mean reversion and devaluation expectations in the EMS 1973-1992", *European Economic Review*, 37, pp. 763-802.

Svensson, Lars E. (1991), "The Simplest Test of Target Zone Credibility", *International Monetary Fund Staff Papers*, Vol. 38, pp. 655-665.

Söderlind, Paul e Lars E.O. Svensson (1997), "New Techniques to Extract Market Expectations from Financial Instruments", *Journal of Monetary Economics*, 40, pp. 383-429.

A QUANTIFICAÇÃO DA INFORMAÇÃO FORNECIDA POR INQUÉRITOS QUALITATIVOS*

A procura externa de bens e serviços

*Rui Esteves***

1. INTRODUÇÃO

Em Portugal, são publicados, com periodicidade mensal ou trimestral, os resultados de inquéritos de natureza qualitativa à actividade económica (Inquéritos de Conjuntura). Estes resultados são indicadores das expectativas e comportamentos dos agentes económicos, relativamente a diversos aspectos da evolução económica, em vários sectores de actividade, assumindo por isso uma grande relevância na análise da conjuntura.

Os inquéritos qualitativos à actividade económica possuem diversas características que tornam indispensável a sua utilização para a avaliação da economia: os seus resultados são divulgados antes dos valores das estatísticas quantitativas e, ao contrário destas, não sofrem revisões em data posterior à sua publicação; estes inquéritos cobrem alguns sectores para os quais não existem estatísticas quantitativas ou são divulgadas com pouca frequência; são a única fonte de informação sobre as expectativas dos agentes económicos, o que permite prever a evolução da economia a curto prazo.

Nos inquéritos de conjuntura, os responsáveis das empresas que integram a amostra respondem se um determinado aspecto da actividade da empresa verificou, em dado período, um aumento, uma evolução estável ou uma diminuição(1). Os resultados dos inquéritos são apresentados sob a forma das proporções de cada um dos três tipos de respostas possíveis, não permitindo fazer uma interpretação imediata da evolução de determinado aspecto para a globalidade do sector questionado. Usualmente, para condensar a informação dos inquéritos, calcula-se o saldo das respostas extremas (a proporção de respostas "aumentou" subtraída da proporção de respostas "diminuiu"). No entanto, esta estatística, porque é uma agregação, representa uma perda de informação (perde-se a proporção de respostas "manteve-se estável"), e tem implícita uma forte restrição: uma resposta "aumento" tem a mesma importância relativa que uma resposta "diminuição".

A conjugação da informação resultante dos inquéritos de conjuntura com a informação quantitativa referente a um mesmo aspecto da actividade económica permite compreender a relação entre as proporções das diversas respostas e o estado da actividade económica. Os métodos de quantificação de informação de natureza qualitativa permitem alcançar estes objectivos. Para quantificar os resultados dos inquéritos de conjuntura têm sido propostas diversas metodologias. Neste estudo foca-se uma técnica que, apesar de simples, apresenta resultados de reconhecida utilidade. Essa técnica baseia-se na hipótese de a variação real de uma variável questionada ser uma média ponderada

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

** Departamento Estudos Económicos.

(1) As respostas possíveis não assumem obrigatoriamente este formato, pois variam com o tipo da questão, podendo as respostas ser, por exemplo: boa / satisfatória / deficiente, acima do normal / normal / abaixo de normal, aumento / estabilização / diminuição, aumentar / estabilizar / diminuir, etc. As perguntas podem também ser referentes às expectativas relativamente a um período futuro.

das variações médias dentro dos três grupos de respostas.

O atraso temporal na publicação de estatísticas quantitativas, em contraste com o que sucede nas estatísticas qualitativas, confere aos métodos de quantificação uma grande relevância, pois permitem obter estimativas do comportamento futuro de indicadores quantitativos.

Neste estudo pretende-se analisar as relações entre a informação qualitativa e quantitativa, por forma a que se possam estimar variações de estatísticas quantitativas e interpretar mais correctamente os resultados dos inquéritos, recorrendo a um método de quantificação. Para alcançar esse objectivo utilizar-se-á informação referente à procura externa de bens e serviços portugueses.

Este estudo contém 4 secções adicionais. Na secção 2, procede-se à apresentação da informação, qualitativa e quantitativa, empregue no processo de quantificação e a forma como foi obtida e tratada. A terceira secção contém uma breve apresentação da metodologia de quantificação utilizada neste estudo. Os principais resultados obtidos com a aplicação dessa metodologia, são apresentados e comentados na secção quatro. Finalmente, na quinta secção expõem-se as conclusões deste estudo.

2. INFORMAÇÃO DE BASE

Os indicadores analisados neste estudo referem-se à procura externa de bens e serviços nacionais, com periodicidade trimestral. A análise baseia-se em dois tipos de informação: informação de natureza qualitativa e informação de natureza quantitativa.

As respostas de natureza qualitativa utilizadas referem-se à questão sobre a carteira de encomendas proveniente do estrangeiro, do Inquérito de Conjuntura à Indústria Transformadora (ICIT), realizado pelo Instituto Nacional de Estatística. Esta questão é efectuada com periodicidade mensal e nela interroga-se o responsável de cada empresa se "Considera que, tendo em conta a época do ano, a vossa carteira de encomendas (ou a procura) proveniente do estrangeiro é actualmente: superior ao normal / normal / inferior ao normal"(2).

O Inquérito de Conjuntura à Indústria Transformadora encontra-se disponível no actual formato desde Junho de 1994. Para o formato antigo deste inquérito existe informação desde Janeiro de 1987 até Março de 1997. Após a análise das proporções das três respostas, nos períodos comuns aos dois formatos do inquérito, verificou-se que a correlação entre elas era bastante elevada, pelo que se procedeu a uma correcção do nível das respostas do formato antigo e à sua colagem com as séries de respostas extremas mais recentes. A colagem foi efectuada no mês para o qual, nos doze meses seguintes, o coeficiente de correlação entre os resultados dos dois inquéritos fosse superior. Os valores do inquérito antigo foram corrigidos de nível com base na diferença média entre os dois inquéritos, no período de doze meses em que se verificou uma maior correlação.

Apesar de na questão referente à procura externa, do inquérito, se referir que a resposta deve ser em função da época do ano, as séries dos três tipos de resposta apresentaram sazonalidade, ainda que fraca. Assim, procedeu-se à correcção da variação sazonal das respostas qualitativas. Esta correcção foi efectuada com a utilização dos programas TRAMO e SEATS, admitindo uma decomposição aditiva.

Uma vez que a informação dos inquéritos de conjuntura, utilizada neste estudo, é publicada todos os meses, foi necessário proceder a uma agregação de informação qualitativa, para efectuar a quantificação de indicadores quantitativos de periodicidade trimestral. Foram experimentadas diversas formas de agregação, para averiguar se a relação entre as respostas ao inquérito e os valores da procura externa é contemporânea, atrasada ou avançada. Os indicadores qualitativos trimestrais foram construídos como médias de três meses das proporções das respostas. Essas médias foram constituídas não só com os três meses que formam o trimestre, mas também com os três meses que começam um a três meses antes ou depois do início do trimestre, correspondendo a variáveis atrasadas ou avançadas entre um a três meses(3).

(2) Pergunta do Inquérito de Conjuntura à Indústria Transformadora na versão iniciada em Junho de 1994.

(3) Por exemplo: relacionar a variável quantitativa com as respostas agregadas com atraso de um mês, significa que as últimas variáveis correspondem à agregação da informação de Março a Maio, de Junho a Agosto, de Setembro a Novembro e de Dezembro a Fevereiro.

As taxas de variação homóloga (tvh) da procura externa de bens e serviços em volume, foi o indicador seleccionado para relacionar com as proporções das respostas ao ICIT[4]. As estimativas deste indicador foram construídas com base em médias geométricas das taxas de variação homóloga do volume das importações de sete países[5], ponderadas pelo peso relativo de cada país nas exportações portuguesas. Os valores utilizados baseiam-se em estatísticas divulgadas pelo *Datastream*.

Este estudo cobre o período compreendido entre o primeiro trimestre de 1988 e o último trimestre de 1996. O período de análise encontra-se limitado porque o ICIT surgiu apenas em 1987. Como as primeiras observações dos inquéritos são geralmente irregulares devido a um período de adaptação dos inquiridos e da instituição que os realiza, não se considerou informação do primeiro ano do inquérito.

3. METODOLOGIA

Nesta secção será apresentada de forma sucinta a metodologia utilizada para obter indicadores quantitativos com base nas respostas de natureza qualitativa[6].

O método, que será denominado neste texto por MPR (método das proporções das respostas), considera que o valor esperado da variável quantitativa de referência é igual à soma da média dessa mesma variável, condicionada por cada tipo de resposta, multiplicada pela probabilidade de cada tipo de resposta, baseando-se assim na seguinte identidade:

$$E(g_t) = E(g_t|A_t)\Pr(A_t) + E(g_t|E_t)\Pr(E_t) + E(g_t|D_t)\Pr(D_t) \quad (1)$$

onde g_t é a variável quantitativa de referência, *A*, *E* e *D* representam as respostas possíveis dos indivíduos: aumento, estabilização e diminuição, respectivamente.

Considerando que as probabilidades dos inquiridos darem cada tipo de resposta são dadas pelas proporções das respostas aos inquéritos qualitativos, a_t, e_t e d_t, e que $g_t = E(g_t) + \varepsilon_t$, onde ε_t é um resíduo aleatório com as propriedades clássicas (isto é, $E(\varepsilon_t) = 0, E(\varepsilon_t^2) = \sigma_\varepsilon^2$ e $E(\varepsilon_t \varepsilon_k) = 0$ se $t \neq k$), e designando por $\theta_{i,t}$ os valores esperados da variável de referência, condicionados por cada tipo de resposta, obtém-se a seguinte equação:

$$g_t = \theta_{1,t} a_t + \theta_{2,t} e_t + \theta_{3,t} d_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

Para estimar a equação da expressão (2) várias são as hipóteses que se podem considerar relativamente aos parâmetros $\theta_{i,t}$. Uma das hipóteses que se pode assumir é que as médias condicionadas são constantes ao longo do tempo. Admitindo esta hipótese, a expressão (2) pode ser estimada através do método dos mínimos quadrados. Noutras hipóteses assume-se que os valores esperados da variável de referência, condicionada pelos tipos de resposta, variam no tempo, podendo-se considerar por exemplo que são função de outras variáveis.

Na realização deste estudo consideraram-se duas hipóteses relativamente à evolução dos parâmetros $\theta_{i,t}$. Numa primeira abordagem assumiu-se que estes parâmetros eram constantes ao longo do período de análise. Na outra hipótese, relativamente às médias condicionadas, considerou-se que estas evoluem em passeio aleatório, ou seja:

$$g_t = \theta_{1,t} a_t + \theta_{2,t} e_t + \theta_{3,t} d_t + \varepsilon_t \quad (3)$$

$$\theta_{i,t} = \theta_{i,t-1} + \gamma_{i,t}$$

onde ε_t e $\gamma_{i,t}$ são ruídos brancos gaussianos.

Estimando a expressão (3), recorrendo ao filtro de Kalman, conseguem-se estimar as médias condicionadas $\theta_{i,t}$, e podem-se obter estimativas de g_t, baseadas nos resultados dos inquéritos de conjuntura.

(4) Para além das tvh da procura externa, foram também utilizadas as taxas da variação homóloga das exportações portuguesas de bens e serviços, em volume. Os resultados obtidos com esta variável de referência foram claramente inferiores, exibindo uma correlação muito reduzida com as respostas ao ICIT.

(5) Os países considerados são: Alemanha, França, Espanha, Itália, Reino Unido, Estados Unidos da América e Japão.

(6) Uma outra técnica , baseada em desenvolvimentos da metodologia inicialmente proposta por Carlson e Parkin (1975) foi também utilizada, no entanto, como é um método de menor simplicidade e que não apresentou melhores resultados, não é aqui apresentado.

4. RESULTADOS

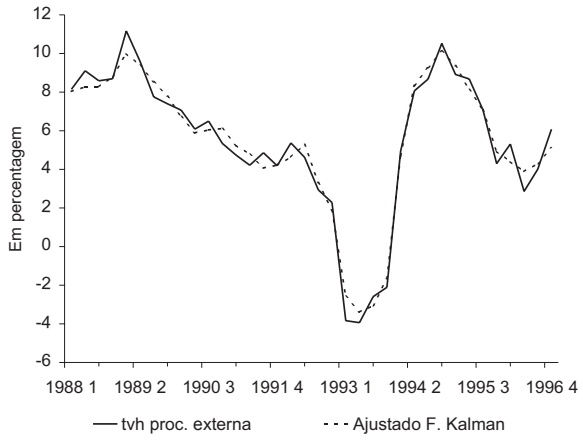
A escolha da variável de referência, para quantificar os resultados dos inquéritos qualitativos, é um passo de extrema importância na aplicação dos métodos acima expostos. Para que se possam obter bons resultados, a variável quantitativa utilizada terá de se referir ao mesmo aspecto sobre o qual os agentes económicos são questionados, ou estar fortemente correlacionada com essa. Assim, a quantificação dos resultados dos inquéritos, em grande parte dos casos, não se pode efectuar por falta de variáveis de referência e por vezes devido a erros de medição estatística, principalmente nas variáveis quantitativas de referência, uma vez que são baseadas em complexos processos de amostragem(7).

Neste estudo, a variável de referência considerada como candidata para quantificar os resultados da questão referente à procura proveniente do estrangeiro, do ICIT(8), foi a evolução temporal das taxas de variação homóloga da procura externa, de bens e serviços(9).

Como se referiu na secção 2, foram experimentadas agregações da informação mensal dos inquéritos, com atrasos e avanços mensais. Nas várias modelações efectuadas, os melhores resultados foram obtidos utilizando as proporções das respostas agregadas com atraso de um mês, indicando que as encomendas externas em carteira são na sua maior parte concretizadas no mês seguinte à sua elaboração. Todos os resultados abaixo apresentados foram obtidos utilizando proporções de respostas agregadas dessa forma.

Para estimar a relação entre a tvh da procura externa e as proporções das respostas ao ICIT, começou-se por assumir a hipótese das variações

Gráfico 1
PROCURA EXTERNA



médias dentro de cada grupo de respostas (coeficientes θ em (2)) serem constantes ao longo do tempo. Os resultados obtidos permitiram verificar uma relação muito forte entre as respostas à questão da "carteira de encomendas externa" do ICIT e a procura externa dirigida ao mercado nacional. Os valores estimados dos coeficientes, resultantes desta estimação, foram 24,5 por cento, 10,1 por cento e -15,4 por cento, para as proporções de respostas "superior ao normal", "normal" e "inferior ao normal", respectivamente.

A hipótese das médias da variável de referência serem estáveis no tempo apresenta-se à partida como bastante limitativa, pois não existem evidências de que essa estabilidade das variações médias se verifique. A tendência observada nos resíduos do ajustamento efectuado pode ser indicativa de uma alteração nas taxas médias verificadas em cada grupo de inquiridos.

Para quantificar os resultados dos inquéritos qualitativos sem se impor a restrição de coeficientes constantes ao longo do tempo, optou-se por assumir a hipótese dos coeficientes evoluírem em passeio aleatório, tendo-se estimado a expressão (3) através do filtro de Kalman.

Da estimação de (3) resultou que as taxas de variação homóloga média nos grupos de respostas "superior ao normal", "normal" e "inferior ao normal", apresentaram no quarto trimestre de 1996 valores de 27.7, 7.7 e -13.7 e médias de 26.6, 9.3 e -14 em todo o período de estimação, respectivamente. No gráfico 1 apresentam-se os valores ajus-

(7) As estimativas das variáveis quantitativas possuem, na generalidade dos casos, maiores erros que as estimativas das proporções das respostas qualitativas, uma vez que são obtidas através de processos de amostragem e agregação de maior complexidade.

(8) Na secção anterior, por se apresentarem os métodos de uma forma genérica, considerou-se que as três hipóteses de resposta eram "aumentou", "manteve-se estável", "diminuiu". Nesta secção, consideram-se como respostas possíveis aquelas que constam no ICIT: "superior ao normal", "normal" e "inferior ao normal".

(9) Outras variáveis poderiam ser utilizadas. No entanto, de entre a informação disponível esta foi considerada a mais adequada.

Gráfico 2
PROCURA EXTERNA
tvh médias estimadas

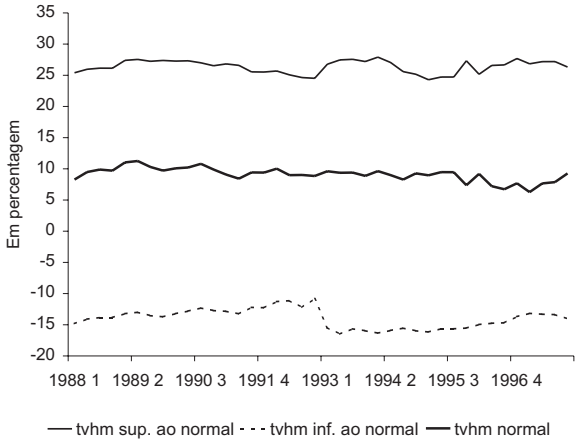
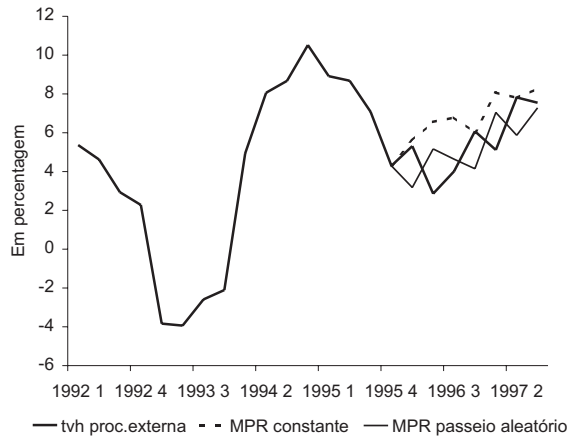


Gráfico 3
PREVISÕES DA PROCURA EXTERNA



tados com o filtro de Kalman em comparação com os valores da taxa de variação homóloga da procura externa. Como seria de esperar existe uma proximidade muito grande entre valores ajustados e verificados, uma vez que a flexibilidade conferida aos parâmetros, permite uma grande adaptação à evolução da série de referência.

No gráfico 2 estão representadas as tvh médias de cada grupo de respostas, estimadas recorrendo ao filtro de Kalman. Refira-se que apesar de apresentarem alguma variação, as taxas estimadas nunca se afastam muito da sua média.

Dado que uma das principais vantagens dos métodos de quantificação consiste em fornecer primeiras estimativas de variáveis quantitativas, ainda não divulgadas, com base nos resultados dos inquéritos de conjuntura, analisaram-se as previsões a um passo, resultantes da utilização do MPR com parâmetros fixos e dinâmicos, no período compreendido entre o 1º trimestre de 1996 e o 3º trimestre de 1997(10).

As previsões produzidas pelo MPR com parâmetros dinâmicos foram melhores, apresentando uma raiz do erro de previsão quadrático médio de 1.75 p.p., enquanto que no caso de se considerarem parâmetros constantes, o valor dessa estatística foi de 2.1 p.p. Como se pode verificar no gráfico 3, as previsões obtidas com o MPR simples são claramente enviesadas, ao contrário do que acontece no caso do MPR estimado com o filtro de Kalman. Contudo, o MPR dinâmico "erra" sempre o sinal da variação da tvh da procura externa, isto é, sempre que ocorreu aceleração o previsor antecipou desaceleração e vice-versa. No entanto pode-se, concluir que o MPR estimado através do filtro de Kalman, permite obter melhores previsões da procura externa.

A aplicação de métodos de quantificação permite não só obter indicadores quantitativos com base em respostas a inquéritos, mas também inferir sobre o comportamento dos inquiridos em relação às questões que lhes são colocadas. Com a aplicação do MPR com parâmetros dinâmicos, para quantificação da procura externa, estimaram-se as taxas de variação médias dentro de cada grupo de respostas, que foram de 27.7 por cento, 7.7 por cento e -13.7 por cento no quarto trimestre de 1996, para os inquiridos que responderam, superior ao normal, normal e inferior ao normal, respectivamente. Verifica-se que, em média, os inquiridos que respondem "normal" enfrentaram uma variação bastante positiva, e que a respostas do tipo "superior ao normal" estão associadas variações, em valor absoluto, superiores às variações que levaram os inquiridos a responder "inferior ao normal". Esta situação é compreensível, uma vez que se trata de uma variável que apresenta quase sempre taxas de variação positivas. Nestes casos, os inquiridos tendem a responder que a situação é normal quando na realidade se verifica um cresci-

(10) Os valores tvh da procura externa em volume para o ano de 1997 estão sujeitos a revisão.

mento. No entanto, a taxa de variação média dos inquiridos que respondem "normal" é superior à taxa de variação homóloga média da procura externa (5.6 por cento), indicando não só que os inquiridos que reportam uma evolução estável, o fazem devido ao crescimento "histórico" da procura externa, mas também devido a um certo pessimismo.

Estes resultados expõem as principais deficiências da utilização do saldo das respostas extremas (SRE) como indicador da percepção que os agentes económicos têm da evolução das suas actividades. O SRE não considera a proporção de respostas "normal", que se verifica indicar um crescimento da procura externa. Uma análise baseada em SRE parte da hipótese que qualquer das respostas extremas possui o mesmo peso relativo, o que também se verifica não ser verdade, pois, em média, as taxas associadas a respostas "superior ao normal" são, em valor absoluto, mais elevadas que as taxas associadas a respostas "inferior ao normal".

As estimativas dos parâmetros permitem verificar que iguais variações nas proporções de ambas as respostas extremas, que deixam o SRE inalterado, indicam que, em média, a variação que os inquiridos enfrentam não é nula. Considerando as estimativas de cada parâmetro para o último período de 1994 (25.16 por cento, 9.28 por cento e -15.97 por cento), se as duas proporções de respostas extremas aumentassem 1 por cento (a proporção de respostas do tipo "normal" diminui 2 por cento) a tvh da procura externa da bens e serviços estaria a diminuir cerca de 0.1 p.p. Pode-se constatar também que a tvh da variável de referência sofre uma alteração superior caso 1 por cento dos inquiridos deixe de responder "inferior ao normal" para responder "normal" (0.25 p.p.), do que se essa mesma proporção deixar de responder "superior ao normal" para responder "normal" (-0.16 p.p.)[11].

(11) Não se verifica sempre que variações nas proporções das respostas que deixam inalterado o SRE, impliquem variações nas estimativas da variável de referência. Sempre que $\theta_2 = (\theta_1 + \theta_3)/2$, ou se verifique uma relação aproximada, iguais variações nas proporções das respostas extremas provocam variações nulas ou insignificantes na variável de referência.

6. CONCLUSÕES

Este estudo apresenta um método de estimação da variação da Procura externa recorrendo a inquéritos de natureza qualitativa à actividade económica. As principais conclusões deste estudo são as seguintes:

— os resultados dos inquéritos qualitativos referentes procura externa ajustam-se bem à tvh da procura externa de bens e serviços em volume;
— as respostas sobre procura externa, do ICIT mensal, constituem um indicador avançado da tvh da procura externa trimestral, uma vez que os melhores resultados de quantificação foram obtidos com agregação trimestral dos resultados do inquérito atrasados um mês;
— o método baseado na utilização directa das proporções das respostas, com parâmetros a evoluir em passeio aleatório, mostrou ser superior ao método com parâmetros constantes, naquela que é uma das principais funções dos métodos de quantificação, a previsão a curto prazo da variável quantitativa de referência. A importância desta função resulta das variáveis quantitativas serem, vulgarmente, divulgadas com atrasos consideráveis em relação aos períodos a que se referem;
— o saldo de respostas extremas, como indicador da evolução da procura externa, tem algumas deficiências. As respostas do tipo carteira de encomendas "normal" revelam, em média, que se verifica um aumento. As respostas de "superior ao normal" representam em valor absoluto uma variação superior a respostas de "inferior ao normal". Estes factos revelam que os agentes económicos são algo pessimistas na avaliação da sua carteira de encomendas proveniente do estrangeiro.

REFERÊNCIAS

Batchelor, R. A. (1982), Expectations output and inflation: The European Experience", *European Economic Review*, 17.

Batchelor, R. A. e Orr, A. B. (1987), "Inflation Expectations Revisited", *Economica*, 55.

Carlson, J.A. e Parkin, M. (1975), "Inflation Expectations", *Economica*, 42.

Cunningham, A. (1997), "Quantifying survey data", Bank of England *Quaterly Bulletin*, August 1997.

Dasgupta, S. e Lahiri, K. (1992), "A Comparative Study of Alternative Methods of Quantifying Qualitative Survey Responses Using NAPM Data", *Journal of Business & Economic Statistics*, vol 10.

Dasgupta, S. e Lahiri, K. (1993), "On the Use of Dispersion Measures from NAPM Surveys Business Cycle Forecasting", *Journal of Forecasting*, vol 12.

Rahiala, M. e Teräsvirta,T. (1993), "Business Survey Data in Forecasting the Output of Swedish and Finnish Metal and Engineering Industries: A Kalman Filter Approach", *Journal of Forecasting*, vol 12.

Soares, M. C. (1993), "Indicadores Quantitativos a partir de Respostas Qualitativas: Evolução das Exportações em Volume", *Boletim Trimestral* vol 15, nº1, Março 1993 do Banco de Portugal,