

A ECONOMIA PORTUGUESA EM 1999

1. INTRODUÇÃO

As previsões do Banco de Portugal apresentadas neste *Boletim Económico* apontam para uma desaceleração do Produto Interno Bruto (PIB) em 1999, que deverá crescer entre 2¾ e 3¼ por cento (3.8 por cento em 1998). De acordo com a previsão, o abrandamento resultará quer de um menor crescimento da procura interna, quer da desaceleração das exportações de bens e serviços. A taxa de variação da procura interna deverá situar-se no intervalo de 4¼ a 4¾ por cento, inferior aos 6.4 por cento estimados para 1998, para o que contribui especialmente a diminuição do ritmo de crescimento da Formação Bruta de Capital Fixo (4¼ a 5¼ por cento, por comparação com 9.8 por cento em 1998). Prevê-se igualmente uma desaceleração das exportações de bens e serviços, com um crescimento previsto entre 3¼ e 4¼ por cento (9.1 por cento em 1998). Em linha com o abrandamento da procura global, as importações de bens e serviços deverão desacelerar para entre 7 e 8 por cento (14.8 por cento em 1998). A evolução das exportações está a ser condicionada pelo abrandamento da procura externa dirigida à economia portuguesa, num contexto do menor crescimento económico da área do euro em 1999. Em consequência, o contributo da procura externa líquida para o crescimento manter-se-á negativo este ano, mas será inferior em valor absoluto ao do ano anterior.

Apesar de se verificarem algumas diferenças em termos da composição do crescimento do produto, a actual previsão do crescimento económico não difere da apresentada no *Boletim Económico* de Março. Em termos das principais componentes, o consumo privado e o consumo público apresentarão um crescimento mais forte em cerca de ½ pontos percentuais (p.p.) do que então previsto e o contributo da procura externa líquida para o cres-

cimento do produto será mais negativo. Neste contexto, prevê-se agora um défice agregado das balanças corrente e de capital entre 5¼ e 6¼ por cento, superior em ¾ p.p. ao previsto em Março e que compara com 4.3 por cento em 1998.

O significativo agravamento, em percentagem do PIB, do défice agregado das balanças corrente e de capital reflecte o aumento das necessidades líquidas de financiamento da economia face ao exterior, através do alargamento do diferencial entre investimento e poupança interna. O comportamento do sector privado (empresas e famílias), cujas necessidades de financiamento voltaram a aumentar em percentagem do PIB, manteve-se determinante para esta evolução, já que o défice das Administrações Públicas deverá reduzir-se em cerca de 0.4 p.p. do PIB, para 1.8 por cento.

A satisfação das necessidades de financiamento das famílias e empresas não financeiras continuou a implicar um crescimento muito forte do crédito bancário a estes sectores, que no seu conjunto em Agosto cresceu 28.1 por cento (31.9 por cento para o crédito a particulares e 26.9 por cento para as sociedades não financeiras)⁽¹⁾.

Tal como em 1998, durante o primeiro semestre de 1999 as instituições financeiras monetárias (IFM)⁽²⁾ continuaram a financiar o sector privado residente através da captação de recursos externos e da redução de activos sobre o exterior, na maioria de curto prazo, sob a forma de operações de depósito e de empréstimo com não residentes. O saldo destas operações (de “Outro Investimento”

(1) Salvo indicação em contrário, todas as taxas de variação referidas no texto correspondem a taxas de variação relativamente ao período homólogo do ano anterior.

(2) Não incluem as autoridades monetárias.

Quadro 1.1

PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICOS

Taxas de variação em percentagem

	1998	1999		
	Ano estimativa	1º Semestre estimativa	Ano	
			Previsão Actual	Previsão BE Mar99
Consumo privado	5.6	5.3	4¼ - 5¼	4¼ - 4¾
Consumo público.....	3.0	2.4	2.4	2
FBCF.....	9.8	4.6	4¼ - 5¼	4½ - 5½
Procura interna.....	6.4	4.8	4¼ - 4¾	4 - 4½
Exportações.....	9.1	3.2	3¼ - 4¼	3¾ - 4¾
Procura global	7.0	4.4	4 - 4½	4 - 4½
Importações	14.8	8.1	7 - 8	6¾ - 7¾
PIB	3.8	2.8	2¾ - 3¼	2¾ - 3¼
Balança corrente + balança de capital (% PIB).....	-4.3		-6¼; -5¼	-5½; -4½

das IFM e das operações realizadas pelas IFM através do sistema TARGET) ascendeu a cerca de 14.5 por cento do PIB durante o primeiro semestre de 1999, o que compara com 14.1 por cento no primeiro semestre de 1998 e 7.9 por cento no conjunto do ano de 1998.

Em 1999, em linha com a evolução das taxas de juro a longo prazo na área do euro, as taxas das Obrigações do Tesouro com maturidade residual de 10 anos inverteram a tendência globalmente decrescente observada nos anos anteriores, subindo cerca de 1.73 p.p. entre Janeiro e Outubro. Recentemente, o processo de inversão de tendência foi igualmente observado nas taxas para prazos mais curtos. A taxa LISBOR a três meses aumentou 0.85 p.p. entre Junho e Outubro, situando-se no final deste mês em 3.6 por cento. Por outro lado, no terceiro trimestre as taxas de juro do crédito bancário a particulares e empresas também deixaram de descer, tendo-se verificado uma subida entre 12 e 20 pontos base nas taxas aplicadas ao crédito de curto prazo a empresas.

De acordo com as previsões do Banco de Portugal, a taxa de desemprego deverá situar-se em 4.6 por cento no conjunto do ano de 1999 (5.0 por cento em 1998) e o emprego total deverá aumentar 1.5 por cento (2.3 por cento em 1998). O mercado trabalho continua a exibir uma forte relação com a evolução económica⁽³⁾. Tendo por referência o dinamismo do emprego e a redução da taxa de de-

(3) O crescimento previsto do emprego continua a ser consistente com a Lei de Okun estimada pelo Banco de Portugal para a economia portuguesa, quando abstraída a quebra de série verificada no início de 1998.

semprego, estima-se que, em 1999, o aumento das remunerações por trabalhador do sector privado se situe em 5.4 por cento (5.1 por cento em 1998), pelo que deverá ter excedido em cerca de 2 p.p., a exemplo de 1998, as remunerações salariais implícitas na contratação colectiva.

A inflação, calculada com base nas taxas de variação homóloga do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC)⁽⁴⁾, situou-se em 1.9 por cento no terceiro trimestre. Em Maio tinha-se reduzido para 2.1 por cento, depois de ter permanecido relativamente estabilizada em torno de 2.7 por cento desde o terceiro trimestre de 1998. O aumento da taxa de inflação tinha sido motivado por factores de natureza transitória cujo efeito foi desaparecendo no decurso do segundo trimestre deste ano. Foi o caso da correcção observada no aumento anormalmente elevado nos preços de alguns bens alimentares ocorrido em 1998. Verificou-se também a dissipação das pressões sobre os preços de alguns serviços resultante da realização da Expo-98. Por último, ter-se-ão esgotado em 1999 os efeitos da depreciação do escudo em relação ao conjunto das moedas do Mecanismo Cambial do Sistema Monetário Europeu, associada à convergência para as paridades centrais durante o período que antecedeu a criação do euro.

A evolução das medidas de tendência de inflação calculadas pelo Banco de Portugal confirma

(4) Após correcção, em 1998, dos efeitos de saldos e promoções, bem como da alteração de amostra de bens e serviços - veja-se Caixa III.1 "Alterações no IPCH: Estimativa de Revisão dos Valores de Inflação para 1998" do Capítulo III do *Relatório Anual* de 1998.

que a redução da taxa de inflação a partir de Maio foi parcialmente explicada pela correcção do comportamento anómalo de alguns preços em 1998. De facto, até Maio de 1999 os indicadores de tendência da inflação homóloga continuaram a situar-se abaixo da variação homóloga observada, evidenciando posteriormente uma redução mais gradual do que esta última.

Ao contrário do ocorrido em Portugal, a inflação homóloga subiu no conjunto dos países da área do euro de 0.8 por cento em Janeiro para 1.2 por cento em Setembro. Esta redução do diferencial entre a inflação portuguesa e a inflação europeia, para além da dissipação dos efeitos temporários acima referidos, resulta também da neutralização em Portugal do efeito directo da subida do preço internacional do petróleo nos preços dos produtos energéticos incluídos no cabaz do IHPC. Dado que o Governo Português tem optado por manter os preços máximos de venda ao público, em 1999 os preços no consumidor dos combustíveis não contribuíram para a subida da inflação em Portugal, contrariamente ao que tem acontecido na generalidade dos outros países da área do euro⁽⁵⁾.

2. ENQUADRAMENTO INTERNACIONAL DA ECONOMIA PORTUGUESA

A melhoria da situação económica mundial, notada desde o início de 1999, tem vindo a consolidar-se nos últimos meses. De entre as economias industrializadas, destaca-se a sustentação do crescimento nos EUA a um ritmo acima do esperado, a recuperação não esperada da economia japonesa e o fortalecimento da actividade no Reino Unido (gráfico 2.1). Na área do euro parece confirmar-se a recuperação projectada do crescimento económico para a segunda metade de 1999. Quanto às economias asiáticas mais afectadas pela crise de 1997/98, a actividade estará a recuperar mais cedo e com mais vigor do que o esperado. Na Rússia, a actividade económica tem apresentado sinais de recuperação, apesar da situação global se manter frágil, enquanto no Brasil o abrandamento económico deverá ser menos acentuado do que o inicial-

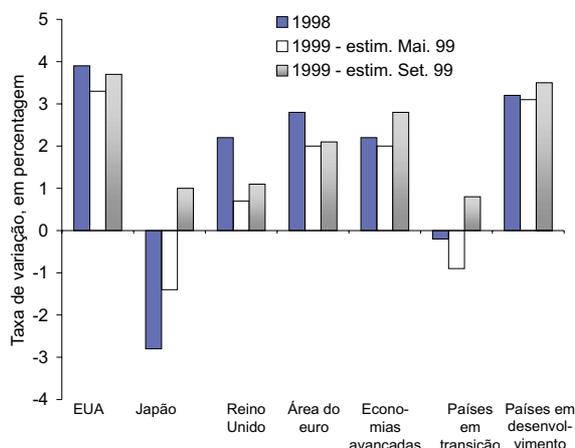
mente previsto. A evolução de alguns mercados emergentes está, no entanto, sujeita ainda a riscos importantes, dada a sua vulnerabilidade a alterações na confiança dos investidores internacionais.

Os preços internacionais das matérias-primas, em particular do petróleo, que no passado recente deram um contributo importante para a moderação da inflação observada nas principais economias industrializadas, registaram uma recuperação ao longo de 1999. O preço do petróleo continuou a aumentar até Setembro, prosseguindo a tendência visível desde os primeiros meses de 1999, reflectindo em grande medida os cortes substanciais na produção mas também alguma recuperação da procura mundial (gráfico 2.2). Em Setembro, o preço do *Brent* situou-se em cerca de 22 dólares por barril o que compara com cerca de 10 dólares no final de 1998. No período Janeiro-Setembro o aumento ascendeu a 18.5 por cento, face ao período homólogo, após uma queda de 33.2 por cento durante o ano de 1998. Os preços das outras matérias-primas industriais têm igualmente vindo a apresentar uma recuperação — no mês de Setembro o índice de preços em dólares calculado pelo *The Economist* registava um aumento homólogo de cerca de 8 por cento, mas no conjunto dos três primeiros trimestres de 1999 a variação foi ainda negativa (-3.5 por cento em taxa homóloga que compara com -20.5 por cento em 1998). Pelo contrário, as matérias-primas alimentares continuaram a registar quedas face ao período homólogo embora menos acentuadas nos últimos meses.

Nos EUA, a actividade deverá manter em 1999 um ritmo de crescimento idêntico ao observado nos dois anos anteriores. A generalidade das estimativas aponta para um aumento em torno de 3.8 por cento, o que compara com 3.9 por cento em 1997/98. Nos dois primeiros trimestres do ano, o Produto Interno Bruto (PIB) voltou a exceder as expectativas e a crescer a taxas próximas de 4 por cento face ao período homólogo (gráfico 2.3). O dinamismo da procura interna manteve-se elevado — com destaque para o consumo privado que continuou a crescer a um ritmo superior ao do rendimento disponível — embora ligeiramente menor no segundo trimestre. As exportações registaram alguma recuperação durante o segundo trimestre de 1999, após uma evolução bastante desfavorável no início do ano (crescimento homólogo de 3.7 por

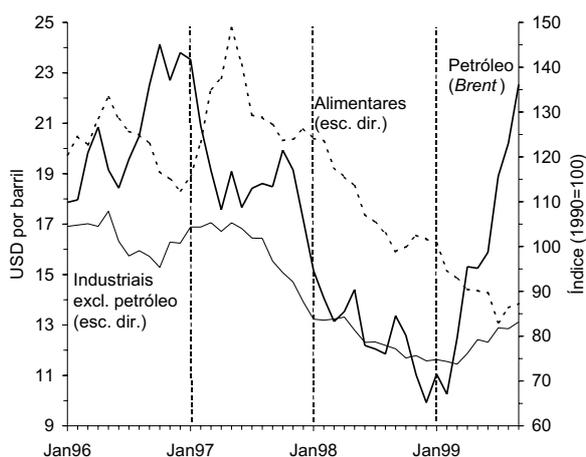
(5) Da mesma forma, em 1998, a forte descida dos preços internacionais do petróleo não se reflectiu directamente nos preços no consumidor dos combustíveis em Portugal, em contraste com o que se observou nos restantes países da área do euro.

Gráfico 2.1
ESTIMATIVAS DO FMI
Produto Interno Bruto



Fonte: FMI.

Gráfico 2.2
PREÇOS INTERNACIONAIS
DAS MATÉRIAS-PRIMAS



Fonte: Financial Times e The Economist.

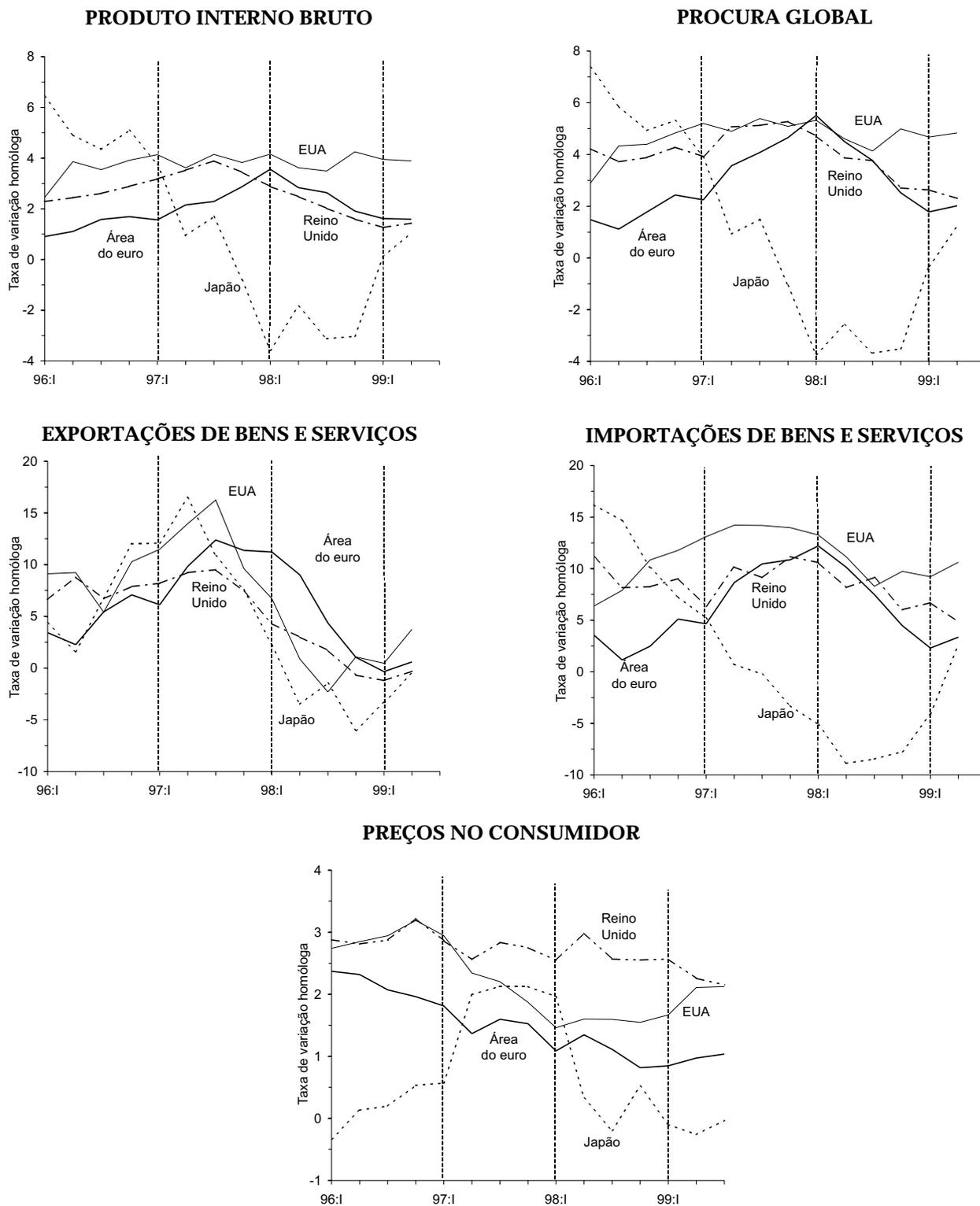
cento que compara com 0.5 por cento no primeiro trimestre). Esta evolução, a par de uma maior procura de importações (crescimento de 10.6 por cento no segundo trimestre que compara com cerca de 9 por cento no final de 1998/início de 1999), traduziu-se num aumento continuado dos défices comercial e corrente desde o início do ano. De acordo com estimativas do Fundo Monetário Internacional (FMI), o défice corrente deverá atingir 3.5 por cento do PIB em 1999 (2.6 por cento em 1998) (gráfico 2.4). A informação disponível para o terceiro trimestre aponta para um crescimento sustentado da actividade económica⁽⁶⁾.

Apesar do forte ritmo da actividade económica, a inflação nos EUA continuou a situar-se apenas ligeiramente acima de 2 por cento — a variação homóloga dos preços no consumidor situou-se em 2.3 por cento em Agosto (gráfico 2.3). Isto representa, no entanto, uma aceleração face ao início do ano (1.7 por cento em Janeiro), em grande medida reflexo da reversão de alguns dos factores que anteriormente estariam a condicionar favoravelmente a evolução dos preços (queda dos preços internacionais das matérias-primas e dos preços de importação). No mercado de trabalho, os aumentos salariais, embora tenham subido ligeiramente no segundo trimestre de 1999 (de 4.0 para 4.3 por cento em taxa homóloga), continuaram a ser compensados pelo crescimento da produtividade — que tem sido mais elevado do que seria de esperar numa fase avançada do ciclo económico — mantendo contidos os custos de trabalho (aumento de 1.4 por cento no primeiro semestre face a 2.0 por cento em 1998). No dia 24 de Agosto, a Reserva Federal voltou a subir a taxa de referência dos *federal funds* em 0.25 p.p. para 5.25 por cento, por considerar que a amplitude das reduções decididas no Outono de 1998 tinha deixado de ser compatível com uma expansão económica sustentada não inflacionista. No início de Outubro, embora mantendo inalteradas as taxas de intervenção, o banco central anunciou que admitia uma maior probabilidade de vir a aumentar novamente a restritividade da política monetária.

O crescimento económico no Japão deverá recuperar em 1999 para 1.0 por cento, segundo a estimativa do FMI, após uma queda de 2.9 por cento em 1998. As projecções para a economia japonesa foram significativamente revistas em alta nos últimos meses (gráfico 2.1), após o crescimento bastante acima do esperado na primeira metade do ano (0.1 e 1.1 por cento em taxa homóloga no primeiro e segundo trimestres, respectivamente). Esta expansão foi em parte sustentada pelos gastos do sector público mas a procura do sector privado

(6) No decurso de 2000, o cenário considerado mais provável é o de um abrandamento moderado da actividade (crescimento de 2.6 por cento segundo a previsão do FMI divulgada em Setembro), reflectindo designadamente o nível mais elevado das taxas de juro — a taxa de rendibilidade das obrigações públicas a 10 anos subiu 1.5 pontos percentuais (p.p.) até Outubro, para cerca de 6 por cento (gráfico 2.6) — cujos primeiros efeitos se começam a fazer sentir ao nível do sector da construção.

Gráfico 2.3

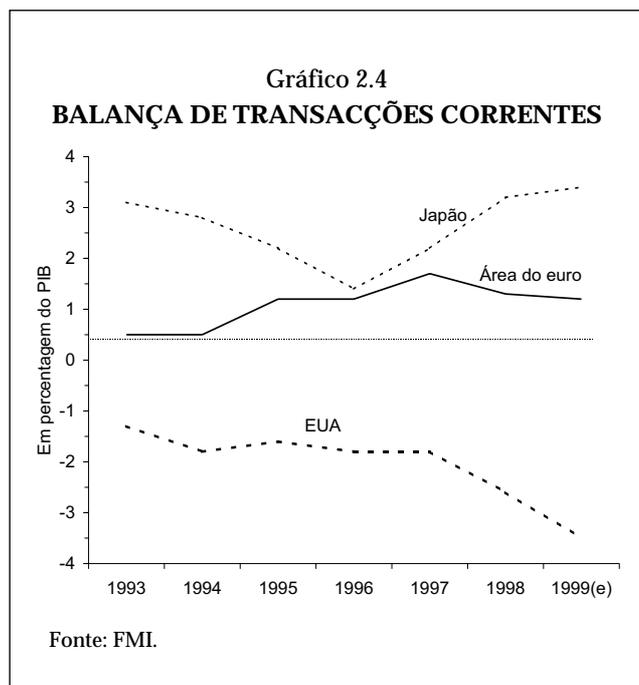


Fonte: Datastream e Eurostat.

Nota: Preços no consumidor – o terceiro trimestre de 1999 corresponde ao trimestre terminado em Agosto, excepto para o Reino Unido.

apresentou igualmente uma clara recuperação. Em particular, registou-se uma melhoria do consumo privado (crescimento de 1.3 por cento no primeiro

semestre após uma queda de 1.1 por cento em 1998), bem como do investimento em habitação, sobretudo no segundo trimestre, que beneficiou de

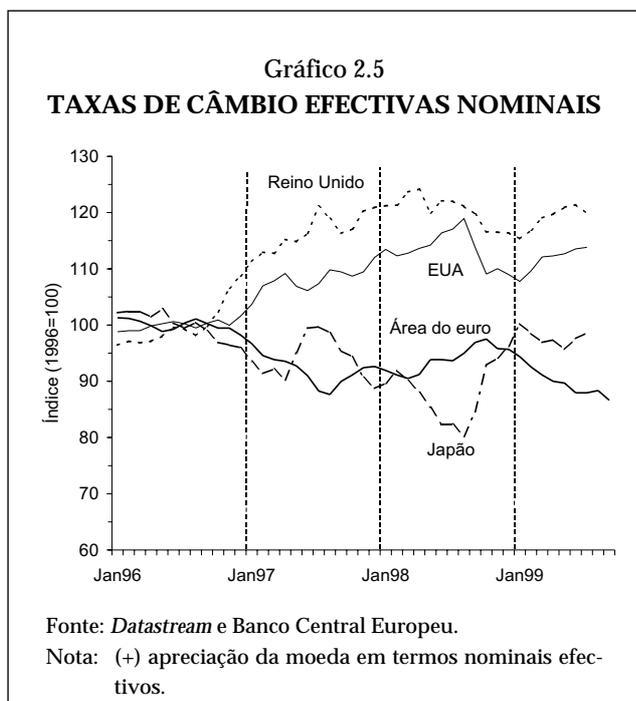


incentivos governamentais. O investimento empresarial privado continuou a registar quedas significativas. No sector externo, quer as exportações quer, sobretudo, as importações de bens e serviços registaram uma recuperação ao longo do primeiro semestre (gráfico 2.3). No entanto, subsistem algumas incertezas e fragilidades na economia japonesa. A confiança dos consumidores está pouco sustentada num contexto de evolução desfavorável dos rendimentos e da situação no mercado de trabalho; os inquéritos mais recentes aos industriais apontam para uma nova revisão para baixo dos cortes previstos no investimento para o ano fiscal em curso; os efeitos das anteriores medidas governamentais deverão dissipar-se na segunda metade do ano e o fortalecimento que o iene tem vindo a registar (gráfico 2.5) poderá limitar o contributo das exportações líquidas para o crescimento. Os preços no consumidor apresentaram uma variação negativa de 0.1 por cento no período Janeiro-Agosto, após um aumento de 0.6 por cento em 1998.

No Reino Unido, o crescimento da actividade económica deverá ter abrandado de 2.2 por cento em 1998 para 1.1 por cento em 1999, de acordo com a estimativa do FMI, embora projecções mais recentes apontem para um crescimento mais próximo ou mesmo superior a 1.5 por cento. No decurso do ano a trajectória tem sido, contudo, de um fortalecimento progressivo do crescimento. Até ao início de 1999 observou-se um abrandamento

da actividade, embora menos pronunciado do que o inicialmente esperado, mas no segundo trimestre foi já visível uma melhoria — a variação homóloga do PIB passou de 1.6 por cento no final de 1998 para 1.3 por cento no início de 1999 e 1.4 por cento no segundo trimestre (gráfico 2.3). A robustez da procura interna (excluindo *stocks*), que ajudou a sustentar o crescimento durante o ano anterior, acentuou-se no primeiro semestre de 1999, com destaque para o consumo privado (crescimento de 3.8 por cento na primeira metade do ano face a 2.8 por cento no segundo semestre de 1998). A correcção do anterior processo de acumulação de existências contribuiu negativamente para o crescimento do PIB neste período. O contributo da procura externa líquida manteve-se bastante negativo, embora tenha deixado de se deteriorar no segundo trimestre. Neste trimestre, a ligeira melhoria das exportações foi acompanhada de uma nova desaceleração das importações (de 6.7 para 4.8 por cento, o que compara com um crescimento de 7.6 por cento no semestre anterior). A evolução positiva dos últimos indicadores disponíveis, com destaque para os qualitativos, aponta para a continuação do fortalecimento da actividade na segunda metade do ano. No mercado de trabalho, a taxa de desemprego continuou a reduzir-se, até 4.2 por cento em Setembro (4.6 por cento no final de 1998). Os rendimentos nominais, embora tendo registado alguma aceleração nos meses mais recentes, têm crescido a um ritmo mais moderado do que no ano anterior, o que, a par da evolução cambial (gráfico 2.5), ajudou à redução da inflação observada nos primeiros nove meses de 1999 — os preços no consumidor, excluindo juros de crédito hipotecário, cresceram 2.3 por cento neste período face a 2.7 por cento em 1998. No dia 8 de Setembro, o Banco de Inglaterra anunciou uma subida da taxa de intervenção — que tinha sofrido diversos cortes entre Outubro de 1998 e Junho de 1999 — em 0.25 p.p. para 5.25 por cento, num contexto de recuperação da procura mundial, de forte dinamismo do consumo privado e do mercado de habitação e de alguma pressão no mercado de trabalho. No início de Novembro, o banco central voltou a subir a taxa de intervenção, para 5.5 por cento.

O crescimento do produto na área do euro deverá situar-se em cerca de 2 por cento em 1999, em linha com o esperado no início do ano, ficando



abaixo do aumento de 2.7 por cento em 1998 (gráfico 2.1). Este crescimento relativamente moderado reflecte o enfraquecimento substancial da actividade observado na parte final de 1998 e no início de 1999 (gráfico 2.3), mas a tendência subjacente é de alguma recuperação ao longo do ano, que se deverá reforçar nos próximos meses e conduzir a um crescimento mais próximo de 3 por cento em 2000, de acordo com as previsões do FMI. Embora tenha sido visível alguma melhoria da actividade entre o primeiro e o segundo trimestres de 1999, o crescimento homólogo do PIB situou-se em 1.6 por cento em ambos os trimestres, o que compara com 2.3 por cento na segunda metade de 1998. A procura interna, excluindo *stocks*, manteve-se relativamente robusta na primeira metade do ano (crescimento homólogo de 2.5 por cento), apesar de alguma moderação no ritmo de crescimento do consumo privado. Neste período, e tal como esperado, a variação de existências contribuiu para reduzir o crescimento do PIB, após a elevada acumulação durante o ano anterior. A contribuição das exportações líquidas para o crescimento manteve-se negativa. No conjunto do semestre, as exportações cresceram apenas 0.1 por cento (2.7 por cento no semestre anterior) enquanto as importações desaceleraram de 6.0 para 2.8 por cento. No entanto, quer as exportações quer as importações registaram alguma recuperação durante o segundo trimestre, após a desaceleração acentuada que se prolongou até ao

início de 1999. Para os próximos trimestres as indicações são de uma recuperação clara da actividade na área do euro, designadamente no sector industrial onde o enfraquecimento se revelou mais agudo, dada a sua maior exposição à conjuntura externa. As expectativas dos industriais quanto à produção futura e a avaliação que fazem da sua carteira de encomendas melhorou significativamente até Setembro. A confiança dos consumidores permanece a níveis elevados e estabilizou no terceiro trimestre, após a deterioração observada no trimestre anterior. A recuperação dos mercados externos será um factor chave para a consolidação do processo de expansão. Nos próximos meses, as exportações deverão reflectir a recuperação já visível das encomendas externas, adicionalmente favorecidas pela evolução do euro que, até Setembro, depreciou cerca de 9 por cento em termos reais efectivos.

De entre as economias que constituem a área do euro, a Alemanha e a Itália deverão continuar a exhibir as taxas de crescimento mais baixas em 1999 (1.4 e 1.2 por cento, respectivamente, de acordo com o FMI, o que ficará algo aquém do esperado no início do ano, sobretudo no caso da Itália). Isso mesmo foi visível na primeira metade de 1999, com a Alemanha a crescer 0.6 por cento em termos homólogos e a Itália 0.8 por cento. Nos casos da França e da Espanha, o crescimento em 1999 deverá situar-se um pouco acima do anteriormente esperado (2.5 por cento para a França e 3.6 por cento para a Espanha).

A inflação na área do euro — medida pela variação homóloga do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor — registou alguma subida no decurso de 1999 (gráfico 2.3), de 0.8 por cento em Janeiro para 1.2 por cento em Agosto, reflectindo essencialmente os efeitos do aumento do preço do petróleo nos mercados internacionais. No entanto, no conjunto dos primeiros oito meses do ano, a inflação manteve-se em 1.0 por cento (1.1 por cento em 1998).

No dia 4 de Novembro, o Banco Central Europeu anunciou uma subida de 0.5 p.p. das taxas de intervenção — a taxa das operações principais de refinanciamento passou a situar-se em 3.0 por cento — pretendendo deste modo contrariar os riscos crescentes para a estabilidade de preços, num contexto de condições económicas mais favoráveis. A melhoria das condições económicas terá sido um



dos factores que motivou movimentos de subida das taxas de juro na área do euro, mais acentuados nos prazos mais longos — a taxa de rendibilidade das obrigações de dívida pública a 10 anos subiu cerca de 1.5 p.p. desde o final de 1998, situando-se em 5.5 por cento em Outubro (gráfico 2.6).

3. TAXAS DE JURO E CRÉDITO

Em linha com a evolução das taxas de juro de longo prazo na área do euro, a taxa das Obrigações do Tesouro com maturidade residual de 10 anos registou uma subida de 1 p.p. entre Junho e Outubro (1.73 p.p. desde Janeiro). Deste modo, as taxas de juro no mercado de capitais inverteram em 1999 a tendência globalmente decrescente verificada nos últimos 4 anos. No último trimestre, este processo iniciou-se nas taxas para prazos mais curtos. De facto, em consonância com o verificado para as taxas de juro do mercado monetário na área do euro, a taxa LISBOR para o prazo de três meses aumentou 0.85 p.p. entre Junho e Outubro, situando-se em 3.6 por cento.

Reflectindo a situação no mercado monetário, as taxas de juro do crédito a particulares e empresas interromperam no terceiro trimestre de 1999 a tendência descendente que as caracterizou nos últimos anos (gráfico 3.1). Assim, entre Junho e Setembro, as taxas de juro dos novos empréstimos a

Gráfico 3.1
TAXAS DE JURO DO MERCADO MONETÁRIO, DO MERCADO DE CAPITAIS E DO CRÉDITO BANCÁRIO

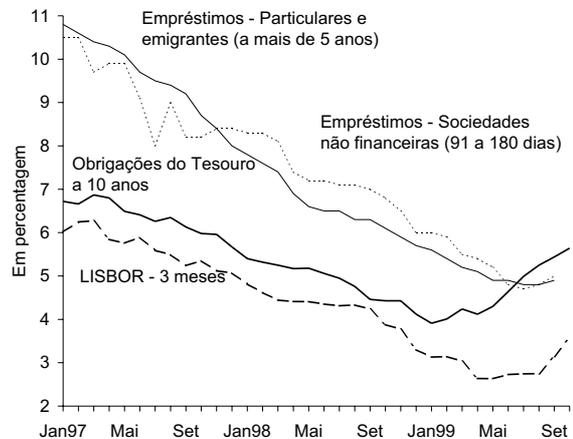
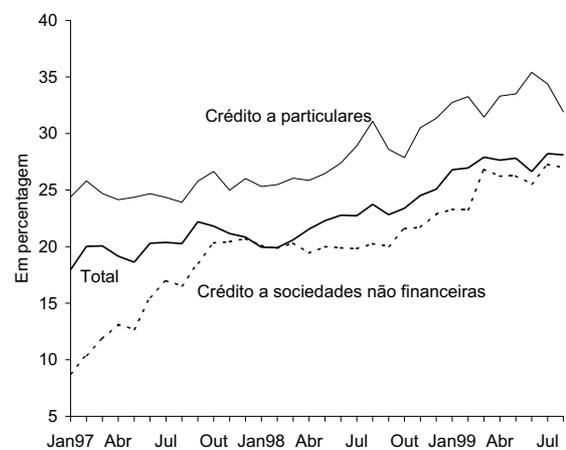


Gráfico 3.2
CRÉDITO INTERNO BANCÁRIO AO SECTOR RESIDENTE NÃO MONETÁRIO (EXCLUINDO AS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS)
Taxas de variação homóloga



Nota: O Sector Residente Não Monetário (excluindo as Administrações Públicas) inclui os Particulares, as Sociedades Não Financeiras e as Instituições Financeiras Não Monetárias.

particulares a mais de cinco anos permaneceram estáveis, fixando-se em 4.9 por cento (5.7 por cento em Dezembro de 1998). Por seu turno, as taxas dos empréstimos a sociedades não financeiras de 91 a 180 dias aumentaram 0.20 p.p. no mesmo período, situando-se em 5.0 por cento (6.0 por cento em Dezembro de 1998). As taxas de juro do papel comer-

cial de 85 a 95 dias registaram um aumento de 0.12 p.p., para 2.9 por cento.

Entre Maio e Agosto, o crédito interno bancário ao sector residente não monetário continuou a registar taxas de crescimento muito elevadas, situando-se em 28.1 por cento em Agosto (gráfico 3.2). No entanto, é de assinalar que o crédito a particulares registou uma desaceleração nos dois últimos meses, de um máximo de 34.8 por cento em Junho para 31.9 por cento em Agosto. Por seu turno, o crédito a sociedades não financeiras acelerou ligeiramente (de 26.3 por cento em Maio para 26.9 por cento em Agosto). Esta evolução do crédito foi determinante para a continuação do aumento do endividamento dos particulares e das empresas em 1999. Estima-se que no final do corrente ano a dívida bruta dos particulares represente cerca de 80 por cento do seu rendimento disponível (ou, de forma alternativa, cerca de 56 por cento do PIB), enquanto que o rácio de endividamento das empresas não financeiras deverá atingir cerca de 75 do PIB. Estas previsões têm subjacente uma hipótese de desaceleração do crédito bancário até ao final do ano para 27.3 e 21.6 por cento, respectivamente para os particulares e para as empresas não financeiras (quadro 5.2).

4. POLÍTICA ORÇAMENTAL

Em Agosto do corrente ano, o Ministério das Finanças submeteu à Comissão Europeia a segunda notificação de 1999, no âmbito do procedimento relativo aos défices excessivos. Em relação à notificação anterior e às contas elaboradas a partir do Orçamento de Estado de 1999, verificou-se um decréscimo do défice global das administrações públicas, em percentagem do PIB, de 2.0 para 1.8 por cento. Este objectivo situa-se abaixo do proposto no Programa de Estabilidade e Crescimento para 1999 (2.0 por cento do PIB). O défice global de 1998 também foi revisto, cifrando-se agora em 2.2 por cento do PIB, o que compara com o objectivo inicial de 2.5 por cento.

A situação orçamental, em 1999, apresentada na notificação de Agosto, difere da que decorria da notificação de Fevereiro, verificando-se uma redução das despesas em juros da dívida em 0.2 pontos percentuais do PIB e um aumento simultâneo das receitas totais e das despesas primárias totais. O saldo primário continua a cifrar-se em 1.4 por cen-

to do PIB, valor que coincide com o previsto no Programa de Estabilidade.

No que respeita às receitas fiscais, verificou-se uma modificação do peso relativo das suas componentes, que se traduz num maior acréscimo dos impostos sobre bens e serviços e das contribuições sociais, a par de um menor crescimento dos impostos sobre o rendimento e património. A evolução das receitas dos impostos indirectos tem beneficiado de um crescimento muito forte do consumo privado e, adicionalmente, de uma composição deste que favorece os bens sobre os quais incide uma maior carga fiscal (como é o caso das aquisições de automóveis)⁽⁷⁾. No que respeita à despesa primária, a comparação com a notificação anterior e com as contas elaboradas com base no Orçamento de Estado de 1999, revela um aumento de todas as rubricas acima das previsões iniciais.

De acordo com estimativas preliminares do Banco de Portugal, em 1999, o défice global corrigido de efeitos cíclicos, em rácio do PIB, terá diminuído 0.3 p.p. (depois de uma subida de 0.2 p.p. em 1998). Com efeito, as receitas e as despesas corrigidas de efeitos cíclicos aumentaram 1.4 e 1.1 pontos percentuais, respectivamente. Por sua vez, o excedente primário ciclicamente ajustado (que exclui o efeito da diminuição dos encargos com juros) terá aumentado 0.2 p.p. do PIB em 1999 (após uma redução de cerca de um ponto percentual em 1998)⁽⁸⁾.

O rácio da dívida pública relativamente ao PIB situou-se, na última notificação, em 56.8 por cento, mantendo o valor apresentado na notificação anterior e antecipando o cumprimento do objectivo previsto no Programa de Estabilidade.

(7) Segundo o *Boletim Informativo da Direcção-Geral do Orçamento*, a receita do Estado resultante dos impostos indirectos cresceu 11.1 por cento nos primeiros nove meses de 1999 (já tinha crescido 10.6 por cento no conjunto do ano 1998). Destaque-se a receita do Imposto Automóvel, que aumentou 25.8 e 24.6 por cento nos primeiros nove meses de 1999 e no conjunto do ano de 1998, respectivamente.

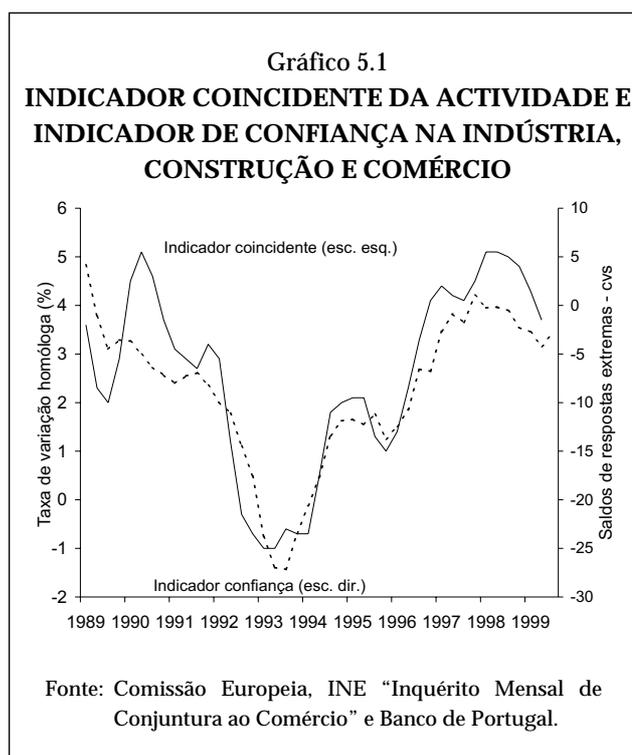
(8) A interpretação da estimativa da variação dos saldos ajustados deve ser feita com maior precaução. Com efeito, os resultados apresentados dependem fortemente dos procedimentos utilizados na estimação de uma trajectória de referência para o produto da economia, geralmente designada como produto potencial,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

Durante os primeiros oito meses do ano, o financiamento líquido às administrações públicas situou-se em 1154 milhões de euros, valor inferior em 98 milhões de euros ao verificado no período homólogo do ano anterior. Tal como nos últimos meses de 1998, no período de Janeiro a Agosto manteve-se a tendência de redução do crédito líquido concedido pelos sectores residentes (-3755 milhões de euros) e de aumento do crédito líquido obtido junto de não residentes (4838 milhões de euros). De assinalar, também, a redução da utilização dos instrumentos de curto prazo, nomeadamente a amortização líquida de Bilhetes do Tesouro, em favor da utilização de instrumentos de médio e longo prazo.

5. PROCURA E PRODUÇÃO

No primeiro semestre de 1999, a economia portuguesa registou um crescimento real de 2.8 por cento, de acordo com as estimativas do Banco de Portugal — ver quadro 1.1 (Principais indicadores económicos). Neste período, o padrão de crescimento foi caracterizado por uma desaceleração da procura interna — crescimento real de 4.8 por cento — e das exportações de bens e serviços, que apresentaram uma variação em volume de 3.2 por cento. O abrandamento da actividade económica é ilustrado pelo comportamento do indicador coincidente do Banco de Portugal, que procura sintetizar a evolução da actividade na indústria, no comércio e na construção (gráfico 5.1). Contudo, a evolução do indicador de confiança nestes sectores aponta para alguma melhoria da actividade económica na segunda metade do ano (gráfico 5.1). Em particular, a informação qualitativa aponta para uma aceleração da produção na indústria, resultante de uma melhoria da carteira de encomendas global e, em particular, da carteira externa. Esta evolução permite perspectivar uma recuperação do ritmo de crescimento das exportações na segunda metade do ano.

Para o conjunto do ano, as previsões apresentadas neste *Boletim Económico* apontam para uma desaceleração do Produto Interno Bruto (PIB) em 1999, que deverá crescer entre 2¾ e 3¼ por cento (3.8 por cento em 1998). De acordo com a previsão, o abrandamento resultará de um menor crescimento da procura interna — que deverá situar-se no intervalo de 4¼ a 4¾ por cento (6.4 por cento



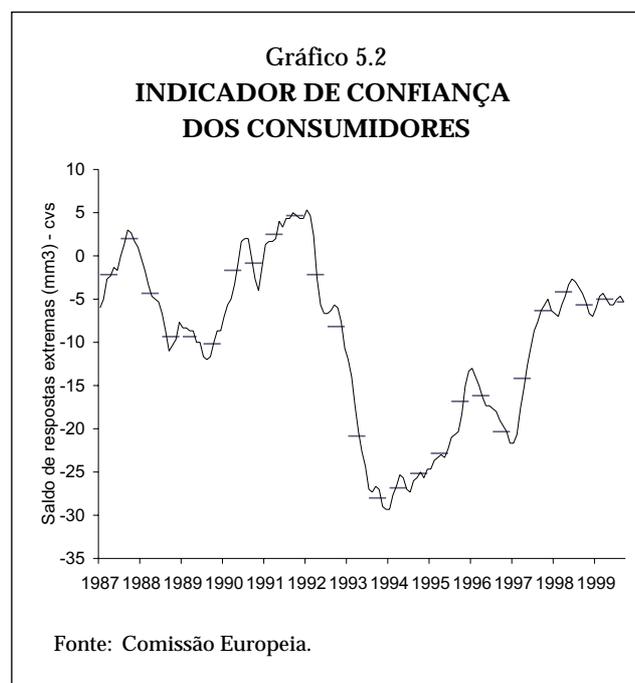
em 1998) — e da desaceleração das exportações de bens e serviços, com um crescimento previsto entre 3¼ e 4¼ por cento (9.1 por cento em 1998). A desaceleração da procura interna será extensiva a todas as suas componentes, em particular à Formação Bruta de Capital Fixo, o que contribuirá para um crescimento menos elevado das importações de bens e serviços (7 a 8 por cento, em termos reais, por comparação com 14.8 por cento em 1998). A evolução das exportações será condicionada pelo abrandamento da procura externa dirigida à economia portuguesa, no contexto do menor crescimento económico da área do euro no conjunto do ano de 1999. No corrente ano, o contributo da procura externa líquida para o crescimento manter-se-á negativo, mas será inferior ao do ano anterior.

A actual previsão do crescimento económico não difere da apresentada no *Boletim Económico* de Março, ainda que se verifiquem algumas diferenças em termos da composição do produto. Nomeadamente, a procura interna apresentará um crescimento mais forte do que o então previsto e o contributo da procura externa líquida para o crescimento do produto será mais negativo. Neste contexto, o défice agregado das balanças corrente e de capital será superior em cerca de ¾ p.p. ao previsto em Março.

Em 1999 o rendimento real disponível dos particulares deverá continuar a crescer, embora em desaceleração. As remunerações do trabalho deverão manter um crescimento significativo, suportado por ganhos de emprego por conta de outrem e por um aumento dos salários reais. O menor crescimento do rendimento real disponível dos particulares resulta de uma desaceleração bastante acentuada do rendimento de empresas e propriedades e de um menor crescimento das transferências internas para as famílias. Os juros líquidos recebidos pelas famílias, em particular, deverão registar uma queda bastante mais acentuada do que a observada no ano anterior. De facto, enquanto os juros pagos pelas famílias dever-se-ão manter virtualmente inalterados face a 1998 — não obstante o aumento do seu nível de endividamento — as receitas de juros provenientes das respectivas aplicações financeiras deverão registar uma forte redução.

O consumo privado continuará a crescer a um ritmo elevado em 1999 (entre 4¼ e 5¼ por cento), ainda que mais moderado do que no ano anterior (5.6 por cento). O crescimento agora previsto para o consumo privado para o conjunto do ano excede o limite superior apresentado no *Boletim Económico* de Março, o que é explicado, em larga medida, por uma queda mais acentuada do que esperado da taxa de poupança dos particulares. De facto, apesar da ligeira desaceleração, o consumo privado manterá um dinamismo considerável em 1999, superior ao do rendimento disponível dos particulares, induzindo uma queda acentuada da taxa de poupança. Este comportamento do consumo privado reflecte os elevados níveis de confiança das famílias, resultante de uma avaliação globalmente positiva da sua situação financeira e da situação geral do país (gráfico 5.2). Por outro lado, as taxas de juro, embora em menor grau, voltaram a reduzir-se em média anual, encontrando-se a níveis historicamente baixos, o que tem um impacto expansivo sobre as decisões de consumo e investimento das famílias, e constitui, naturalmente, um desincentivo à poupança das famílias.

Em 1999, continuou a observar-se uma tendência para o aumento do endividamento das famílias junto das instituições financeiras, determinado pelo forte crescimento das suas despesas — quer em consumo quer em investimento em habitação — apenas parcialmente acompanhado pelo au-



mento do rendimento disponível (ver *Boletim Económico* de Março de 1999, Caixa “Poupança e endividamento do sector privado em Portugal”). Em Agosto de 1999, a taxa de variação homóloga do crédito bancário a particulares destinado à aquisição de habitação situou-se em 33.2 por cento. No mesmo período, o crédito bancário a particulares para outros fins cresceu 28.6 por cento (quadro 5.1). Estima-se que o nível de endividamento das famílias em percentagem do seu rendimento disponível no final do corrente ano estará próximo de 80 por cento, assumindo uma desaceleração do crédito a particulares para cerca de 27 por cento em Dezembro (quadro 5.2).

No primeiro semestre, de acordo com as estimativas do Banco de Portugal, o consumo privado registou um crescimento real de 5.3 por cento. A previsão para o conjunto do ano contempla uma desaceleração adicional no segundo semestre, em parte relacionada com o menor crescimento da despesa das famílias em serviços — em particular hotéis, restaurantes e transportes — que no período homólogo do ano anterior tinham apresentado um aumento acentuado associado à realização da Expo-98. Por outro lado, no terceiro trimestre de 1999, as vendas de automóveis ligeiros de passageiros incluindo todo-o-terreno cresceram 11.8 por cento, o que compara com 24.7 por cento no primeiro semestre do ano. No mesmo período, a despesa em outros bens de consumo terá mantido um

Quadro 5.1

INDICADORES DA PROCURA

Taxas de variação homóloga

	1997	1998	1999 ^(a)	Último mês	1997			1998			1999			1997			1998			1999		
					1ºS	2ºS	1ºS	2ºS	1ºS	1ºT	2ºT	3ºT	4ºT	1ºT	2ºT	3ºT	4ºT	1ºT	2ºT	3ºT		
Consumo privado																						
Índice de volume de negócios no comércio a retalho	5.1	11.1	5.9	Jun	4.5	5.7	12.3	10.2	5.9	4.5	4.5	4.9	6.3	11.3	13.1	9.5	10.7	7.5	4.3			
Vendas de automóveis ligeiros de passageiros incl. todo-o-terreno	-0.8	18.1	20.6	Set	-2.7	1.5	13.6	23.0	24.7	-3.3	-2.1	-1.3	4.0	5.4	21.7	23.6	22.5	35.0	16.0	11.8		
Crédito bancário a particulares (exc.habituação)	22.9	23.0	28.6	Ago	22.4	22.9	18.0	23.0	31.7	22.4	22.4	20.9	22.9	17.9	18.0	18.9	23.0	18.3	31.7			
Investimento																						
Vendas de cimento	11.9	4.7	3.3	Set	19.5	5.3	4.6	4.7	2.1	22.6	16.8	9.4	0.9	10.0	-0.2	0.2	9.9	-0.6	4.8	5.6		
Obras adjudicadas	26.1	-26.8	-25.3	Ago	66.9	-4.8	-26.4	-27.4	-27.8	73.1	61.5	-10.7	1.2	-14.7	-37.3	-13.1	-40.3	-26.5	-29.5			
Crédito bancário a particulares para habitação	27.4	34.8	33.2	Ago	25.7	27.4	31.4	34.8	36.9	25.8	25.7	28.0	27.4	29.5	31.4	32.6	34.8	36.5	36.9			
IPI de bens de equip., excl. fabric. de automóveis e carroçarias	-0.1	8.8	-1.0	Jul	-1.4	1.3	9.6	8.0	-1.7	-0.4	-2.4	1.0	1.6	8.6	10.5	8.3	7.6	0.6	-3.8			
Importações de bens de equip., excl. material de transporte ^(b)	14.7	18.9	9.3	Jun																		
Exportações de bens de equip., excl. material de transporte ^(b)	22.2	17.9	27.3	Jun																		
Vendas de veículos comerciais ligeiros	20.9	11.9	7.4	Set	27.0	15.6	8.8	15.0	5.1	28.3	25.6	19.6	12.8	14.6	2.8	6.8	21.3	-0.6	11.7	12.3		
Vendas de veículos comerciais pesados	32.0	10.6	31.9	Set	28.3	35.4	18.2	4.1	34.8	14.7	41.0	44.5	28.8	26.6	11.8	7.1	1.6	46.3	24.9	25.6		
Matriculas de veículos comerciais pesados	39.5	24.9	20.3	Set	32.6	46.4	38.0	13.2	17.9	10.7	57.0	65.3	29.7	63.4	18.0	0.9	26.9	13.2	23.1	25.8		
Comércio Externo ^(b)																						
Exportações totais	10.5	7.4	-0.7	Jun	6.1	15.1	12.2	2.5	-0.7	2.7	9.5	12.7	17.4	13.7	10.7	6.8	-1.3	1.0	-2.4			
Exportações de bens de consumo	7.9	5.8	-2.2	Jun																		
Exportações de bens de equipamento	12.6	13.1	8.0	Jun																		
Exportações de bens intermédios	12.8	6.8	-6.3	Jun																		
Exportações de combustíveis	9.7	-27.8	-0.3	Jun																		
Importações totais	13.1	13.1	4.8	Jun	10.8	15.4	16.9	9.4	4.8	9.0	12.6	16.0	14.9	16.7	17.0	10.8	8.2	5.0	4.6			
Importações de bens de consumo	11.3	18.1	8.1	Jun																		
Importações de bens de equipamento	14.2	21.3	15.4	Jun																		
Importações de bens intermédios	12.8	10.0	-6.4	Jun																		
Importações de combustíveis	15.2	-22.4	-2.1	Jun																		

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

Notas:

(a) Valores acumulados até ao último mês disponível.

(b) As taxas de variação das exportações e importações resultam da comparação das versões definitivas, em 1997, da comparação de valores declarados preliminares para o período de Janeiro a Dezembro, em 1998, e da comparação de valores declarados preliminares para o período de Janeiro a Junho, em 1999.

Quadro 5.2

ENDIVIDAMENTO DO SECTOR PRIVADO NÃO FINANCEIRO^(a)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999 ^(b)
Particulares (% do rendimento disponível)	19.6	20.9	22.5	27.5	32.2	38.2	45.7	54.4	66.1	79.9
Particulares (% do PIB)	14.8	16.1	17.2	21.1	23.8	27.8	33.0	38.8	46.7	55.9
Empresas não financeiras (% do PIB)	59.1	59.8	61.0	60.9	55.6	54.7	55.0	59.9	65.4	74.9

Notas:

- (a) Inclui apenas o financiamento obtido junto do sistema financeiro e, no caso das empresas, junto do mercado de capitais, não incluindo créditos face ao sector privado não financeiro (e.g. os que resultam das vendas a prestações ou outros créditos comerciais).
- (b) Previsão para Dezembro de 1999 com hipóteses de crescimento da dívida dos particulares e empresas não financeiras, face a Dezembro de 1998, de respectivamente 27.3 por cento e 21.6 por cento.

forte dinamismo, de acordo com os indicadores qualitativos disponíveis (gráfico 5.3).

De acordo com as previsões do Banco de Portugal, o consumo público registará um crescimento em volume de 2.4 por cento em 1999, ritmo inferior ao registado em 1998 (3.0 por cento) mas que excede o valor apresentado em Dezembro de 1998 pelo Ministério das Finanças no âmbito do Programa de Estabilidade e Crescimento 1999-2002 (2.0 por cento). Esta revisão é explicada, fundamentalmente, por um aumento superior ao previsto no número de efectivos na função pública e também por um maior crescimento real do consumo de bens e serviços.

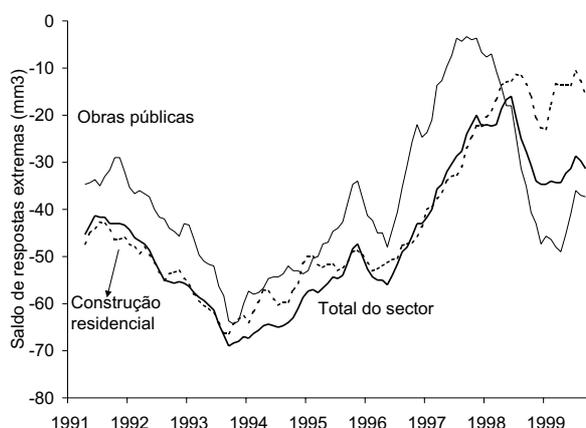


A Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) deverá apresentar uma forte desaceleração em 1999. O crescimento real previsto situa-se no intervalo de 4¼ a 5¼ por cento (9.8 por cento em 1998). Esta desaceleração foi já observada no primeiro semestre de 1999. Neste período, de acordo com as estimativas do Banco de Portugal, a FBCF apresentou um crescimento em volume de 4.6 por cento. O abrandamento terá afectado quer a FBCF em construção, quer a FBCF em equipamento.

Relativamente à FBCF em construção, os indicadores de consumo de materiais sugerem que a desaceleração, observada em 1998, prosseguiu na primeira metade de 1999. Neste período, as vendas de cimento aumentaram 2.1 por cento (4.7 por cento no conjunto do ano anterior). O abrandamento terá continuado a resultar do comportamento do subsector de obras públicas, já que a actividade no subsector de construção de habitação manteve-se em níveis elevados. O investimento neste segmento terá continuado a ser impulsionado pelos efeitos desfasados da redução das taxas de juro e pelos elevados níveis de confiança das famílias.

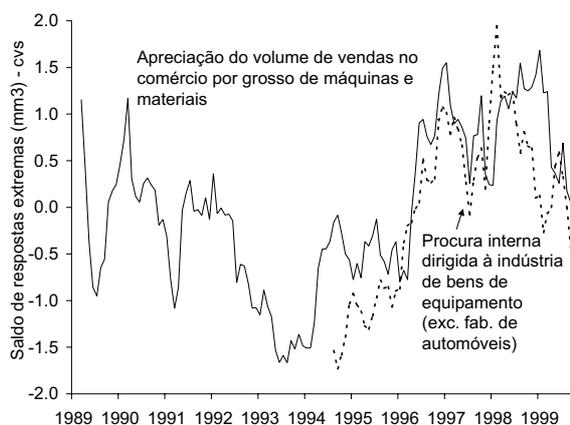
A informação de natureza qualitativa disponível aponta para alguma recuperação do investimento em construção na segunda metade do ano. De acordo com o Inquérito Mensal de Conjuntura à Construção e Obras Públicas, a apreciação da carteira de encomendas no sector registou uma melhoria em relação à primeira metade do ano, em particular, no subsector de obras públicas (gráfico 5.4). Por outro lado, o crédito bancário a particulares destinado à aquisição de habitação continuou a

Gráfico 5.4
APRECIÇÃO DA CARTEIRA DE
ENCOMENDAS NA CONSTRUÇÃO



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

Gráfico 5.5
INDICADORES QUALITATIVOS DO
INVESTIMENTO EM MÁQUINAS

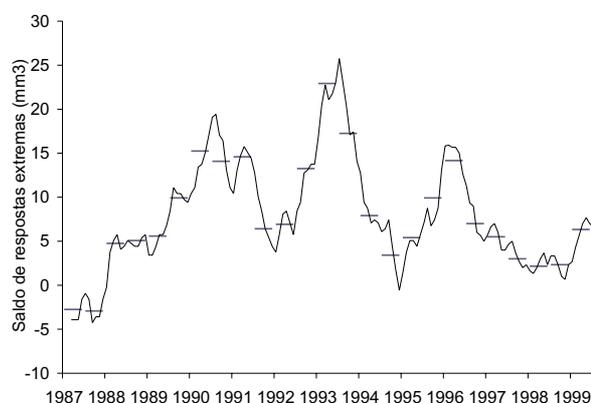


Fonte: INE, "Inquérito Mensal de Conjuntura à Indústria Transformadora" e "Inquérito Mensal de Conjuntura ao Comércio".

apresentar taxas muito elevadas até Agosto, ainda que em desaceleração (quadro 5.1). Refira-se ainda que as vendas de cimento registaram uma variação de 5.6 por cento no terceiro trimestre de 1999.

A desaceleração da FBCF em equipamento, na primeira metade de 1999, esteve associada à redução da confiança no sector industrial no período. Neste período, verificou-se uma redução da taxa de utilização da capacidade no sector (quadro 5.3). Os indicadores qualitativos sugerem que o fraco

Gráfico 5.6
STOCKS DE PRODUTOS ACABADOS NA
INDÚSTRIA TRANSFORMADORA



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

dinamismo evidenciado pela FBCF em máquinas no primeiro semestre, deverá manter-se na segunda metade do ano (gráfico 5.5). Por sua vez, o investimento em material de transporte desacelerou igualmente no primeiro semestre mantendo, no entanto, um crescimento apreciável, a avaliar pela evolução das vendas de veículos comerciais ligeiros e das matrículas de veículos comerciais pesados (quadro 5.1).

No que diz respeito à variação de existências, verificou-se uma acumulação na primeira metade do ano, em particular na indústria transformadora, explicada por uma evolução da procura externa mais desfavorável do que o antecipado pelos empresários. Contudo, de acordo com a informação qualitativa disponível para o segundo semestre, verificou-se já alguma correcção no processo de acumulação de existências (gráfico 5.6).

As exportações de bens e serviços deverão crescer entre 3¼ e 4¼ por cento (9.1 por cento em 1998). Esta desaceleração reflecte, na sua maior parte, o abrandamento da procura externa dirigida às exportações portuguesas de mercadorias, resultante da evolução da actividade económica na área do euro (ver Secção 2. Enquadramento Internacional).

O intervalo de previsão para o crescimento das exportações de bens e serviços em 1999 foi revisto ligeiramente no sentido da baixa. Esta revisão está relacionada com o comportamento das exporta-



ções de mercadorias na primeira metade do ano, que apresentaram um dinamismo inferior ao previsto. De salientar que, neste período, o crescimento económico na área do euro — onde se concentram cerca de dois terços das trocas de Portugal com o exterior — se situou igualmente abaixo do previsto pela generalidade das instituições internacionais na altura em que foram elaboradas as previsões do *Boletim Económico* de Março. De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, as exportações de mercadorias desaceleraram fortemente no primeiro semestre do ano, apresentando um crescimento real de 4.1 por cento⁽⁹⁾.

Refira-se, no entanto, que se têm vindo a reforçar as indicações de aceleração da procura externa dirigida aos produtores portugueses nos meses mais recentes. A concretização da aceleração da actividade económica na área do euro na segunda metade do ano parece assegurada. Por outro lado, de acordo com a opinião dos empresários da indústria transformadora, a sua carteira de encomendas externa, após ter continuado a desacelerar nos meses iniciais de 1999, regista alguma recuperação desde o final do primeiro semestre (ver gráfico 5.7). A previsão para o conjunto do ano contempla, assim, uma recuperação da taxa de crescimento das exportações de mercadorias no segundo semestre de 1999.

A par da desaceleração das vendas de mercadorias ao exterior, as exportações de serviços de-

verão registar um crescimento bastante inferior ao verificado em 1998, resultante, em parte, do aumento excepcional das receitas de turismo associado à realização da Expo-98. No primeiro semestre de 1999, de acordo com as estimativas do Banco de Portugal, as exportações de serviços desaceleraram fortemente, apresentando um crescimento real de 0.3 por cento.

As importações de bens e serviços irão desacelerar em termos médios anuais em 1999, o que reflecte o menor dinamismo previsto para a procura global. De acordo com as previsões do Banco de Portugal, o seu crescimento em volume deverá situar-se no intervalo de 7 a 8 por cento (14.8 por cento em 1998). No primeiro semestre, as importações de bens e serviços registaram um crescimento real de 8.1 por cento. A par da desaceleração das compras de mercadorias ao exterior⁽¹⁰⁾, verificou-se uma queda acentuada das importações de serviços neste período. Em particular, reduziram-se as importações de serviços técnico-profissionais, que no ano anterior tinham apresentado um crescimento muito significativo associado à realização da Expo-98.

Neste contexto, o contributo da procura externa líquida para o crescimento do produto manter-se-á negativo em 1999, mas será inferior em valor absoluto ao do ano anterior.

Uma análise da evolução da actividade económica por sectores de actividade revela que a desaceleração observada na primeira metade do corrente ano, resultou, em particular, do comportamento do sector industrial. O sector dos serviços terá mantido um crescimento elevado neste período traduzido numa forte criação de emprego. No que diz respeito ao produto na agricultura, silvicultura e pesca verificou-se uma recuperação no primeiro semestre de 1999, após a forte queda registada no conjunto do ano anterior.

(9) A estimativa para o crescimento das exportações de mercadorias considerada tem por base a informação do comércio exterior divulgada pelo INE. No entanto, as taxas de variação destes fluxos tem vindo a ser sujeitas a consideráveis revisões em 1999 (ver *Boletim Económico* de Junho de 1999). Na estimativa efectuada tentou antecipar-se as revisões para os meses mais recentes, a partir da análise do padrão de revisão dos dados dos primeiros meses do ano.

(10) O procedimento para a estimação do crescimento nominal das importações de mercadorias no primeiro semestre foi semelhante ao utilizado para as exportações (ver nota de pé-de-página 9).

Quadro 5.3

INDICADORES DA OFERTA

		1997	1998	1999 ^(a)	Último mês	1997			1998				1999							
						1ºS	2ºS	1ºS	2ºS	1ºS	1ºT	2ºT	3ºT	4ºT	1ºT	2ºT	3ºT	4ºT	1ºT	2ºT
						Indústria														
Índices de produção industrial (base 1995)																				
Indústria transformadora.	tvh	2.9	3.7	0.0	Jul	3.2	2.6	4.2	3.2	-0.1	3.7	2.7	1.5	3.6	4.4	3.9	3.9	2.6	0.8	-1.0
Indústria de bens de consumo.	tvh	-0.6	5.6	-2.5	Jul	0.7	-2.0	5.2	6.0	-2.9	2.0	-0.5	-2.0	-1.9	4.1	6.2	6.9	5.0	-1.2	-4.5
Indústria de bens de investimento.	tvh	0.7	5.5	-3.0	Jul	-4.2	6.5	8.0	2.8	-2.4	-5.2	-3.3	-1.7	13.9	8.1	7.9	10.2	-2.9	2.5	-6.8
Indústria de bens intermédios.	tvh	4.4	5.8	6.8	Jul	3.5	5.4	6.0	5.7	6.8	3.9	3.2	2.8	7.9	6.0	5.9	6.1	5.4	5.6	8.0
Índices de volume de negócios (base 1995)																				
Indústria transformadora.	tvh	5.9	6.2	-2.0	Jul	4.0	7.7	8.9	3.5	-1.4	1.2	6.7	7.2	8.2	11.1	6.9	5.4	1.8	-1.3	-1.5
Indústria de bens de consumo.	tvh	2.8	6.0	-2.0	Jul	1.0	4.5	8.5	3.6	-1.4	-1.5	3.6	3.9	5.2	10.6	6.6	5.7	1.5	-1.8	-1.1
Indústria de bens de investimento.	tvh	8.1	12.2	-2.8	Jul	1.3	15.1	17.7	7.2	-1.3	-2.3	4.6	9.1	20.3	19.4	16.3	16.6	-0.1	5.2	-6.9
Indústria de bens intermédios.	tvh	6.6	4.8	0.1	Jul	6.7	6.5	6.5	3.2	0.4	3.2	10.2	6.6	6.5	8.9	4.4	3.0	3.3	-0.7	1.5
Taxa de utilização da capacidade produtiva																				
Indústria transformadora.	%	81	82	81	2ºT	80	82	82	82	81	80	80	82	81	83	81	81	82	80	81
Indústria de bens de consumo.	%	79	80	79	2ºT	78	80	79	80	79	77	79	81	78	80	78	80	80	79	78
Indústria de bens de investimento, excl.fabricação de automóveis.	%	84	87	87	2ºT	83	86	88	87	87	84	82	86	85	85	90	89	85	85	89
Indústria de bens intermédios.	%	82	83	81	2ºT	81	83	84	83	81	80	81	83	82	84	83	82	83	80	82
Construção																				
Taxa de utilização da capacidade produtiva.	%	79	79	75	2ºT	80	79	81	77	75	77	82	81	77	82	79	77	76	73	76

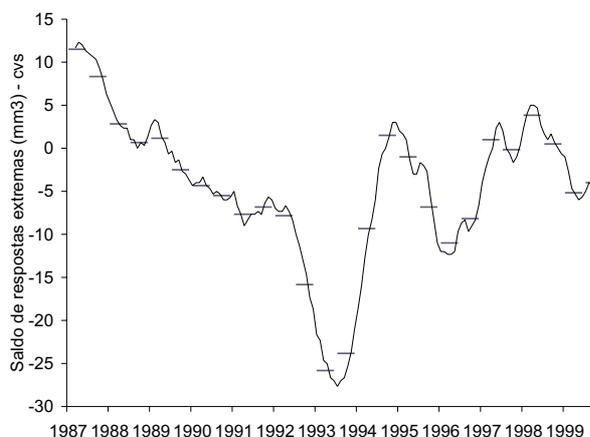
Fonte: INE.

tvh= taxa de variação homóloga

Nota:

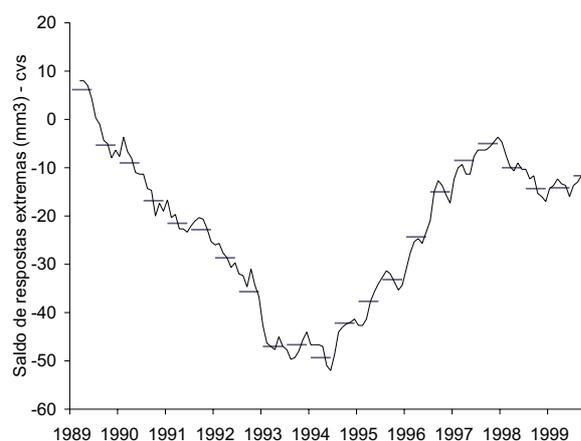
(a) Valores acumulados até ao último mês disponível.

Gráfico 5.8
INDICADORES DE CONFIANÇA
NA INDÚSTRIA



Fonte: Comissão Europeia.

Gráfico 5.9
INDICADOR DE CONFIANÇA
NA CONSTRUÇÃO



Fonte: Comissão Europeia.

No primeiro semestre de 1999, a produção da indústria transformadora apresentou um fraco dinamismo, acentuando-se a desaceleração observada no final do ano anterior. Neste período, o Índice de Produção Industrial no sector registou uma variação negativa de 0.1 por cento (que compara com um crescimento de 3.7 por cento em 1998), enquanto que o Índice de Volume de Negócios apresentou uma redução de 1.4 por cento (aumento de 6.2 por cento em 1998; quadro 5.3). Contudo, a confiança dos empresários na indústria tem vindo a registar alguma melhoria nos meses mais recentes. Este comportamento resulta de uma avaliação

mais positiva da procura global e, em particular, da procura externa, o que deverá contribuir para uma aceleração das exportações de mercadorias no segundo semestre (gráfico 5.8).

Relativamente ao sector da construção, verificou-se igualmente uma desaceleração no primeira metade de 1999, que terá continuado a resultar essencialmente do comportamento do subsector de obras públicas. No terceiro trimestre, o indicador de confiança na construção registou, no entanto, uma melhoria em relação à primeira metade do ano (gráfico 5.9).

De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, a actividade no sector de serviços continuou a crescer a um ritmo elevado no primeiro semestre de 1999. Destaque-se, em particular, a manutenção de um forte crescimento no subsector do comércio e a aceleração da actividade nos subsectores de comunicações e financeiro. Pelo contrário, os subsectores de hotéis, restaurantes e transportes registaram um abrandamento, na sequência dos aumentos particularmente elevados verificados no ano anterior associados à realização da Expo-98.

6. MERCADO DE TRABALHO

No primeiro semestre de 1999, a evolução dos principais indicadores do comportamento do mercado de trabalho continua a espelhar uma forte sensibilidade, desfasada alguns trimestres, às variações cíclicas da actividade económica, tendo-se verificado um aumento do emprego total e por conta de outrem, um aumento da taxa de actividade e uma redução do desemprego. A evolução da actividade económica possibilitou uma nova redução da taxa de desemprego no primeiro semestre de 1999. De acordo com o Inquérito ao Emprego do INE, a taxa de desemprego fixou-se em 4.6 por cento no primeiro semestre de 1999, reduzindo-se em 0.6 p.p. face ao período homólogo do ano anterior.

No primeiro semestre de 1999, o número de desempregados reduziu-se em 10.7 por cento. Verificou-se uma redução quer do número de indivíduos à procura de novo emprego (-7.4 por cento) quer, em particular, do número de indivíduos que procuram primeiro emprego (-25.4 por cento).

A taxa de actividade total — que tem, em geral, um perfil pró-cíclico — aumentou 0.5 p.p. no primeiro semestre em relação ao período homólogo,

fixando-se em 50.6 por cento. Considerando apenas os indivíduos com idades compreendidas entre 15 e 64 anos, a taxa de actividade aumentou no mesmo período de 70.2 para 70.7 por cento.

De acordo com as estimativas obtidas a partir do Inquérito ao Emprego, a variação do emprego total foi de 1.9 por cento em termos homólogos, no primeiro semestre de 1999. Para este aumento contribuiu o crescimento do emprego por conta de outrem (3.6 por cento), já que o emprego por conta própria apresentou uma redução de 2.6 por cento.

A decomposição da variação do emprego por situação na profissão e tipo de contrato de trabalho mostra que o emprego por conta de outrem com contrato permanente terá observado um aumento de 1.9 por cento face ao primeiro semestre de 1998. No mesmo período, o número de trabalhadores por conta de outrem sem contrato permanente registou um aumento de 10.6 por cento.

No primeiro semestre de 1999, a decomposição sectorial da variação do emprego evidencia um ritmo forte da criação de emprego nos serviços e na construção e uma queda do emprego na indústria transformadora e na agricultura, silvicultura e pesca. Neste período, destaca-se a contribuição dada pelo sector de serviços para a variação do emprego total, em particular, pelo sector de comércio por grosso e a retalho — o emprego neste sector aumentou 4.6 por cento na primeira metade do ano. No mesmo período, o emprego na indústria transformadora reduziu-se 1.4 por cento.

Para o conjunto do ano, de acordo com as previsões do Banco de Portugal, a taxa de desemprego situar-se-á em 4.6 por cento (5.0 por cento em 1998) e o emprego total deverá aumentar 1.5 por cento (2.3 por cento em 1998).

De acordo com as convenções colectivas de trabalho entradas para depósito no período de Janeiro a Setembro de 1999, as remunerações médias implícitas na regulamentação colectiva para o sector privado abrangendo 1151.7 mil trabalhadores (1256.1 mil no período homólogo), observaram um crescimento nominal de 3.4 por cento o que representa uma aceleração em relação ao ano anterior (3.1 por cento). Tendo como elementos de referência o dinamismo do emprego e a redução da taxa de desemprego, estima-se que o aumento dos salários nominais efectivamente pagos ao sector privado tenha continuado a exceder o das remunerações salariais implícitas na contratação colectiva.

De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, a taxa de variação nominal das remunerações por trabalhador para o sector privado deverá situar-se em 5.4 por cento em 1999, o que compara com um aumento de 5.1 por cento em 1998.

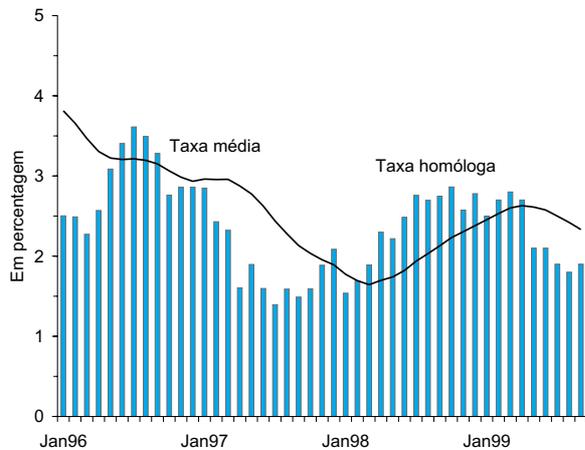
7. INFLAÇÃO

A taxa de inflação em Portugal, medida pela variação homóloga do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), continuou a reduzir-se no terceiro trimestre, passando de 2.3 por cento no segundo trimestre para 1.9 por cento em Julho, 1.8 por cento em Agosto e 1.9 por cento em Setembro (gráfico 7.1). A taxa de variação média situou-se em 2.4 por cento em Setembro, contra 2.5 por cento no final do segundo trimestre.⁽¹¹⁾ A evolução recente dos preços perspectiva a continuação da redução da taxa média de inflação até ao final de 1999.

O aumento da taxa de inflação em 1998 foi fortemente influenciado por factores de natureza transitória. Neste contexto, os efeitos aritméticos decorrentes da evolução dos preços em 1998 permitiam antever uma descida da taxa inflação em 1999, a qual, no entanto, terá sido mais lenta do que o inicialmente esperado, só se verificando de uma forma evidente a partir do segundo trimestre. Com efeito, a descida da taxa de inflação, registada a partir de Maio, esteve muito associada à desaceleração dos preços dos bens alimentares e corresponde, na sua parte mais significativa, à correcção do aumento anormalmente elevado dos preços de alguns bens alimentares não transformados ocorrido em 1998. No mesmo sentido, a evolução da taxa de inflação em 1999 estará a ser favoravelmente influenciada pela correcção de outros factores temporários, designadamente a desaceleração dos preços de um conjunto de serviços que foram afectados pela realização da Expo-98 e o esgotamento dos efeitos da depreciação do escudo verificada em 1998, associada ao processo de convergência das taxas de câmbio do escudo para as suas

(11) Estas taxas de variação média não se encontram corrigidas pelos efeitos das alterações de cobertura e de metodologia introduzidas no IHPC a partir de Janeiro de 1998. Para uma estimativa desses efeitos na taxa de inflação de 1998, veja-se a caixa do *Relatório Anual* de 1998 "Alterações no IHPC: Estimativa de revisão dos valores de inflação para 1998".

Gráfico 7.1
**ÍNDICE HARMONIZADO DE
 PREÇOS NO CONSUMIDOR**



Fonte: Eurostat, INE e Banco de Portugal.

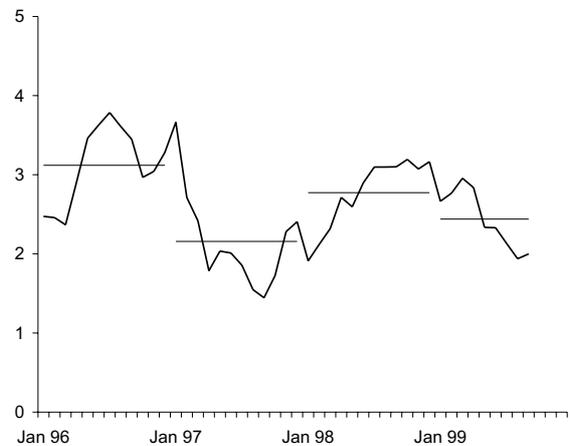
Nota: Os valores do IHPC de 1997 foram corrigidos de acordo com o indicado na caixa do *Relatório Anual* de 1998: "Alterações no IHPC: Estimativa de revisão dos valores de inflação para 1998".

paridades centrais durante o período de transição para o euro.

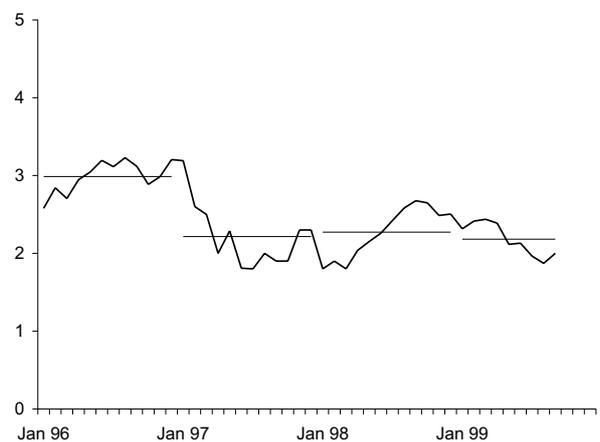
A evolução das medidas de tendência da inflação confirma que a redução da taxa de inflação a partir de Maio foi parcialmente explicada pela correcção do comportamento anómalo de alguns preços em 1998. De facto, até Maio de 1999, o indicador de tendência da inflação homóloga continuou a situar-se abaixo do crescimento homólogo do Índice de Preços no Consumidor (IPC), evidenciando, posteriormente, uma desaceleração mais gradual do que a registada pelo IPC. Entre Abril e Setembro, a taxa de variação homóloga do IPC diminuiu de 2,8 para 2,0 por cento, enquanto que a média aparada a 10 por cento se reduziu de 2,4 para 2,0 por cento e a componente principal permaneceu inalterada em 2,3 por cento (gráfico 7.2).

No que respeita ao comportamento dos determinantes externos de inflação, nos primeiros meses de 1999, o deflador das importações prosseguiu a trajectória intra-anual marcadamente descendente registada ao longo de 1998. De acordo com a Direcção-Geral das Relações Económicas Internacionais, no primeiro trimestre de 1999 os preços em escudos das importações de mercadorias registaram uma redução de 6,3 por cento em termos homólogos, o que compara com uma diminuição de 4,3 por cento no quarto trimestre de 1998. No mes-

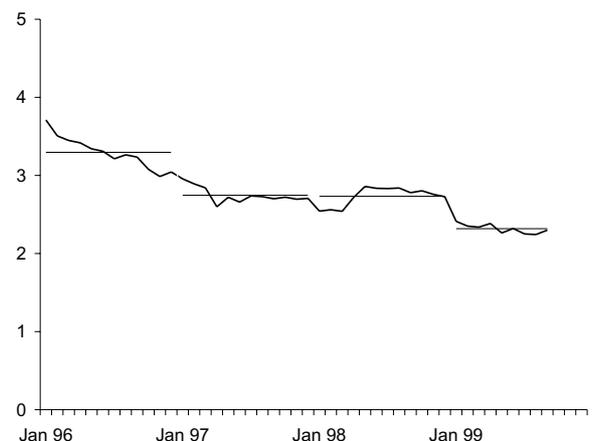
Gráfico 7.2
MEDIDAS DE TENDÊNCIA
 Taxas de variação homóloga
 IPC observado



Média aparada a 10 por cento



Componente principal



Fonte: INE e Banco de Portugal.

mo período, os preços de importação dos combustíveis registaram uma forte quebra devido aos efei-

tos desfasados da descida do preço no petróleo em 1998 (23.9 por cento face a 35.8 no por cento último trimestre de 1998), mas o seu impacto directo no consumidor foi anulado devido a ter-se mantido a política de alisamento dos preços dos combustíveis no consumidor. Excluindo os produtos petrolíferos, verificou-se igualmente uma significativa desaceleração dos preços de importação (de -1.8 para -5.0 por cento), a qual foi influenciada pela evolução dos preços de importação de bens intermédios (de -5.9 para -10.5 por cento). A variação dos preços em escudos das importações de bens de consumo foi de -1.7 por cento no primeiro trimestre de 1999 face a um crescimento 0.5 por cento no quarto trimestre de 1998. Contudo, devido aos efeitos da apreciação da taxa de câmbio do dólar em 1999 e à aceleração dos preços internacionais em dólares, em particular dos preços do petróleo e de outras matérias-primas, espera-se que os preços das importações em escudos registem uma inflexão, acelerando ao longo de 1999.

No entanto, em termos médios anuais, o contributo estimado do deflator das importações para o crescimento dos preços no consumidor não deverá ser superior ao de 1998. Com efeito, a aceleração dos preços de importação em 1999 será sobretudo explicada pela evolução dos preços dos energéticos, cujo efeito no IPC tem continuado a ser neutralizado, e pelo comportamento dos preços de importação de bens intermédios, os quais não têm um impacto directo nos preços no consumidor. Em relação aos restantes preços de importação, a aceleração prevista ao longo de 1999 será muito menos pronunciada, e os seus efeitos na inflação serão atenuados, tanto pela trajectória descendente desses preços verificada até ao início de 1999, como pelo facto de existirem desfasamentos na transmissão das flutuações dos preços de importação aos preços no consumidor. Desta forma, os efeitos na inflação da aceleração dos preços de importação ao longo de 1999 deverão ocorrer sobretudo no ano 2000.

No que respeita aos determinantes internos da inflação, a existência de alguma tensão no mercado de trabalho, traduzida numa elevada taxa de crescimento dos salários (veja-se Secção 6. Mercado de Trabalho), continua a ser um factor de pressão sobre os preços, impedindo, em particular, uma desaceleração mais acentuada dos preços no sector dos serviços. Estes efeitos estarão a ser re-

forçados pelo crescimento da procura final, nomeadamente do consumo privado, embora, devido ao elevado grau de abertura da economia portuguesa, a influência do ritmo de crescimento do consumo privado na inflação deva ser pequeno (traduzindo-se, principalmente, no agravamento da balança comercial, tal como em 1998). Refira-se, no entanto, que os efeitos destas condições internas sobre o crescimento dos preços dos serviços terão sido significativamente atenuados pela diminuição de alguns preços, em ligação com um processo de progressiva desregulamentação. É exemplo o sector das telecomunicações, cujos preços têm vindo a registar uma redução há mais de um ano. Por outro lado, também o preço da electricidade foi significativamente reduzido no princípio de 1999.

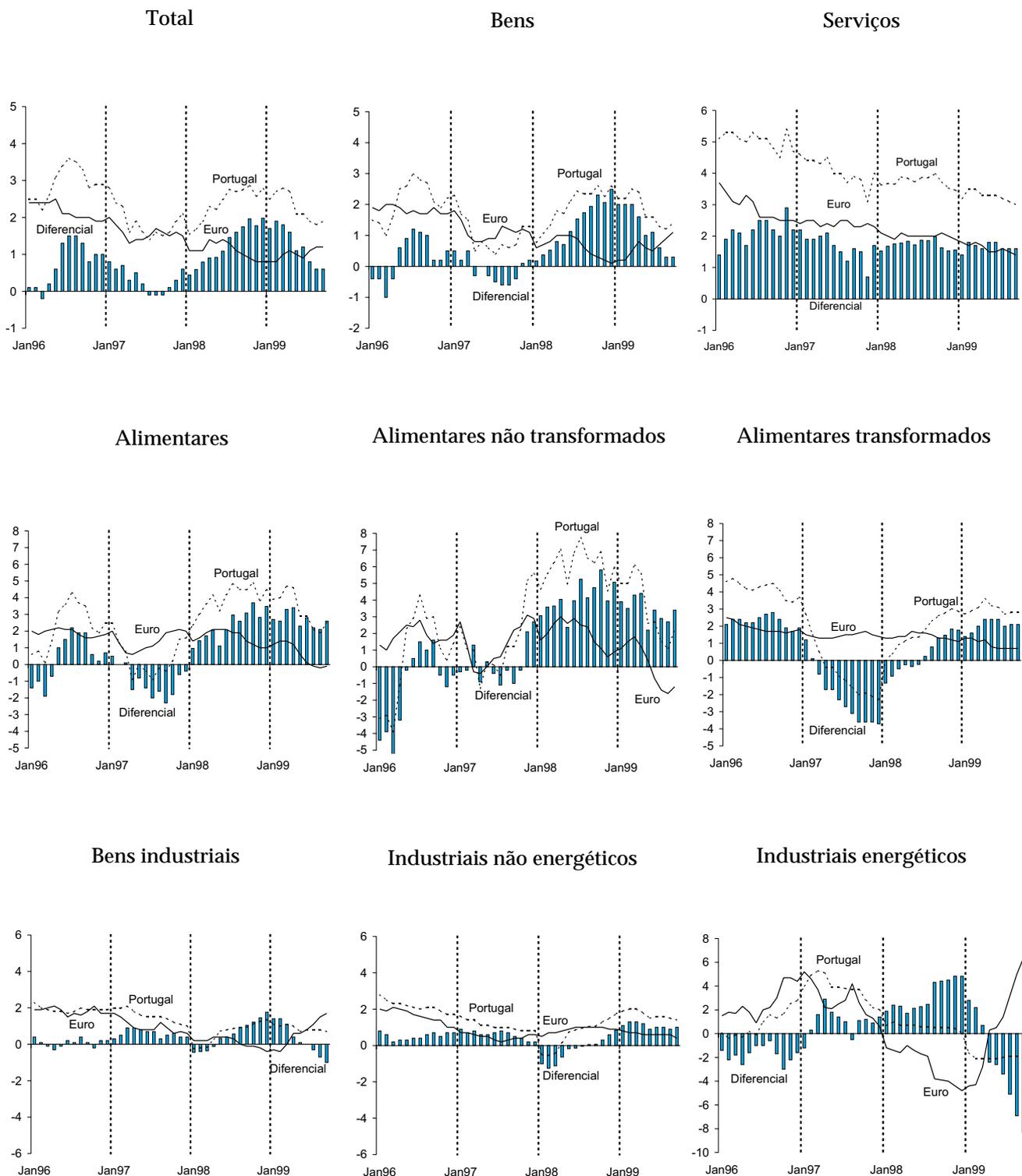
Por componentes do IHPC, os preços dos produtos alimentares registaram uma desaceleração particularmente acentuada devido à redução do crescimento dos preços de alguns bens alimentares não transformados⁽¹²⁾, os quais tinham verificado um crescimento muito elevado desde o início de 1998 (gráfico 7.3). Com efeito, a variação homóloga dos preços destes bens diminuiu de 3.6 por cento no segundo trimestre para 1.6 no terceiro trimestre. O crescimento homólogo dos preços dos bens alimentares transformados registou uma descida menos significativa entre o segundo e terceiro trimestres (de 3.3 para 2.8 por cento).

Quanto aos bens industriais, no terceiro trimestre, tanto a variação homóloga dos preços dos não-energéticos, como o ritmo de queda dos preços dos energéticos, mantiveram-se praticamente estabilizados em valores da ordem de 1.5 e -2.0 por cento, respectivamente. A queda dos preços dos bens energéticos corresponde a uma tendência que se verifica desde o início do ano e que se deverá manter até ao final do ano, em resultado do efeito de redução das tarifas da electricidade verificada em Janeiro de 1999 e da neutralização dos efeitos directos das flutuações do preço do petróleo nos preços dos combustíveis pagos pelo consumidor.

Os preços dos serviços registaram no terceiro trimestre um crescimento homólogo de 3.1 por cento, inferior em 0.2 p.p. ao do segundo trimestre. Para a desaceleração dos preços dos serviços no

(12) Esta componente inclui as seguintes rubricas: carne, peixe (fresco e seco), frutas, legumes, batatas e outros tubérculos.

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



Fonte: Eurostat, INE e Banco de Portugal.

Nota: Os valores do IHPC foram corrigidos de acordo com o indicado na caixa do *Relatório Anual* de 1998: "Alterações no IHPC: estimativa de revisão dos valores de inflação para 1998".

período recente, destacou-se o contributo dos preços das rubricas “serviços de alojamento”, “restaurantes e cafés” e “férias organizadas”, que foram afectados no ano transacto pela realização da Expo-98. Também o processo de liberalização crescente em que se encontram alguns sectores da economia, designadamente o sector das telecomunicações, tem permitido um impacto favorável sobre os respectivos preços.

No terceiro trimestre de 1999, enquanto se reduzia a taxa de inflação em Portugal, ocorreu uma subida no conjunto da área do euro, proporcionando a continuação do estreitamento do diferencial de inflação, que diminuiu de 2.0 p.p. em Dezembro de 1998 para 0.7 p.p. em Setembro de 1999 (gráfico 7.3). Por componentes, o maior contributo para a redução do diferencial de inflação foi dado pela evolução dos preços dos bens energéticos (1.2 p.p.)⁽¹³⁾. Como referido anteriormente, a redução do diferencial de crescimento dos preços dos energéticos (de 4.8 por cento em Dezembro de 1998 para -8.3 por cento em Setembro) resulta, por um lado, da prática de regulamentação dos preços dos combustíveis em Portugal ter neutralizado os efeitos directos no consumidor da flutuação do preço do petróleo nos mercados internacionais, ao contrário do verificado na área do euro. Por outro lado, no início de 1999, como também já acima referido, verificou-se uma descida das tarifas da electricidade em Portugal.

A redução do diferencial de inflação dos preços dos bens alimentares (de 2.8 por cento em Junho para 2.6 por cento em Setembro) foi menor do que a dos energéticos, porque os preços destes bens também desaceleraram na área do euro a partir do segundo trimestre. A redução do diferencial de crescimento dos preços dos serviços entre o final do segundo e do terceiro trimestres foi igualmente de 0.2 p.p., para 1.6 p.p.

8. BALANÇA DE PAGAMENTOS

O défice agregado das balanças corrente e de capital deverá situar-se no intervalo de 5.5 a 6.5 por cento em 1999, o que compara com 4.3 por

(13) Refira-se que os contributos para a variação do diferencial das outras componentes foram -0.2, +0.1 e 0.0 p.p., respectivamente nos casos dos bens alimentares, dos bens industriais não energéticos e dos serviços.

cento em 1998. À semelhança do ocorrido no ano anterior, o aumento do défice reflecte, em larga medida, o comportamento da balança de mercadorias. Embora se espere, em termos reais, uma desaceleração das importações de bens em 1999, estas continuarão, no entanto, a apresentar um crescimento superior ao das exportações, em linha com o diferencial de crescimento entre a procura interna em Portugal e nos seus principais parceiros comerciais. A dinâmica do défice entre 1998 e 1999 é também, embora em menor grau, explicada pela evolução dos termos de troca. Ao contrário do verificado em 1998, em que um ganho de termos de troca de cerca de 2.0 por cento permitiu amortecer o défice externo em cerca de 0.5 p.p., no corrente ano deverá acontecer uma ligeira deterioração dos termos de troca, que contribuirá em cerca de 0.1 para o agravamento do défice.

Na primeira metade de 1999, o défice resultante da soma dos saldos das Balanças Corrente e de Capital aumentou 0.6 p.p. do PIB face ao primeiro semestre de 1998, atingindo 6.4 por cento do PIB (quadro 8.1). Este resultado teve a sua origem na deterioração da balança de operações correntes que apresentou um défice de 8.2 por cento do PIB no primeiro semestre de 1999 (7.4 por cento do PIB no mesmo período do ano anterior). Por seu lado, o excedente da Balança de Capital ascendeu a 1.8 por cento do PIB, valor superior em 0.2 p.p. do PIB ao observado na primeira metade de 1998. O aumento das necessidades de financiamento da economia face ao exterior reflectiu o alargamento do diferencial entre investimento e poupança interna, avaliados em percentagem do PIB. O comportamento do sector privado, cujas necessidades de financiamento voltaram a aumentar em percentagem do PIB, continuou a ser determinante para esta evolução das necessidades de financiamento externo do conjunto da economia.

No primeiro semestre deste ano, tal como em 1998, o aumento do défice da Balança Corrente resultou, essencialmente, de um maior défice no comércio de mercadorias⁽¹⁴⁾. Este défice aumentou 0.9 p.p. do PIB face ao primeiro semestre do ano anterior, de 11.1 por cento para 12.0 por cento do PIB. O aumento do défice comercial no período reflectiu a divergência entre os ritmos de crescimento real das exportações e importações de mercadorias, uma vez que se continuou a verificar um ganho de termos de troca. As exportações de merca-

Quadro 8.1

BALANÇA DE PAGAMENTOS – Base Transacções

	Janeiro-Dezembro 1998 Saldo		Janeiro-Junho 1998			Janeiro-Junho 1999			Saldo em % PIB	
	em % PIB		Débito	Crédito	Saldo	Débito	Crédito	Saldo	Jan-Jun 1998	Jan-Jun 1999
Balança corrente	-6462.2	-6.6	23761.7	20235.8	-3525.9	24404.4	20263.2	-4141.2	-7.4	-8.2
Mercadorias	-10975.2	-11.3	17195.1	11919.8	-5275.3	18137.3	12063.4	-6073.9	-11.1	-12.0
Serviços	1417.6	1.5	3053.2	3404.1	351.0	2888.9	3446.6	557.7	0.7	1.1
Viagens e turismo	2611.7	2.7	958.6	1955.2	996.6	979.0	2098.4	1119.4	2.1	2.2
Outros	-1194.2	-1.2	2094.6	1448.9	-645.7	1909.9	1348.2	-561.7	-1.4	-1.1
Rendimentos	-526.8	-0.5	2558.9	2125.5	-433.4	2495.6	2093.8	-401.8	-0.9	-0.8
Transferências correntes	3622.2	3.7	954.6	2786.4	1831.8	882.6	2659.3	1776.8	3.9	3.5
Transferências públicas	763.1	0.8	694.1	1189.1	495.0	595.3	1041.8	446.5	1.0	0.9
Transferências privadas	2859.1	2.9	260.5	1597.3	1336.8	287.3	1617.5	1330.3	2.8	2.6
Balança de capitais	2289.1	2.4	81.7	858.1	776.3	106.4	1000.0	893.6	1.6	1.8
Transferências de capital	2275.7	2.3	70.5	838.7	768.1	91.0	990.7	899.7	1.6	1.8
Transferências públicas	2287.5	2.4	7.1	765.6	758.5	4.9	935.8	930.9	1.6	1.8
Transf. privadas e Aquisição/Cedência activos não produzidos não financeiros...	-11.8	0.0	63.4	73.1	9.6	86.2	54.9	-31.3	0.0	-0.1
Balança financeira	5475.4	5.6	153531.2	157817.9	4286.7	358053.6	363088.4	5034.9	9.1	9.9
Investimento directo	-1024.8	-1.1	4904.1	4219.9	-684.3	7946.1	7922.5	-23.7	-1.4	0.0
Investimento de Portugal no exterior	-2605.4	-2.7	1474.4	297.5	-1176.8	2740.5	2914.5	174.1	-2.5	0.3
Investimento do exterior em Portugal	1580.6	1.6	3429.8	3922.3	492.6	5205.7	5007.9	-197.8	1.0	-0.4
Investimento de carteira	136.6	0.1	78144.0	76339.2	-1804.8	94226.5	94828.5	602.1	-3.8	1.2
Activos	-5481.6	-5.6	51433.5	47740.2	-3693.3	57974.5	54909.0	-3065.4	-7.8	-6.0
Passivos	5618.2	5.8	26710.5	28598.9	1888.5	36252.0	39919.5	3667.5	4.0	7.2
Outro investimento	6741.3	6.9	69240.4	76039.5	6799.1	237298.3	241838.6	4540.4	14.4	8.9
Activos	-5270.7	-5.4	42622.1	43187.7	565.6	76971.8	77706.5	734.6	1.2	1.4
Passivos	12012.0	12.3	26618.3	32851.7	6233.5	160326.4	164132.2	3805.7	13.2	7.5
Derivados financeiros	100.7	0.1	281.0	333.4	52.4	608.1	645.3	37.2	0.1	0.1
Activos de reserva	-478.5	-0.5	961.7	886.0	-75.7	17974.6	17853.5	-121.1	-0.2	-0.2
Erros e omissões	-1302.3	-1.3			-1537.1			-1787.3	-3.2	-3.5
Por memória:										
Balança corrente + Balança de capital	-4173.1	-4.3	23843.5	21093.9	-2749.6	24510.8	21263.2	-3247.5	-5.8	-6.4

dorias voltaram a desacelerar nos primeiros seis meses do ano, em linha com o comportamento da

(14) Note-se que as exportações e importações de mercadorias utilizadas no apuramento deste saldo comercial correspondem a estimativas do Banco de Portugal, que incluem correcções aos dados do comércio externo do primeiro semestre divulgados pelo Instituto Nacional de Estatística (INE) com o objectivo de antecipar revisões. Ver notas de pé-de-página 9 e 10. Deste modo, o saldo de mercadorias aqui considerado difere do que é publicado nos *Indicadores de Conjuntura* e no *Boletim Estatístico*, pois nestas publicações são considerados apenas os dados do comércio externo tal como divulgados pelo INE.

procura externa dirigida aos produtores portugueses. O abrandamento da procura interna no primeiro semestre de 1999 conduziu, igualmente, a uma desaceleração das importações de bens, que mantiveram, no entanto, um crescimento superior ao das vendas ao exterior. De acordo com estimativas do Banco de Portugal baseadas em informação muito preliminar, os preços de exportação terão registado uma redução de 2.8 por cento, enquanto os preços de importação terão diminuído 4.4 por cento na primeira metade de 1999.

Quadro 8.2

EVOLUÇÃO DA BALANÇA FINANCEIRA PORTUGUESA NOS PRIMEIROS SEMESTRES DE 1998 E 1999^(a)

Em percentagem do PIB

	Janeiro-Junho 1998			Janeiro-Junho 1999		
	Variação de passivos	Variação de activos	Variação líquida	Variação de passivos	Variação de activos	Variação líquida
Balança financeira	17.6	-8.5	9.1	13.1	-3.2	9.9
Investimento directo	1.0	-2.5	-1.4	-0.4	0.3	0.0
Investimento de carteira	4.0	-7.8	-3.8	7.2	-6.0	1.2
Outro investimento	13.2	1.2	14.4	7.5	1.4	8.9
Derivados financeiros	-0.6	0.7	0.1	-1.1	1.3	0.1
Activos de reserva	-	-0.2	-0.2	-	-0.2	-0.2
Por sector institucional residente:						
Administrações públicas	1.6	0.0	1.6	8.1	0.0	8.0
Investimento de carteira	1.8	0.0	1.8	8.1	0.0	8.1
Outro investimento	-0.2	0.0	-0.1	-0.1	0.0	-0.1
Instituições financeiras monetárias	12.1	-0.6	11.5	3.1	4.9	8.0
Investimento directo	0.1	-0.5	-0.4	-1.4	-0.1	-1.5
Investimento de carteira	1.0	-3.3	-2.3	0.2	-2.2	-2.1
Outro investimento	11.5	2.6	14.1	5.5	6.0	11.5
Derivados financeiros	-0.6	0.7	0.1	-1.1	1.3	0.1
Instituições financeiras não monetárias ..	0.3	-4.2	-3.9	-0.3	-3.8	-4.1
Investimento directo	0.1	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.2
Investimento de carteira	0.4	-4.4	-4.0	-0.1	-3.7	-3.9
Outro Investimento	-0.1	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0
Sociedades não financeiras e particulares.	2.5	-3.4	-0.9	-1.4	-2.4	-3.8
Investimento directo	0.8	-1.9	-1.1	1.2	0.5	1.7
Investimento de carteira	0.8	-0.1	0.7	-1.0	-0.5	-1.5
Outro investimento	0.9	-1.5	-0.6	-1.6	-2.4	-4.0
Autoridades monetárias	1.1	-0.3	0.7	3.7	-1.9	1.7
Investimento de carteira	-	-	-	-	0.4	0.4
Activos de reserva	-	-0.2	-0.2	-	-0.2	-0.2
Outro investimento	1.1	-0.2	0.9	3.7	-2.1	1.5

Nota:

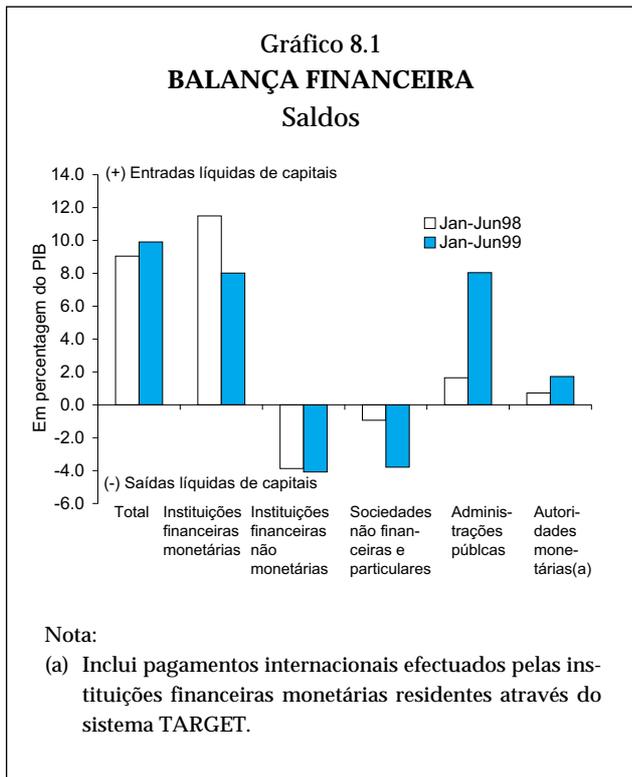
(a) Um sinal (+) significa um aumento de passivos externos ou uma diminuição de activos externos, isto é uma entrada de capitais. Um sinal (-) significa uma diminuição de passivos externos ou um aumento de activos externos, isto é uma saída de capitais.

Nos primeiros seis meses de 1999, o excedente da Balança de Serviços ascendeu a 1.1 por cento do PIB, o que constitui um aumento de 0.4 p.p. do PIB face ao mesmo período de 1998. O saldo de viagens e turismo melhorou ligeiramente na primeira metade de 1999. As receitas de turismo cresceram 7.3 por cento, em termos nominais, face ao período homólogo, enquanto as despesas em viagens e turismo efectuadas por residentes no exterior aumentaram 2.1 por cento. Registou-se, por outro lado, um menor défice dos outros serviços, em particular ao nível dos serviços técnico-profissionais, cujas importações tinham apresentado um aumento acentuado nos primeiros meses de 1998, associado à construção da Expo-98.

No primeiro semestre deste ano, o défice da Balança de Rendimentos situou-se em 0.8 por cento do PIB, que compara com um défice de 0.9 por cento do PIB no mesmo período de 1998. Os rendimentos de investimento de carteira recebidos do exterior excederam os pagos ao exterior, por oposição ao ocorrido no primeiro semestre de 1998. Ao nível dos rendimentos de depósitos, verificou-se um aumento do défice, em linha com o crescente recurso das instituições financeiras monetárias residentes a fontes de financiamento externas, nomeadamente para atender às necessidades de crédito do sector privado.

Na primeira metade de 1999, comparando com o período homólogo de 1998, o excedente de

Gráfico 8.1
BALANÇA FINANCEIRA
Saldos



Transferências Correntes diminuiu de 3.9 para 3.5 por cento do PIB. Esta redução resultou, por um lado, da evolução das transferências públicas correntes, em particular, de menores recebimentos do Fundo Social Europeu. Por outro lado, o excedente de remessas de emigrantes apresentou um valor praticamente idêntico ao registado no primeiro semestre de 1998 (2.6 e 2.7 por cento do PIB, respectivamente).

Nos primeiros seis meses deste ano, o excedente da Balança de Capital aumentou de 1.6 por cento para 1.8 por cento do PIB, reflectindo um aumento das transferências públicas de capital recebidas por Portugal neste período, em particular no âmbito do FEOGA-Orientação.

No primeiro semestre de 1999, a Balança Financeira apresentou uma entrada de capitais equivalente a 9.9 por cento do PIB, face a 9.1 por cento do PIB no mesmo período de 1998. Na primeira metade do ano, o aumento das necessidades de financiamento da economia face ao exterior traduziu-se num significativo crescimento do endividamento externo das administrações públicas (gráfico 8.1). O sector financeiro monetário continuou a ter, igualmente, um papel importante na intermediação de capitais externos. Pelo contrário, as operações da Balança Financeira efectuadas por instituições financeiras não monetárias (como fundos de

investimento, companhias de seguros e fundos de pensões) e por sociedades não financeiras e particulares resultaram numa saída líquida de capitais na primeira metade de 1999.

Nos primeiros seis meses de 1999, as operações de investimento directo do exterior em Portugal e de Portugal no exterior atingiram montantes praticamente idênticos (desinvestimentos inferiores a 0.5 por cento do PIB, em ambos os casos). Assim, o saldo resultante destas operações foi pouco significativo, por oposição ao ocorrido na primeira metade de 1998, em que o investimento de Portugal no exterior superou largamente o investimento do exterior em Portugal.

Na primeira metade do ano, registou-se um afluxo líquido de capitais à economia portuguesa associado a operações de investimento de carteira equivalente a 1.2 por cento do PIB (saída de 3.8 por cento do PIB no primeiro semestre de 1998). Esta entrada de capitais resultou do significativo crescimento do investimento de não residentes em títulos nacionais (de 4.0 por cento para 7.2 por cento do PIB). Em particular, as aplicações em obrigações de dívida pública do Estado português aumentaram de 2.3 para 8.1 por cento do PIB, em termos líquidos. Pelo contrário, no segmento de títulos de participação no capital de empresas residentes, verificou-se um desinvestimento líquido na primeira metade de 1999. Por seu turno, o investimento de carteira efectuado no exterior pelos sectores residentes reduziu-se de 7.8 por cento para 6.0 por cento do PIB na primeira metade de 1999. Os residentes continuaram a investir em obrigações e outros títulos de dívida de longo prazo, mas menos do que na primeira metade de 1998 (3.1 e 6.8 por cento do PIB, respectivamente). Pelo contrário, o investimento de carteira em títulos de participação no capital de empresas não residentes aumentou de forma significativa na primeira metade deste ano, atingindo 2.5 por cento do PIB (0.6 por cento do PIB no primeiro semestre de 1998). Este investimento de carteira de Portugal no exterior continuou a ser efectuado maioritariamente por instituições financeiras não monetárias, especialmente por fundos de investimento.

As operações de empréstimos e depósitos com o exterior, incluídas em "Outro Investimento", resultaram numa entrada líquida de capitais equivalente a 8.9 por cento do PIB, que compara com 14.4 por cento do PIB no primeiro semestre de 1998. Tal

como no ano anterior, a maioria destas operações foram efectuadas por instituições financeiras monetárias, cujo endividamento externo, em termos líquidos, continuou a aumentar na primeira metade deste ano. A captação de recursos externos e a redução de activos sobre o exterior, na sua maioria de curto prazo, por parte das instituições financeiras monetárias através de operações de empréstimos e depósitos apresentou, no seu conjunto, um valor similar ao do primeiro semestre de 1998 (14.5 por cento do PIB, incluindo as operações realizadas no âmbito do sistema TARGET). As operações de “Outro Investimento” efectuadas pelas instituições financeiras monetárias directamente com não residentes ascenderam a 11.5 por cento do PIB, em termos líquidos (14.1 por cento do PIB na primeira metade de 1998), enquanto o saldo das operações de empréstimos e depósitos efectuadas no âmbito do sistema TARGET atingiu 3.0 por cento do PIB. De referir que, em termos de Balança de Pagamentos, os pagamentos internacionais realizados através do sistema TARGET (que não existia antes de Janeiro de 1999) são registados como variação de activos ou passivos das Autoridades Monetárias face ao exterior na Balança Financeira, na rubrica “Outro Investimento — Empréstimos/Numerário e Depósitos”⁽¹⁵⁾. No que respeita às operações incluídas na rubrica “Outro Investimento” efectuadas por sociedades não financeiras e particulares (essencialmente empréstimos e depósitos), elas resultaram numa saída líquida de capitais equivalente a 4.0 por cento do PIB (0.6 por cento do PIB na primeira metade de 1998). Neste período, as sociedades não financeiras e particulares aumentaram os seus depósitos em bancos não residentes e procederam ao reembolso líquido de empréstimos, principalmente de curto prazo.

9. CONCLUSÃO

Nos últimos anos, e principalmente desde 1997, a economia portuguesa tem vivido um período de transição para um novo regime associado à participação na área do euro. Num quadro de expectativas de maiores rendimentos futuros e de convergência nominal, traduzida numa redução substan-

cial da inflação e das taxas de juro, assistiu-se a um crescimento acentuado do consumo e do investimento. A política orçamental contribuiu para esta expansão da procura interna através de um crescimento nominal significativo do consumo público, das transferências e dos subsídios para as famílias. O financiamento do crescimento da despesa implicou que o endividamento das famílias e das empresas aumentasse fortemente, reflectindo sobretudo o recurso a crédito bancário.

O dinamismo da procura interna e, mais recentemente, um significativo abrandamento da procura externa dirigida à economia portuguesa, traduziram-se, ao nível da balança de pagamentos, num considerável alargamento do défice comercial, que provocou o correspondente alargamento do défice agregado das balanças corrente e de capital. Esta ampliação do défice traduz o reflexo de maiores necessidades líquidas de financiamento externo das famílias e empresas portuguesas, que têm sido intermediadas pelo sistema bancário residente, através da captação de depósitos e de empréstimos externos.

No final de 1998 e em 1999, o abrandamento da procura externa, reflectido no crescimento das exportações de bens e serviços, contribuiu para uma moderação do ritmo de crescimento do produto interno. Simultaneamente, assistiu-se a uma ligeira desaceleração do consumo e a uma desaceleração mais significativa do investimento, embora ambas as componentes da despesa interna mantenham taxas de crescimento elevadas e bastante acima da taxa de variação do PIB. Recentemente, parece confirmar-se um maior dinamismo da procura externa, embora mais moderado que até ao início de 1998. O crescimento da procura externa é também claramente insuficiente para permitir o ajustamento da balança, caso se mantenham os níveis actuais de expansão da procura interna. Assim sendo, no futuro próximo é desejável que ocorra um abrandamento da procura interna, por forma a corrigir o padrão recente de crescimento do produto e permitir o reajustamento do défice externo, com diminuição das necessidades líquidas de financiamento dos sectores residentes na economia, em particular das famílias.

O aumento do grau de endividamento das famílias e empresas, como atrás referido, poderá ser encarado como o resultado da transição entre patamares de endividamento associados a regimes

(15) Veja-se caixa “Impacto da participação de Portugal na União Económica e Monetária nas Estatísticas da Balança de Pagamentos” no *Boletim Económico* de Junho de 1999.

económicos diferentes, que tem permitido financiar crescimentos particularmente elevados de consumo e de investimento. Apesar de resultar de uma evolução natural e, em larga medida, esperada, a situação actual implica uma acrescida vulnerabilidade das famílias e empresas a desenvolvimentos cíclicos menos favoráveis. Em particular, a capacidade de assegurar os encargos da dívida por parte de uma franja de famílias mais endividadas poderá ser posta em causa face a choques desfavoráveis que afectem o mercado trabalho, aumentando a taxa de desemprego, ou face a subidas significativas das taxas de juro bancárias activas. Neste sentido, não parece possível extrapolar para o futuro uma expansão dos níveis de endividamento comparável à dos últimos anos, com risco de a situação se tornar insustentável e implicar posteriores ajustamentos mais acentuados da economia portuguesa. Atingidos novos patamares de endividamento, é agora esperada uma desaceleração saudável da procura interna que permita a diminuição das necessidades líquidas de financiamento externo, levando, em consequência, a uma redução progressiva do défice externo.

O processo de ajustamento poderá ser facilitado através do funcionamento eficiente dos preços e salários na economia portuguesa. Em particular, é essencial que haja uma grande moderação salarial no futuro próximo, por forma a garantir uma evolução favorável dos custos de trabalho por unidade produzida na economia portuguesa, por comparação com que acontece nos nossos parceiros comerciais. Um incremento da competitividade da economia facilitará uma subida da quota das exportações portuguesas nos mercados internacionais onde concorrem e ajudará a conter a marcada tendência de aumento do grau de penetração das importações no mercado doméstico. Caso a moderação salarial não tenha lugar, a competitividade será posta em causa, o crescimento desacelerará e o desemprego aumentará. Por outras palavras, o ajustamento a subidas não sustentáveis dos salários far-se-á, não por subida de preços validada por desvalorização, mas por aumento do desemprego.

A evidência empírica disponível para Portugal aponta para uma maior flexibilidade dos salários reais em relação às condições cíclicas da economia

do que na generalidade dos países da área do euro. Esta flexibilidade tem-se traduzido em respostas rápidas e significativas dos salários reais às condições económicas, permitindo um ajustamento com flutuações limitadas nos níveis de emprego e desemprego. É muito importante que esta característica do mercado de trabalho português, observada no passado em situações de inflação elevada, seja preservada na nova realidade com estabilidade de preços. Na ausência do mecanismo de ajustamento cambial, se não funcionar a flexibilidade salarial, o processo de reequilíbrio da economia portuguesa implicará custos substancialmente maiores em termos de desemprego.

Na presente situação, em que tanto a política cambial como a política monetária são conduzidas tendo em atenção as condições económicas para a área do euro como um todo, o processo de ajustamento da economia portuguesa deverá ter igualmente uma contribuição importante da política orçamental. A continuação do esforço de redução do défice, de acordo com os objectivos assumidos pelo Governo Português no Programa de Estabilidade e Crescimento, terá efeitos correctivos directos na balança corrente e promoverá a moderação do crescimento da procura interna, contribuindo também por esta via indirecta para o reajustamento da economia. Note-se, porém, conforme é explicado na Caixa “Saldo das Administrações Públicas e os Objectivos do Programa de Estabilidade e Crescimento”, que o previsível esgotamento do padrão de consolidação orçamental seguido nos últimos anos, num contexto desejável de crescimento mais moderado da procura interna, dificultará o cumprimento dos objectivos fixados e exigirá a tomada de medidas adicionais de política orçamental, de acordo com o compromisso assumido no Programa. Nomeadamente, será necessário alterar a tendência observada nos últimos anos de elevado crescimento da despesa primária corrente ou aumentar as taxas de impostos. Esta última alternativa deverá, contudo, ser avaliada à luz do contexto mais competitivo em que a economia portuguesa se insere com a sua participação na área do euro.

Acabado de redigir com informação disponível até 20 de Outubro de 1999, excepto para as taxas de juro (4 de Novembro de 1999).

**SALDO DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS E OS OBJECTIVOS DO PROGRAMA
DE ESTABILIDADE E CRESCIMENTO**

Tal como a generalidade dos Estados-membros da UE, Portugal conheceu, no período recente, uma significativa redução do défice das administrações públicas, em percentagem do PIB. Com efeito, desde 1993, o défice das administrações públicas diminuiu 4.3 pontos percentuais (p.p.) do PIB, devendo situar-se em 1.8 por cento, em 1999.

Quadro 1

EVOLUÇÃO DAS RECEITAS E DESPESAS DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS 1993-1999

Em percentagem do PIB

	1993	1995	1997 ^E	1998 ^E	1999 ^P
Receitas totais	41.8	41.3	44.4	44.2	45.7
Receitas fiscais	34.7	35.2	37.1	37.4	38.2
Outras receitas	7.1	6.1	7.3	6.8	7.5
Despesas totais	47.9	47.0	46.9	46.4	47.5
Despesas primárias	41.7	40.7	42.7	43.0	44.3
das quais:					
Pessoal	14.6	14.1	14.6	14.6	14.9
Transferências para as famílias	15.1	15.2	15.9	16.0	16.4
Despesas de capital	4.0	3.7	4.2	4.1	4.3
Juros da dívida	6.2	6.3	4.3	3.4	3.2
Saldo Primário	0.1	0.6	1.7	1.2	1.4
Saldo total	-6.1	-5.7	-2.5	-2.1 ^(a)	-1.8

E- estimativa; P- projecção,

Nota:

- (a) Este valor difere ligeiramente do da notificação do procedimento relativo aos défices excessivos (2.2 por cento) porque a estimativa do PIB utilizada pelo Banco de Portugal é mais elevada.

A redução do défice resultou da conjugação de um aumento das receitas públicas com um acentuado decréscimo das despesas em juros, que mais do que compensou o aumento das despesas primárias. De facto, entre 1993 e 1999, as receitas totais das administrações públicas registaram um acréscimo de 3.9 p.p. do PIB (dos quais 3.5 devidos à evolução das receitas fiscais), enquanto que as despesas em juros diminuíram 3.0 p.p. do PIB. Em contraponto, no mesmo período, as despesas primárias registaram um aumento de 2.6 p.p. do PIB, justificado, em parte, pelo acentuado crescimento das transferências para as famílias (1.3 p.p.).

Parece claro que não se podem esperar reduções adicionais significativas do rácio das despesas em juros e que a manutenção de taxas de crescimento das receitas fiscais acima da taxa de crescimento nominal da economia não é sustentável, sem subida das taxas de impostos. Assim, o padrão de consolidação orçamental que tem sido seguido, é particularmente vulnerável a evoluções cíclicas menos favoráveis para a geração de receitas. Se não forem tomadas medidas discricionárias no sentido do controlo da despesa primária pode mesmo admitir-se um agravamento do défice orçamental no futuro próximo. Para isso, bastará que se verifique uma recomposição do crescimento da economia, com maior dinamismo das exportações e desaceleração do consumo privado (afectando, particularmente, os bens e serviços mais tributados). Com efeito, tal evolução implicaria uma redução da taxa de crescimento da receita dos impostos indirectos, muito elevada no passado recente. Obviamente, esta desaceleração será mais acentuada no caso de, simultaneamente, ocorrer um menor ritmo de crescimento da economia.

O Programa de Estabilidade e Crescimento apresentado pelo Governo Português no final de 1998, assumiu como objectivo crucial a diminuição do défice das administrações públicas. De acordo com o Programa, o défice situar-se-á em 1.5 e 1.2 por cento do PIB, em 2000 e 2001 respectivamente, para atingir, em 2002, um objectivo de médio prazo de 0.8 por cento do PIB. Pelas razões apontadas acima, o compromisso de assegurar um défice de 1.5 por cento do PIB em 2000 poderá ser problemático sem medidas de política adicionais conforme está previsto no Programa⁽¹⁾, sendo difícil caso não se altere a tendência observada nos últimos anos de elevado crescimento da despesa corrente primária.

(1) O Programa de Estabilidade e Crescimento prevê que (página 3):

“No caso de uma evolução desfavorável das finanças públicas, as autoridades nacionais comprometem-se a adoptar medidas efectivas e necessárias para corrigir imediatamente a referida situação, por forma a atingir os objectivos fixados para o défice global.”

**PRINCIPAIS DESENVOLVIMENTOS NOS MERCADOS DE CÂMBIOS E DE
PRODUTOS DERIVADOS NO TRIÊNIO DE 1995-1998**

Mercado Internacional

- *Entre 1995 e 1998, o ritmo de crescimento do turnover no **mercado cambial tradicional**, quando medido em dólares, desacelerou, face ao triénio anterior (de 45% para 26%), tendo o turnover diário médio sido estimado em 1500 mil milhões de dólares, em Abril de 1998. Os forwards (outright forwards e foreign exchange swaps) reforçaram a sua posição de liderança (60% vs 56%), em particular devido ao ganho de importância dos foreign exchange swaps. As transacções continuam a ser sobretudo realizadas entre contrapartes financeiras (82%), enquanto em termos de residência das contrapartes, a distribuição é aproximadamente equitativa. O dólar acentuou a sua posição de moeda mais transaccionada, figurando em 87% das transacções, por contrapartida de reduções nos pesos do marco, do iene e do franco francês. Continuou a verificar-se um aumento da concentração geográfica das transacções, tendo o Reino Unido (32%), os EUA (18%), o Japão (8%) e Singapura (7%) contabilizado cerca de 65% do turnover total, contra 63% em 1995.*
- *Em Abril de 1998, o **turnover global dos derivados OTC** (incluindo os derivados cambiais tradicionais), atingiu 1300 mil milhões de dólares ao crescer 44%, face a Abril de 1995. O volume transaccionado em derivados cambiais continuou a ser bastante superior ao realizado em derivados de taxa de juro, afirmando-se os swaps como o tipo de instrumento dominante, em ambos os segmentos de mercado. Nos derivados de taxa de juro verificaram-se, no entanto, alterações mais significativas, tendo o peso dos swaps de taxa de juro (IRS) aumentado de 42% para 58%, por contrapartida, sobretudo, da redução da quota dos FRA, de 44% para 28%. O dólar continuou a ser a moeda mais importante nas transacções de derivados OTC, embora nos derivados de taxa de juro o peso do marco se tenha aproximado muito do detido pela divisa norte-americana. O marco beneficiou do estatuto de moeda proxy do euro, o que aliado ao desenvolvimento de estratégias de “convergence trades” entre as moedas europeias terá induzido o incremento da contratação de swaps sobre taxas de juro do marco até meados de 1998.*
- *No final de Junho de 1998, o montante nocional global estimado das **posições em aberto** ascendeu a 72000 mil milhões de dólares, aumentando 52% desde o final de Março de 1995. Os contratos sobre taxas de juro mantiveram a preponderância no total das posições, tendo aumentado a um ritmo muito superior ao dos derivados cambiais. Os restantes instrumentos de derivados OTC (de mercadorias, acções e de crédito) continuaram, entretanto, a ter uma importância muito reduzida.*

Mercado Português

- *No triénio 1995-98, o volume diário médio de transacções no **mercado cambial tradicional português** aumentou cerca de 85%, ascendendo a 4.4 mil milhões de dólares, em Abril de 1998. Em Outubro de 1998, atingia 6.1 mil milhões de dólares. Para o crescimento deste mercado contribuiu sobretudo o desenvolvimento registado pelos forwards, que passaram a representar cerca de 60% do turnover total. O dólar passou a ser a moeda mais importante (figu-*

rando em cerca de 70% das transacções), posição anteriormente detida pelo escudo. Em contrapartida, o peso das operações que envolveram o marco e o escudo diminuiu induzindo uma redução para metade do peso das operações entre as moedas do SME (de 32% para 15%). Entre as moedas europeias que não integram actualmente o euro, salienta-se o ganho relativo de importância da libra esterlina (de 2% em Abril de 1995, para 13% em Outubro de 1998). As contrapartes financeiras mantiveram a predominância nas transacções (cerca de 80%). Em termos da residência das contrapartes, reforçou-se o peso das não residentes (mais de 70% do total).

- No **mercado português de produtos derivados OTC**, o volume diário médio de transacções mais que triplicou face a Abril de 1995, reflectindo em particular o aumento dos forwards cambiais tradicionais, assim como o crescimento dos FRA e dos IRS. O turnover dos derivados cambiais aumentou 156%, para 2.6 mil milhões de dólares, enquanto o dos derivados de taxa de juro foi cerca de 15 vezes superior ao registado em Abril de 1995, ascendendo a cerca de mil milhões de dólares. Registou-se, assim, uma aproximação da estrutura do mercado português à dos mercados internacionais, com mais de 2/3 do turnover a realizar-se em derivados cambiais. O crescente dinamismo da actividade no mercado de derivados manteve-se na segunda metade de 1998, tendo o turnover em contratos de taxa de câmbio e de taxa de juro, aumentado, respectivamente, para 3.8 e 1.3 mil milhões de dólares, em Outubro de 1998.
- Os montantes nocionais das **posições em aberto de derivados OTC** mais do que quadruplicaram entre 1995 e 1998, tendo esta expansão ficado a dever-se ao crescimento das posições em derivados de taxa de juro, cujo peso no total das carteiras aumentou de cerca de 20% para quase 85%.
- Segundo resultados preliminares do **inquérito semestral do Banco de Portugal de Abril de 1999**, o turnover diário médio das transacções no mercado de balcão reduziu-se para cerca de metade do registado em Abril de 1998, verificando-se uma queda de 52% no mercado cambial tradicional, de 63% nos derivados cambiais e de 47% nos derivados de taxa de juro OTC. No mercado cambial OTC, a alteração mais relevante foi a redução em cerca de 70% do turnover de foreign exchange swaps, reflectindo sobretudo a substituição do financiamento por via cambial pelo recurso directo ao mercado monetário. No mercado de derivados de taxa de juro OTC, o movimento mais significativo foi registado pelos FRA, cujo turnover diminuiu 57%, para o que terá contribuído a eliminação da possibilidade de arbitragem entre as taxas de juro das moedas que compõem o euro. Inversamente, os IRS registaram um incremento de actividade reflectindo o aumento da liquidez e da profundidade deste mercado com a criação do euro.

A. INTRODUÇÃO

Em 1998 realizou-se um novo inquérito trienal à actividade dos mercados de câmbios e de produtos derivados coordenado pelo Banco de Pagamentos Internacionais (BIS). O Banco de Portugal aderiu mais uma vez a esta iniciativa, tendo realizado paralelamente os dois inquéritos semestrais regulares, em Março/Abril e Setembro/Outubro de 1998, sobre a actividade no mercado português.

Neste texto apresentam-se, numa primeira parte, os resultados mais relevantes do inquérito tri-

nal coordenado pelo BIS, em Abril/Junho de 1998, e, numa segunda parte, a análise dos dados nacionais relativos aos inquéritos realizados em 1998. Ao longo deste estudo compararam-se as principais linhas de desenvolvimento detectadas nos mercados de câmbios e de produtos derivados portugueses e no conjunto dos países participantes no inquérito do BIS, quer em termos de volumes transaccionados, quer no que se refere aos montantes nocionais em carteira.

B. INQUÉRITO TRIENAL COORDENADO PELO BIS EM 1998

O inquérito trienal de 1998 incidiu sobre as transacções efectuadas no mercado cambial *spot* e em produtos derivados cambiais e de taxa de juro transaccionados no mercado de balcão (OTC) e sobre os montantes nocionais e valores brutos de mercado das posições em aberto em instrumentos derivados OTC de taxa de câmbio, de taxa de juro, de crédito, de acções e de mercadorias.

O novo inquérito coordenado pelo BIS contou com a participação dos bancos centrais e das autoridades monetárias de um número alargado de países (43 em 1998, face a 26 em 1995), tendo comportado algumas alterações na cobertura da informação relativa ao mercado de derivados, das quais se destacam as mais relevantes:

- i) O mercado dos instrumentos transaccionados em bolsa deixou de estar coberto pelo inquérito trienal (uma vez que o BIS recolhe numa base regular dados directamente das bolsas), passando assim o inquérito a estar limitado ao mercado das operações realizadas em balcão.
- ii) Relativamente aos montantes em carteira, passou a ser recolhida informação relativa a derivados de crédito (um segmento que tem vindo a registar um forte crescimento).
- iii) O reporte da informação sobre os montantes em carteira alterou-se no que diz respeito à data de referência das posições, o final de Junho em vez do fim de Março, e ao critério de reporte, o qual passou a ser em base consolidada em vez de numa base de *book location*. Estas alterações decorreram do lançamento simultâneo, sob a égide do BIS, de um inquérito regular nos países do G10, o qual se irá realizar numa base semestral, nos fins de Junho e Dezembro de cada ano, cobrindo apenas informação relativa às posições.

Assim, as alterações verificadas na metodologia de reporte das posições impedem que os dados dos inquéritos de 1998 e 1995 sejam totalmente comparáveis e implicam que as comparações inter-temporais tenham de ser analisadas com algumas reservas.

A comparabilidade dos dados está, no entanto, completamente assegurada no que se refere à informação sobre as transacções, já que a estrutura desta parte do inquérito se tem mantido praticamente inalterada desde 1992.

De referir que, na análise global dos resultados em quaisquer dos segmentos de mercado inquiridos, se deve ter em consideração os efeitos decorrentes das variações cambiais registadas pelas moedas entre 1995 e 1998, uma vez que sendo os dados convertidos em US-dólares o seu impacto é significativo nos totais apurados. A maioria das moedas seguiu um padrão mais ou menos idêntico de evolução face ao dólar, atingindo máximos em 1995 e retomando em 1998 níveis próximos dos de 1992 (constituindo a libra esterlina a excepção mais relevante).

1. Volume de transacções no mercado cambial tradicional

De acordo com os dados divulgados pelo BIS, o ritmo de crescimento do *turnover* no mercado cambial tradicional desacelerou no período entre 1995 e 1998, face ao triénio anterior (de 45% para 26%). No entanto, corrigidas as flutuações cambiais devidas à apreciação do dólar nos últimos três anos, o crescimento do *turnover* é mais elevado, passando para 46%. Em termos de taxa anual, o cresci-

Quadro 1

TRANSACÇÕES NO MERCADO CAMBIAL TRADICIONAL

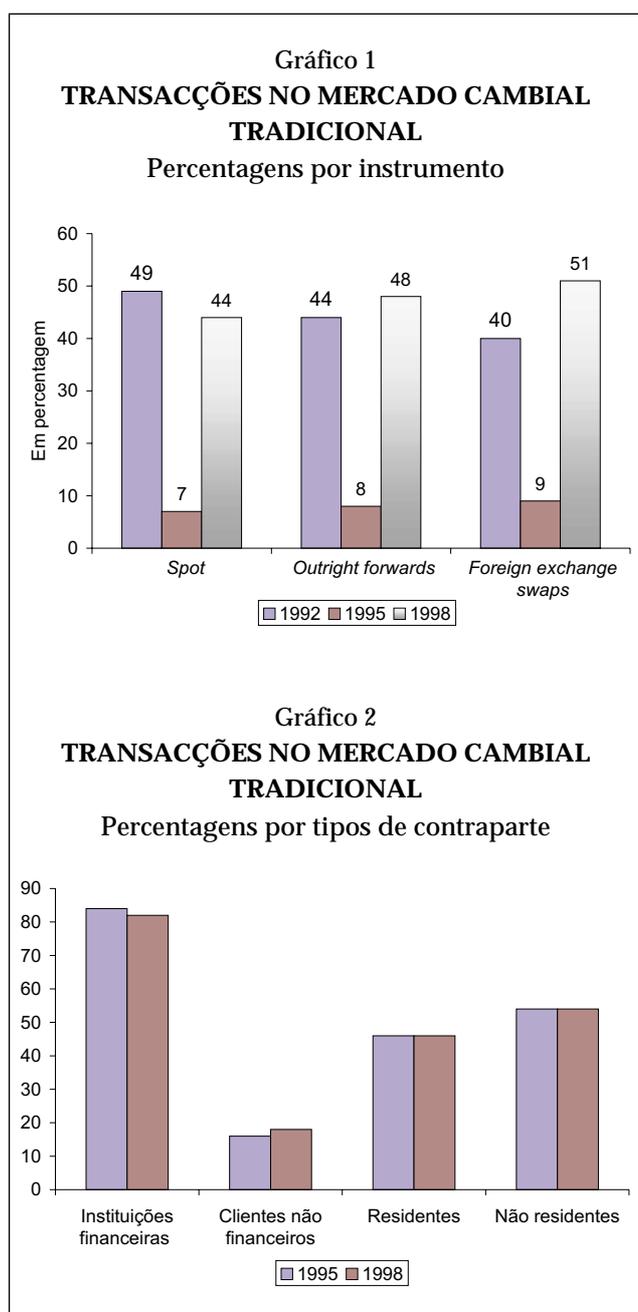
Volume diário médio^(a)

	Mil milhões de dólares e percentagens				
	1992	1995	92/95	1998	95/98
	%			%	
Total estimado.	820	1190	45	1500	26
<i>Spot</i>	400	520	30	600	15
<i>Forwards</i> ^(b)	420	670	60	900	34

Notas:

(a) Corrigido da duplicação resultante das transacções efectuadas no mercado interbancário, doméstico e entre os países participantes no inquérito, e ajustado para compensar uma eventual subavaliação dos dados globais, decorrente do inquérito, nalguns países, não cobrir a totalidade das empresas financeiras.

(b) *Outright forwards* e *foreign exchange swaps*.



mento em dólares, a preços correntes, desacelerou de 13% no triénio 92-95 para cerca de 8% no triénio de 95-98. Considerando variações cambiais nulas, aos preços de Abril de 1998, o crescimento anualizado aumentou de 9% em 92-95, para 14% em 95-98.

O *turnover* diário médio nos instrumentos tradicionais do mercado de câmbios — *spot*, *outright forwards* e *foreign exchange swaps* — foi estimado em 1500 mil milhões de dólares em Abril de 1998 (por memória: em Portugal, o *turnover* ascendeu a 4.4 mil milhões de dólares, aumentando cerca de 85% face a Abril de 1995, sem ajustamento das flutuações cambiais).

No conjunto dos 43 países inquiridos, os *forwards* reforçaram a sua posição de liderança no mercado cambial tradicional (60% vs 56%), continuando a destacar-se neste segmento a importância dos *foreign exchange swaps* (tal como em Portugal). As transacções continuaram a ser sobretudo realizadas entre contrapartes financeiras (82%) e a distribuir-se quase equitativamente entre entidades residentes (46%) e não residentes (54%). No caso português, entretanto, o peso das transacções com empresas financeiras manteve-se em torno dos 80%, enquanto o das operações com não residentes aumentou de 64% para 72%.

Desagregação por moedas

O *dólar* continuou a ser a moeda mais transaccionada (87%), beneficiando da sua predominância nas operações comerciais, da profundidade do seu mercado e do seu papel de moeda-veículo nas transacções entre outras moedas. O aumento da sua importância (de 83% para 87%) registou-se a par de um incremento do peso de um conjunto amplo de outras moedas (de 16% para 22%), por contrapartida de reduções nos pesos do marco, do iene e do franco francês. O BIS refere, no entanto, que quando avaliado a taxas de câmbio constantes, o peso do *dólar* no *turnover* cai para 76%, enquanto que o peso do iene aumenta para 29%.

O *marco*, embora tenha mantido a segunda posição (30%) continuou, apesar da sua crescente uti-

Quadro 2

TRANSACÇÕES NO MERCADO CAMBIAL TRADICIONAL

Distribuição por moedas

Em percentagem do total^(a)

	1995	1998
USD	83	87
DEM	37	30
JPY	24	21
GBP	10	11
FRF	8	5
CHF	7	7
ECU e outras moedas do SME	15	17
Outras moedas	16	22

Nota:

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

Quadro 3

**TRANSACÇÕES NO MERCADO CAMBIAL
TRADICIONAL**

Distribuição por pares de moedas

Em percentagem do total	1995		1998	
USD/DEM.....	22		20	
USD/JPY.....	21		19	
USD/GBP.....	7		8	
USD/CHF.....	5		5	
USD/FRF.....	5		4	
USD/ECU e outras SME.....	11		13	
USD/outras.....	12		18	
DEM/JPY.....	2		2	
DEM/GBP.....	2		2	
DEM/CHF.....	2		1	
DEM/FRF.....	3		1	
DEM/ECU e outras SME.....	4		3	
DEM/outras.....	1		1	
Outros pares de moedas.....	3		3	

lização como *proxy* do euro, a perder importância, o que terá estado relacionado com a cada vez menor volatilidade dos crosses europeus. A redução mais significativa registou-se no cross DEM/FRF (de 3% para 0.7%). Segundo o BIS, na generalidade dos países inquiridos as transacções entre o marco e moedas domésticas têm um peso inferior a 10% do total (em Portugal situou-se em 10%).

O **iene** manteve entretanto a terceira posição (21%), continuando a ser mais transaccionado com o dólar, do que com o marco. Os principais mercados do USD/JPY continuaram a situar-se na Ásia/Pacífico e nos EUA. Segundo o BIS, as transacções directas do iene com moedas domésticas não atingem pesos relevantes, com excepção dos casos da Grécia (18%) e Portugal (6%).

O **turnover** com a **libra esterlina** aumentou ligeiramente o seu peso (para 11%), interrompendo assim a tendência descendente que vinha verificando desde 1989. O aumento foi particularmente evidente nos crosses USD/GBP, e DEM/GBP (cujo *turnover* cresceu 52% e 44%, respectivamente) reflectindo o desenvolvimento de aplicações na divisa europeia mais importante fora da área do euro.

As **outras moedas do SME** registaram um ligeiro aumento de peso, sobretudo determinado pelo crescimento das transacções envolvendo o dólar, já que as realizadas contra o marco verificaram uma

Quadro 4

**TRANSACÇÕES NO MERCADO CAMBIAL
TRADICIONAL**

Distribuição por tipo de contrapartes

Em percentagem do total	1995		1998	
Instituições financeiras participantes ^(a)	64		63	
Residentes.....	26		26	
Não residentes.....	38		38	
Instituições financeiras não participantes.....	20		19	
Residentes.....	10		9	
Não residentes.....	10		10	
Clientes não financeiros.....	16		18	
Residentes.....	11		12	
Não residentes.....	5		6	
	100		100	
	100		100	
Total residentes.....	46		46	
Total não residentes.....	54		54	

Nota:

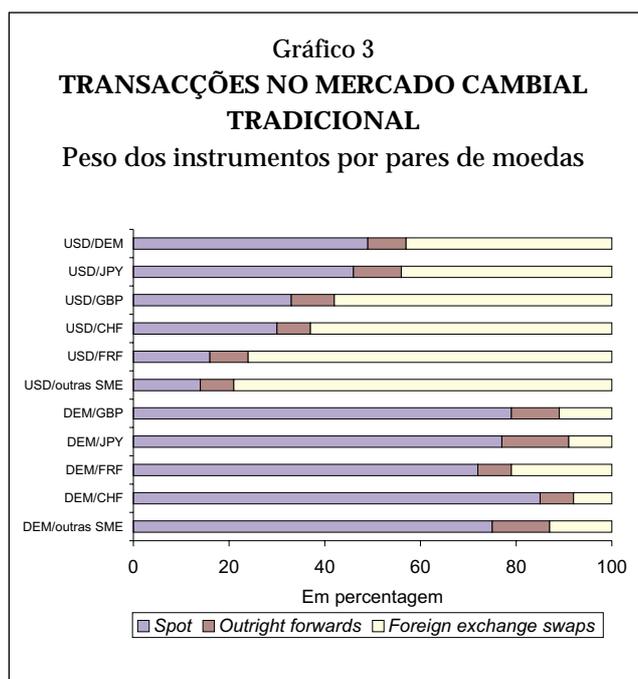
(a) Participantes no inquérito trienal coordenado pelo BIS.

contracção (o que, como já foi referido, estará relacionado com o aumento da estabilidade no MTC).

Desagregação por tipos de contrapartes

A estrutura por contrapartes manteve-se muito estável, com 63% do *turnover* total a ser transaccionado entre instituições financeiras participantes no inquérito, das quais perto de 60% com o exterior. Inversamente, o negócio com clientes foi mais orientado para entidades locais (67%).

O BIS salienta, no entanto, que existem disparidades quanto a este padrão, consoante a dimensão dos mercados. Assim, nos centros de maior dimensão as contrapartes locais detêm proporcionalmente um peso mais elevado, enquanto nos de média dimensão, a intermediação das operações pelos grandes centros reduz a importância das transacções domésticas; nos mercados mais pequenos, a dispersão de padrões é maior. No caso português, cerca de 71% das operações foram efectuadas com instituições financeiras participantes no inquérito, na sua maioria não residentes (90%). Pelo contrário, nas operações com clientes não financeiros (que representam 20%) o peso das entidades residentes é expressivo (83%).



Desagregação por instrumentos

As operações *spot* mantiveram a tendência para perder importância no mercado cambial tradicional, situando-se agora o seu peso em 40% (face a 44% em 1995 e a 49% em 1989). O mercado das operações cambiais à vista continuou, entretanto, a constituir o segmento preferencial dos pares de moedas que não envolvem o dólar, em particular das transacções realizadas com o marco. Tal ter-se-á ficado a dever, em parte, ao papel desempenhado pela moeda germânica como moeda-veículo nas transacções com moedas europeias.

Simultaneamente, os *foreign exchange swaps* (“*forex swaps*”) reforçaram a sua posição como principal instrumento no segmento tradicional (51% em 1998, face a 48% em 1995). Os *forex swaps* continuaram a representar cerca de 85% das transacções forward, sendo sobretudo transaccionados no mercado do dólar (95% envolvem esta moeda) por razões que se prendem com a maior liquidez do mercado desta divisa.

Os *outright forwards* são realizados sobretudo com contrapartes domésticas (62%), em particular com clientes não financeiros, o que atesta a orientação deste mercado para o negócio de retalho e para satisfazer necessidades de *hedging* de operações comerciais de clientes.

Distribuição geográfica das transacções

Manteve-se a tendência para o aumento da concentração geográfica das transacções. O Reino Unido (32%), os EUA (18%), o Japão (8%) e Singapura (7%) contabilizaram cerca de 65% do *turnover* total, contra 63% em 1995. Londres reforçou a sua posição, sendo realizado no Reino Unido cerca de 32% do negócio do dólar (face a 18% nos EUA) e 34% das transacções com o marco (face a 10% na Alemanha). As 4 primeiras posições foram ocupadas pelos mesmos países, tendo-se assistido ao aumento da quota do Reino Unido e dos EUA em 2 p.p. e à queda do Japão em 2 p.p. (aproximando-se agora da quota de Singapura). A perda de quota do Japão reflectiu a redução, em termos absolutos, do *turnover* diário médio japonês, o que, de acordo com o BIS, foi em grande medida devido a flutuações cambiais. Entretanto, a composição do grupo dos oito principais centros financeiros internacionais não se alterou e a sua quota conjunta manteve-se relativamente estável em torno dos 80%.

Os resultados apurados pelo BIS atestam os efeitos negativos da crise asiática em alguns centros, como o de Hong Kong (em que o *turnover* diminuiu 13%), que foi substituído pela Alemanha na 5ª posição. A Alemanha também ultrapassou a Suíça, que registou uma redução de 5% no *turnover*, ocupando agora a 6ª posição logo seguida de Hong Kong.

Saliente-se que a actividade desenvolvida pelos países da UE continua a ser preponderante no mercado cambial global, com um peso de 51%, en-

Quadro 5

RESULTADOS GLOBAIS APURADOS PELO BIS

Distribuição do *turnover* por zonas geográficas

Em percentagem do total

	1995	1998
1. UE sem RU.....	21	19
2. RU.....	30	32
3. Total UE (1.+2.).....	51	51
4. Ásia.....	n.d.	22
5. América sem EUA.....	n.d.	3
6. EUA.....	16	18
7. Total América.....	n.d.	21
8. Sub-total (3.+4.+7.).....	n.d.	94
9. Outros países.....	n.d.	6
10. Total global (8.+9.).....	n.d.	100

Quadro 6

RESULTADOS GLOBAIS APURADOS PELO BISDistribuição do *turnover* pelos
10 principais centros financeiros

Em mil milhões de dólares e percentagem do total

Abril 1995		Abril 1998			
Valor	%	Valor	%		
1. RU	463.8	30	1. RU	637.3	32
2. EUA	244.4	16	2. EUA	350.9	18
3. Japão	161.3	10	3. Japão	148.6	8
4. Singapura . .	105.4	7	4. Singapura . .	139.0	7
5. Hong-Kong	90.2	6	5. Alemanha . .	94.3	5
6. Suíça	86.5	6	6. Suíça	81.7	4
7. Alemanha . .	76.2	5	7. Hong-Kong .	78.6	4
8. França	58.0	4	8. França	71.9	4
9. Austrália . .	39.5	3	9. Austrália . .	46.6	2
10. Dinamarca .	30.5	2	10. Holanda . . .	41.0	2

quanto os países asiáticos e americanos detêm uma importância quase equitativa, à volta dos 20%.

Entre as praças europeias da UE, os crescimentos mais elevados do *turnover* foram registados pela Grécia (118%), pela Irlanda (106%) e por Portugal (83%).

Concentração das transacções

De acordo com os resultados apurados pelo BIS, relativamente às transacções intra centros financeiros, manteve-se a tendência para o aumento da concentração do *turnover*. Este comportamento esteve relacionado com o movimento de consolidação a que se tem vindo a assistir no sector financeiro internacional.

Nos grandes centros financeiros, a quota das 10 maiores instituições aumentou de 44% para 50%, no Reino Unido, e de 48% para 51%, nos EUA. Nos mercados de média dimensão, o grau de concentração quando medido por este indicador, tende a ser ainda mais elevado. Em França, por exemplo, as dez maiores instituições detêm cerca de 80% do total.

Por outro lado, as instituições subsidiárias ou sucursais estrangeiras desempenham um papel cada vez mais importante no mercado cambial: as que operam no RU foram responsáveis por 85% do

Quadro 7

RESULTADOS GLOBAIS APURADOS PELO BISDistribuição geográfica do *turnover* na UE

Em mil milhões de dólares

Países		Abril 1995	Países		Abril 1998
1º	Reino Unido .	463.8	1º	Reino Unido .	637.3
2º	Alemanha . . .	76.2	2º	Alemanha . . .	94.3
3º	França	58.0	3º	França	71.9
4º	Dinamarca . . .	30.5	4º	Holanda	41.0
5º	Bélgica	28.1	5º	Dinamarca . . .	27.3
6º	Holanda	25.5	6º	Itália	28.2
7º	Itália	23.2	7º	Bélgica	26.5
8º	Suécia	19.9	8º	Luxemburgo .	22.2
9º	Luxemburgo .	19.1	9º	Espanha	19.3
10º	Espanha	18.3	10º	Suécia	15.4
11º	Áustria	13.3	11º	Áustria	10.5
12º	Finlândia	5.3	12º	Irlanda	10.1
13º	Irlanda	4.9	13º	Grécia	7.2
14º	Grécia	3.3	14º Portugal	4.4	
15º Portugal	2.4		15º	Finlândia	4.2

turnover total (vs 79% em 1995), sendo que entre estas as norte-americanas foram as mais activas, com uma quota de mercado de 49% (vs 42%). No Japão, verificou-se igualmente um aumento do peso das instituições estrangeiras (de 49% para 57%), sendo nas transacções com contrapartes não financeiras o incremento ainda mais assinalável (de 31% para 65%). Em Portugal, a quota dos 10 bancos mais importantes situou-se em 85%, sugerindo igualmente um aumento do grau de concentração, no entanto, o peso das instituições com sede no exterior não atingiu os 10% do *turnover* total.

2. Actividade nos mercados internacionais de derivados OTC

O *turnover* global dos derivados OTC, incluindo os derivados cambiais tradicionais, cresceu 44% (13% em taxa anualizada), tendo sido estimado em 1300 mil milhões de dólares em Abril de 1998. O volume transaccionado em derivados cambiais continuou a ser bastante superior ao realizado no mercado dos derivados de taxa de juro.

No final de Junho de 1998, o montante nocional global estimado das posições em aberto ascendeu

a 72000 mil milhões de dólares⁽¹⁾, o que correspondeu a um aumento de cerca de 52% (15% em taxa anualizada) desde o final de Março de 1995⁽²⁾. Ao contrário da relação detectada em termos de *turnover*, a importância dos derivados de taxa de juro nas carteiras dos bancos continuou a sobrepôr-se à dos derivados de taxa de câmbio. Uma explicação para este facto é a de que os derivados de taxa de câmbio tendem a ter uma maturidade mais reduzida, pelo que o seu peso, em termos das transacções, surge reforçado. Simultaneamente, o facto dos derivados cambiais serem preferencialmente transaccionados em prazos mais curtos favorece o mercado OTC em relação aos mercados organizados (cuja actividade não é coberta pelo presente inquérito). Inversamente, os derivados de taxa de juro contratados em prazos mais curtos surgem mais associados a mercados organizados do que OTC.

De referir que, de acordo com as últimas estatísticas internacionais, as posições em aberto no

mercado OTC continuaram a ser predominantes em relação às constituídas sobre operações em bolsa.

Os valores brutos de mercado foram estimados em 2600 mil milhões de dólares no fim de Junho de 1998, o que representou cerca de 3.6% do total dos montantes em carteira. Este rácio variou, no entanto, segundo o segmento de mercado — desde 1% nos *forward rate agreements* (FRA) a 15% nas *equity-linked options*.

2.1. Volume de transacções

O *turnover* em contratos de derivados cambiais aumentou 40%, para 961 mil milhões de dólares, enquanto o dos contratos sobre taxa de juro aumentou 75%, para 265 mil milhões de dólares. Os *swaps* tornaram-se o instrumento dominante no mercado OTC, quer de taxa de câmbio, quer de taxa de juro.

Nos **derivados cambiais**, a estrutura por instrumentos manteve-se estável, registando-se apenas um ligeiro decréscimo de importância dos *foreign exchange swaps* por contrapartida do aumento do peso das opções.

(1) Dados reportados em base consolidada.

(2) Os valores globais do *turnover* e das posições em aberto, após correcção das flutuações cambiais, correspondem a crescimentos ainda mais acentuados, superiores a 60%.

Quadro 8

TRANSACÇÕES DE DERIVADOS CAMBIAIS E DE TAXA DE JURO OTC

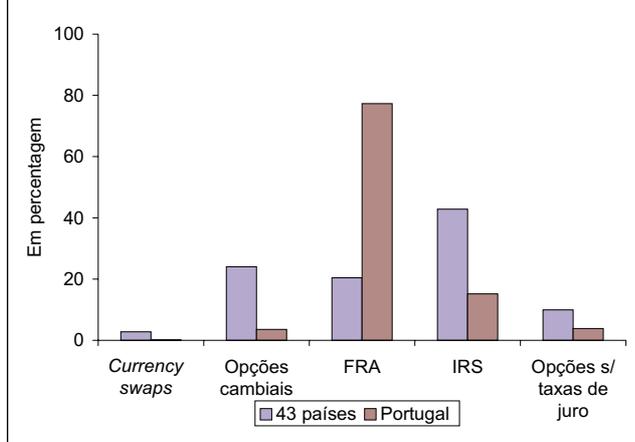
Turnover diário médio em mil milhões de dólares e em percentagens

	Abril 1995		Abril 1998		1995-1998
	Valor	% do total	Valor	% do total	%
1. Derivados cambiais	688	100	961	100	40
- <i>Outright forwards</i>	97	14	130	14	34
- <i>Foreign exchange swaps</i>	546	79	734	76	34
- <i>Currency swaps</i>	4	1	10	1	150
- Opções	41	6	87	9	112
- Outros	1	0	0	0	
2. Derivados sobre taxa de juro	151	100	265	100	75
- FRA	66	44	74	28	12
- <i>Swaps</i>	63	42	155	58	146
- Opções	21	14	36	14	71
- Outros	2	1	0	0	
3. Total estimado 1.+ 2. ^(a)	880		1265		44

Nota:

(a) Corrigido da duplicação resultante das transacções efectuadas no mercado interbancário, doméstico e entre os países participantes no inquérito, e ajustado para compensar uma eventual subavaliação dos dados globais, decorrente do inquérito, nalguns países, não cobrir a totalidade das empresas financeiras.

Gráfico 4
TRANSACÇÕES DE DERIVADOS NÃO
TRADICIONAIS
Abril de 1998



Nos **derivados de taxa de juro**, verificaram-se alterações mais significativas, tendo o peso dos *swaps* de taxa de juro (IRS) aumentado de 42% para 58%, por contrapartida, sobretudo, da redução da quota dos FRA, de 44% para 28% (o que, segundo o BIS, terá reflectido uma maior preferência por futuros de taxa de juro de curto prazo). Entre os derivativos não tradicionais OTC, os IRS de taxa de juro adquiriram, assim, um papel preponderante, representando mais de 40% do *turnover* total deste conjunto de instrumentos. Em Portugal, no entanto, são os FRA a ocupar esta posição, com um peso próximo dos 80%.

Os contratos envolvendo o **dólar** continuaram a ser predominantes nas transacções OTC, embora nos derivativos de taxa de juro a importância do **marco** se tenha aproximado muito da detida pela divisa norte-americana. O estatuto do marco como *proxy* do euro aliado ao desenvolvimento de estratégias de *convergence trades* entre as moedas europeias terão induzido ao incremento da contratação de *swaps* sobre taxas de juro do marco até meados de 1998. Assim, a quota do marco no *turnover* de derivativos sobre taxa de juro passou de 12%, em Abril de 1995, para 24%, em Abril de 1998.

A **concentração geográfica** das transacções de derivativos no mercado OTC aumentou, acompanhando um movimento idêntico registado pelas transacções *spot*. Os centros mais importantes continuaram a ser Londres e Nova Iorque, tendo ambos reforçado a sua importância. No entanto, a actividade no mercado de Londres continuou a

Quadro 9

TRANSACÇÕES DE DERIVADOS OTC
Distribuição por moedas

Em percentagem do total

	Derivados cambiais ^(a)		Derivados sobre taxas de juro	
	1995	1998	1995	1998
USD	91	92	27	27
DEM.....	24	23	12	24
JPY	26	21	23	10
GBP	9	11	n.d.	6
FRF.....	8	6	n.d.	9
CHF	7	7	n.d.	4
ECU e outras moedas do SME	18	20	n.d.	13
Outras moedas.....	17	20	38	7

Nota:

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

corresponder a cerca do dobro da de Nova Iorque. O aumento da concentração geográfica do *turnover* nos cinco maiores centros financeiros foi mais acentuado para os contratos de taxa de juro, do que para os derivativos cambiais. No entanto, de acordo com informações recolhidas pelo BIS, o grau de concentração das transacções no mercado OTC de taxa de juro parece ser inferior ao detecta-

Quadro 10

RESULTADOS GLOBAIS APURADOS PELO BIS

Distribuição do *turnover* pelos
5 principais centros financeiros

Em mil milhões de dólares e percentagem do total

Derivados cambiais OTC			Derivados sobre taxas de juro OTC		
	Valor	%		Valor	%
1. RU	468.3	35	1. RU	122.9	36
2. EUA.....	235.4	18	2. EUA	58.4	17
3. Japão	91.7	7	3. França...	40.6	12
4. Singapura	85.4	6	4. Japão....	31.6	9
5. França ...	57.9	4	5. Alemanha	29.1	8
Total.....	938.7	70	Total	282.6	82

Quadro 11

POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS CAMBIAIS E DE TAXA DE JURO OTC

Montantes nocionais em mil milhões de dólares e em percentagens

	31 de Março de 1995		30 de Junho de 1998		1995-1998
	Valor	% do total	Valor	% do total	%
1. Derivados cambiais	13095	100	22055	100	68
- <i>Forwards</i>	8699	66	14658	66	69
- <i>Currency swaps</i>	1957	15	2324	11	19
- Opções	2379	18	5040	23	112
- Outros	61	0	33	0	
2. Derivados sobre taxa de juro	26645	100	48124	100	81
- FRA	4597	17	6602	14	44
- IRS	18283	69	32942	68	80
- Opções	3548	13	8528	18	140
- Outros	216	1	52	0	
3. Total 1.+ 2.....	39740		70179		77
4. Derivados sobre acções	579		1341		132
5. Derivados sobre mercadorias	318		506		59
6. Derivados de crédito e outros ....	..		118		
7. Total estimado ^(a)	47530		72143		52

Nota:

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

do para o dos derivados cambiais. De salientar, que o *turnover* dos derivados cambiais OTC aumentou espectacularmente em alguns centros europeus de menor dimensão, como Atenas, Dublin e Lisboa.

2.2 Montantes nocionais das posições em aberto

Os montantes nocionais em carteira constituem sobretudo um indicador da exposição ao risco de mercado⁽³⁾, enquanto os valores brutos de mercado são bons indicadores da exposição ao risco de crédito de contraparte, reflectindo também a volatilidade do mercado.

O total global estimado dos montantes nocionais em carteira de derivados OTC ascendia a 72000 mil milhões de dólares no final de Junho de 1998, o que corresponde a um incremento de 52% (15% em taxa anualizada) face ao averbado no final de Março de 1995. No entanto, após o ajusta-

mento efectuado pelo BIS para eliminar o efeito de flutuações cambiais e a alteração da base de reporte (de *book location* para consolidada) o crescimento dos montantes em carteira atinge 130%.

Os contratos sobre taxas de juro mantiveram a preponderância no total das posições, tendo o seu montante aumentado a um ritmo muito superior ao dos derivados cambiais. Os restantes instrumentos derivados OTC continuaram, entretanto, a ter uma importância muito reduzida, embora os derivados sobre acções tenham mais do que duplicado, os derivados sobre mercadorias aumentado cerca de 60% e os derivados de crédito começado a ter alguma expressão.

O rácio entre o **valor bruto de mercado** (v.b.m.) dos derivados OTC e o total dos montantes nocionais em carteira reduziu-se para 3.6%, no final de Junho de 1998 (vs 4.6% em Março de 1995). Esta redução terá estado relacionada, por um lado, com uma menor volatilidade nos mercados das principais divisas internacionais, por comparação com a registada no período anterior a Março de 1995. Por outro lado, a redução verificada nas maturidades dos contratos cambiais não permitiu que os v.b.m. registassem maiores variações.

(3) Dado que a maioria dos contratos não envolve pagamento do "principal" não são indicadores válidos para avaliar o risco de crédito de contraparte.

Por instrumentos, verificaram-se no entanto disparidades relevantes nos rácios entre os v.b.m. e os montantes nominais. Com efeito, o rácio é menor nos contratos sobre taxa de juro (2.8%) do que nos sobre taxa de câmbio (4.5%), sendo significativamente superior nos derivados sobre acções (15%) e nos sobre mercadorias (8%). No caso específico dos contratos cambiais e sobre taxa de juro, as diferenças deverão estar associadas ao facto de que a maioria dos contratos cambiais envolve troca de principal, enquanto que tal não acontece nos sobre taxa de juro. Por outro lado, os contratos cambiais detêm uma exposição potencial acrescida à taxa de câmbio (para além da exposição à taxa de juro). Em termos globais, a exposição a alterações nas taxas de juro continuou a constituir a principal fonte de risco de mercado, com os derivados sobre taxa de juro a deterem um peso de 66% no total das posições em aberto, o que se reflectiu na sua predominância (52%) no total dos v.b.m. de derivados OTC.

Derivados cambiais

Entre os contratos cambiais, os *forwards* continuaram a ser os instrumentos com maior peso (66%) nas carteiras das instituições financeiras, tendo registado um crescimento anual (19%) idêntico ao do mercado global. O ritmo de crescimento mais elevado das opções (28% em taxa anual), traduziu-se num ganho de quota deste instrumento, de 18% para 23% do mercado. Entretanto, os *currency swaps* cresceram em termos anuais apenas 6%, reduzindo o seu peso de 15% para 11%. Em Portugal, a preponderância dos *forwards* foi igualmente significativa, tendo estes instrumentos registado, em Junho de 1998, um peso de 86%, seguidos pelos *currency swaps* com 10%.

A evolução do **rácio do valor bruto de mercado** de contratos cambiais face ao montante nominal das posições em aberto reflectiu diferenças na volatilidade registada no mercado cambial nos dois períodos em comparação. Assim, aquele rácio reduziu-se de 8%, no final de Março de 1995, para 4.5%, no fim de Junho de 1998, num contexto em que a volatilidade do mercado no primeiro semestre de 1998 foi bastante mais moderada do que a verificada no início de 1995, quando o dólar registou expressivos movimentos de queda face ao iene e ao marco.

Quadro 12

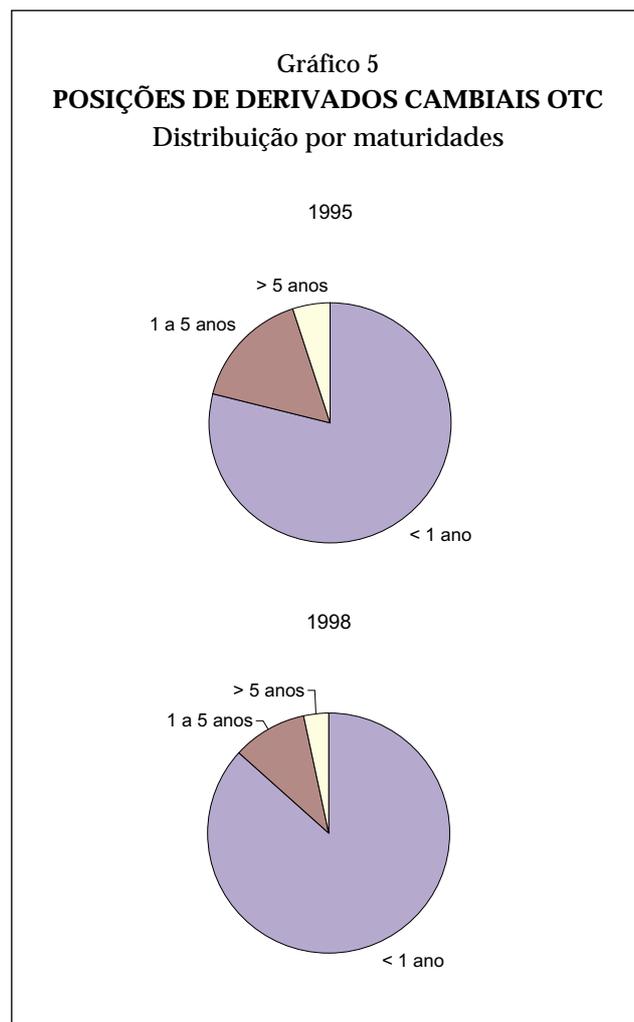
POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS CAMBIAIS

Distribuição por moedas

Em percentagem do total ^(a)	1995		1998	
USD	82		87	
DEM	25		24	
JPY	32		28	
GBP	n.d.		12	
FRF	n.d.		7	
CHF	n.d.		6	
ECU e outras moedas do SME ...	n.d.		5	
Outras moedas	61		30	

Nota:

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



Quadro 13

**POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS
CAMBIAIS**

Desagregação por contrapartes

Em percentagem do total

	1995	1998
Inst. fin. participantes no inquérito	54	40
Outras inst. fin. não partic. inquérito . . .	22	37
Clientes não financeiros	24	23

Em termos de montantes nocionais, reforçou-se a concentração da exposição dos derivados cambiais OTC em contratos de maturidades reduzidas e envolvendo o dólar (de 82% para 87%). A seguir ao dólar, os contratos envolvendo o iene (28%) e o marco (24%) foram os mais relevantes.

No que se refere à desagregação por contrapartes é de assinalar o aumento da importância das “outras instituições financeiras não participantes no inquérito” (de 22% para 37%), reflectindo possivelmente o incremento do papel desempenhado por hedge funds no mercado de derivados OTC. Simultaneamente, o peso das “instituições participantes no inquérito”, que detinham mais de 50% do mercado em 1995, reduziu-se para 40% no final de Junho de 1998. Esta alteração deve ser analisada com cuidado, podendo não traduzir uma quebra real da importância do mercado interbancário, mas ser reflexo das modificações no critério de reporte, de uma base de *book location* para uma base consolidada, adoptadas no inquérito de 1998.

Derivados sobre taxa de juro

Os *swaps* de taxa de juro (IRS) mantiveram o peso (68%) no total dos montantes nocionais das posições em derivados de taxa de juro. As opções ganharam quota de mercado (como ocorreu no mercado cambial), de 13% para 18%, enquanto os FRA perderam importância (de 17% para 14%).

A redução do peso dos FRA terá reflectido, de acordo com o BIS, uma maior preferência dos participantes do mercado pelos contratos de futuros sobre taxas de juro de curto prazo, que constituem um mercado muito mais líquido. Em Portugal, a estrutura por instrumentos é distinta, sendo os FRA os instrumentos com maior quota, seguidos pelos IRS com 31%.

Quadro 14

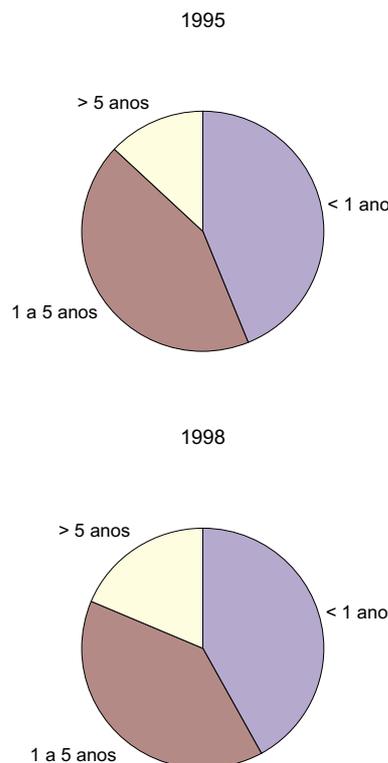
**POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS
SOBRE TAXA DE JURO**

Distribuição por moedas

Em percentagem do total

	1995	1998
USD	35	30
DEM	13	15
JPY	21	16
GBP	n.d.	8
FRF	n.d.	8
CHF	n.d.	2
ECU e outras moedas do SME	n.d.	5
Outras moedas	32	17

Gráfico 6
POSIÇÕES DE DERIVADOS DE TAXA DE JURO
OTC
Distribuição por maturidades



Inversamente à tendência verificada no mercado dos derivados cambiais, o segmento dos derivados de taxa de juro desenvolveu-se em direcção

Quadro 15

**POSIÇÕES EM ABERTO DE DERIVADOS SOBRE
TAXA DE JURO**

Desagregação por contrapartes

Em percentagem do total		
	1995	1998
Instituições financeiras participantes no inquérito	59	45
Outras instituições financeiras não participantes no inquérito	25	43
Clientes não financeiros	16	13

a maturidades mais longas e afastando-se do dólar. Este comportamento traduziu-se: no aumento do peso dos contratos com prazos superiores a 5 anos, para 19%, por contrapartida de uma redução dos montantes transaccionados em maturidades mais curtas; e na perda de quota dos contratos sobre a taxa de juro do dólar, apesar de esta continuar a ocupar a primeira posição (30%), por contrapartida do aumento de importância do marco (15%); o iene manteve-se, entretanto, na segunda posição.

Tal como nos derivados cambiais, também nos derivados sobre taxa de juro se verificou um aumento da importância das “instituições financeiras não participantes no inquérito”, passando a deter um peso (43%) próximo das “instituições financeiras participantes no inquérito”, que viram por sua vez o seu peso reduzir-se para 45%.

**C. INQUÉRITOS SEMESTRAIS DE 1998 DO
BANCO DE PORTUGAL**

1. Evolução do mercado cambial tradicional português entre 1995 e 1998

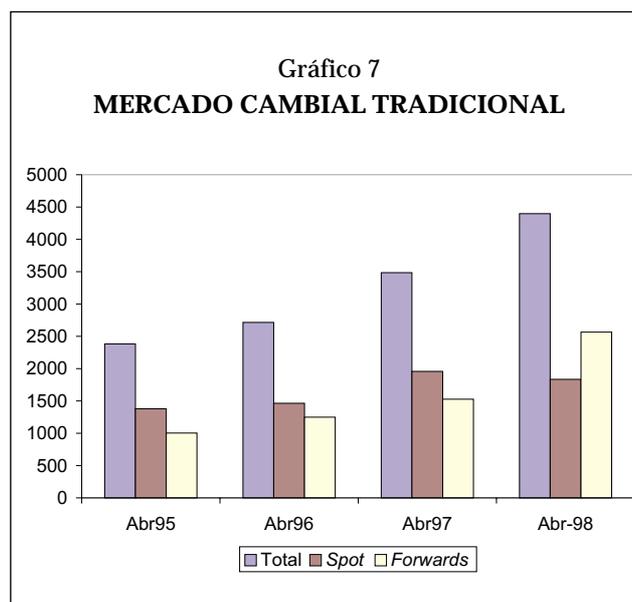
Em Abril de 1998, o volume diário médio de transacções no mercado cambial tradicional ascendeu a 4.4 mil milhões de dólares, aumentando cerca de 85%⁽⁴⁾ face a Abril de 1995. O crescimento do *turnover* acentuou-se ainda mais, em Outubro de 1998, quando atingiu 6.1 mil milhões de dólares. Para este crescimento contribuiu sobretudo o desenvolvimento registado pelos *forwards* (*outright forwards* e *foreign exchange swaps*), que desde Outubro de 1997 passaram a ocupar a posição dominante neste mercado e em Abril de 1998 atingiam

Quadro 16

**MERCADO CAMBIAL TRADICIONAL
PORTUGUÊS**

Volume diário médio de transacções

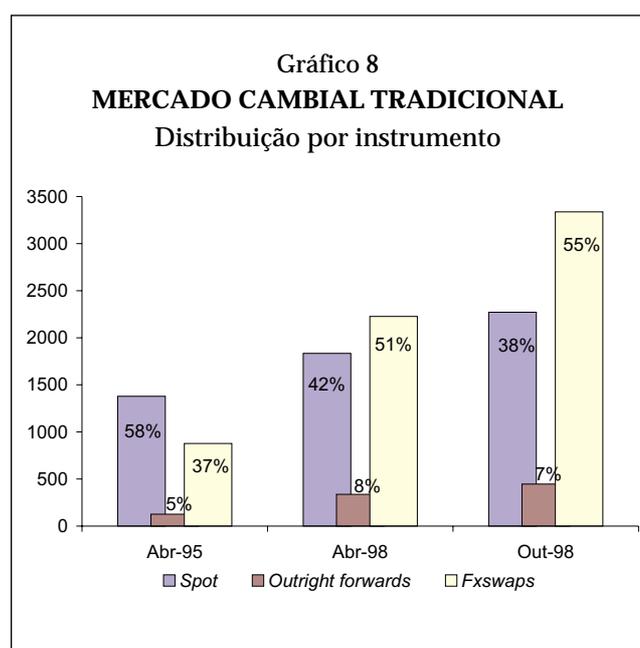
Milhões de dólares					
		Total	Spot	Outrights	Foreign exchange swaps
1995	Abril	2382	1379	126	877
	Outubro	2677	1496	108	1073
1996	Abril	2715	1465	184	1066
	Outubro	3249	1690	319	1240
1997	Abril	3484	1957	223	1304
	Outubro	4495	1699	246	2550
1998	Abril	4398	1834	337	2227
	Outubro	6054	2271	446	3337
Variação (%):					
Abril 95- Abril 98		84.6	33.0	167.5	153.9



um peso no *turnover* total (59%) idêntico ao observado para o conjunto dos 43 países participantes no inquérito do BIS (aumentando para 62%, em Outubro de 1998).

A tendência para o reforço da importância dos *forwards*, consonante com o padrão de evolução registado a nível internacional, manteve-se entretanto no mercado português, tendo o seu peso au-

(4) Sempre que não se efectuem referências em contrário, as variações referem-se ao período entre Abril de 1995 e Abril de 1998.



mentado para 62%, em Outubro de 1998. Com um volume cerca de três vezes superior ao transaccionado em Abril de 1995, os *foreign exchange swaps* afirmaram-se como o instrumento mais importante do mercado cambial tradicional.

O reforço dos *forwards* traduziu-se no aumento do peso das transacções com o dólar, dado o elevado grau de liquidez deste mercado, em particular nas que se realizaram contra o escudo e o marco. O dólar passou, assim, a ser a moeda mais importante do mercado cambial tradicional, ultrapassando a posição anteriormente detida pelo escudo. Em contrapartida, o peso das operações que envolveram o marco e o escudo diminuiu (em particular no par DEM/PTE — de 20% para 10%). Este movimento induziu uma redução para metade do peso das operações entre as moedas do SME (de 32% para 15%).

No que se refere às moedas europeias não pertencentes ao SME, e que não integram actualmente o euro, salienta-se o ganho relativo de importância da libra esterlina (cujo peso atingiu 13% em Outubro de 1998 face a 2% em Abril de 1995).

Em Portugal, tal como se observou a nível internacional, as contrapartes financeiras mantiveram a predominância nas transacções (com um peso em torno de 80%). No entanto, no caso português, as entidades não residentes continuaram a assumir um papel preponderante e até reforçado, surgindo em 1998 como contraparte em mais de 70% do total transaccionado (diferentemente da

Quadro 17

MERCADO CAMBIAL TRADICIONAL PORTUGUÊS

Distribuição por moedas

Percentagem do total^(a)

	Abril 1995	Abril 1998	Outubro 1998
PTE	70	68	63
USD	59	69	73
DEM	45	29	36
JPY	8	7	6
GBP	2	9	13
CHF	1	2	1
ESP	6	11	3
ECU e outras moedas do SME ..	9	3	3
Outras moedas	0	1	2

Nota:

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

Quadro 18

MERCADO CAMBIAL TRADICIONAL PORTUGUÊS

Distribuição por pares de moedas

Em percentagem do total

	Abril 1995	Abril 1998	Outubro 1998
PTE/USD	37	45	43
PTE/DEM	20	10	10
PTE/JPY	7	6	5
PTE/GBP	1	2	2
PTE/CHF	1	0	0
PTE/ECU e outras SME	5	4	3
PTE/outras	0	0	0
USD/DEM	17	11	19
USD/JPY	1	1	1
USD/GBP	0	2	8
USD/CHF	0	2	0
USD/ECU e outras SME	3	8	1
USD/outras	0	0	1
DEM/JPY	0	0	0
DEM/GBP	0	5	4
DEM/CHF	0	0	0
DEM/ECU e outras SME	7	2	2
DEM/outras	0	0	0
Outros pares de moedas	0	0	0

Quadro 19

MERCADO CAMBIAL TRADICIONAL
PORTUGUÊS

Distribuição por tipo de contrapartes

Em percentagem do total

	Abril 1995	Abril 1998	Outubro 1998
Empresas financeiras	83	80	85
Residentes	19	11	13
Não residentes	64	69	72
Clientes não financeiros	17	20	15
Residentes	17	17	12
Não residentes	0	3	3
	100	100	100
	100	100	100
Total residentes	36	28	25
Total não residentes	64	72	75

distribuição quase equitativa observada para o conjunto dos 43 países participantes no inquérito do BIS).

Os resultados dos inquéritos portugueses sugerem, tal como os revelados pelo inquérito do BIS, um aumento do grau de concentração no mercado de câmbios tradicional. Nos inquéritos de 1998, a quota das dez instituições com maior peso no *turnover* cambial tradicional situou-se em torno de 85%, o que compara com os níveis atingidos por outros mercados internacionais de média e pequena dimensão.

2. Principais desenvolvimentos no mercado de produtos derivados português entre 1995 e 1998

2.1 Mercado OTC

Volume de transacções

O mercado português de produtos derivados OTC registou um assinalável desenvolvimento no último triénio, tanto em termos de volumes transaccionados, como no que se refere à diversidade dos instrumentos contratados. Em 1998, o volume diário médio de transacções em produtos derivados OTC mais que triplicou face a Abril de 1995, reflectindo em particular o aumento, já referido, dos *forwards* cambiais tradicionais, assim como o crescimento dos *forward rate agreements* (FRA) e dos *swaps* de taxa de juro (IRS).

Entre Abril de 1995 e Abril de 1998, o volume diário médio transaccionado em derivados cambiais OTC aumentou 156%, para 2.6 mil milhões de dólares, enquanto o *turnover* diário médio dos derivados de taxa de juro foi cerca de 15 vezes superior ao registado em Abril de 1995, ascendendo a 998 milhões de dólares. Estes diferentes ritmos de crescimento dos 2 segmentos de mercado induziram a uma aproximação da estrutura do mercado português à dos mercados internacionais, com cerca de 2/3 do *turnover* a realizar-se em derivados cambiais (75%, em Outubro de 1998). O crescente dinamismo da actividade no mercado de derivados foi patente no aumento do *turnover* em contratos de taxa de câmbio e de taxa de juro, para 3.8 e 1.3 mil milhões de dólares, respectivamente, em Outubro de 1998.

No segmento dos **derivados cambiais** OTC as estruturas por instrumentos, contrapartes e moedas mantiveram-se sem alterações relevantes. Com efeito os derivados cambiais continuaram a cingir-se quase exclusivamente aos *forwards* (99%) e ao mercado do dólar (cerca de 90%) e a ser sobretudo transaccionados com não residentes (81%). As transacções de *forwards* mantiveram, no entanto, algumas diferenciações típicas. Os *outright forwards* continuaram a ser mais transaccionados no mercado doméstico com clientes não financeiros (46%), envolvendo, na sua maioria, de um dos lados da operação a moeda nacional e do outro o dólar, o iene ou o marco. Enquanto os *foreign*

Quadro 20

DERIVADOS CAMBIAIS OTC

Volume diário médio de transacções

Milhões de dólares

		Total	<i>Forwards</i>	<i>Currency Swaps</i>	Opções OTC
1995	Abril	1017	1003	3	11
	Outubro	1202	1181	1	20
1996	Abril	1272	1250	0	22
	Outubro	1598	1559	1	38
1997	Abril	1548	1527	13	8
	Outubro	2809	2796	1	12
1998	Abril	2602	2564	1	37
	Outubro	3786	3783	0	3
Variação (%):					
Abril 95 / Abril 98		155.9	155.6	-66.7	236.4

Quadro 21

DERIVADOS DE TAXA DE JURO OTC

Volume diário médio de transacções

Milhões de dólares

		Total	FRA	IRS	Opções OTC
1995	Abril	61	55	6	0
	Outubro	153	122	31	0
1996	Abril	291	260	31	0
	Outubro	448	384	64	0
1997	Abril	1501	1331	170	0
	Outubro	1149	902	244	3
1998	Abril	998	801	157	40
	Outubro	1260	1054	206	0
Variação (%):					
Abril 95 / Abril 98		1536.1	1356.4	2516.7	-

exchange swaps tiveram as empresas financeiras não residentes como contraparte em cerca de 85% das transacções e se concentraram no par PTE/USD.

No segmento dos derivados de taxa de juro OTC, registou-se uma forte expansão do turnover em todos os instrumentos. Esta evolução induziu alguma quebra no peso dos FRA (de 90% em Abril de 1995, para 80%, em 1998) que continuaram, no entanto, a ser preponderantes face aos 16% detidos pelos IRS e ao peso residual das opções.

Cerca de 99% do volume transaccionado em derivados de taxa de juro OTC foi contratado com empresas financeiras, e em particular com as não residentes (apesar das contrapartes não residentes terem registado uma redução de quota). O desenvolvimento da actividade no mercado de derivados de taxa de juro verificou-se sobretudo nos contratos denominados em escudos (com um peso de 53% no total, em Outubro de 1998); paralelamente, verificou-se uma maior diversificação das operações realizadas nas restantes moedas (em 1995 o dólar detinha uma quota significativa, que em 1998 era dividida com o marco, a peseta e a libra esterlina).

Montantes nocionais das posições em aberto

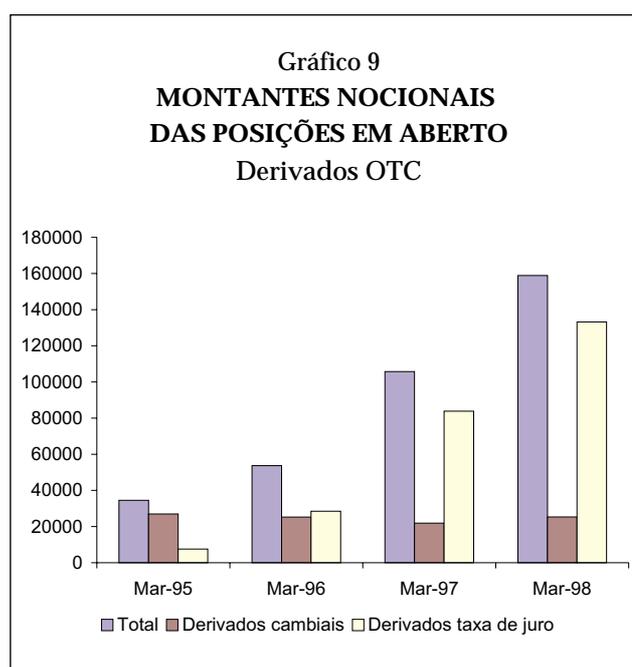
A análise das principais linhas de evolução dos montantes em carteira no último triénio foi efectuada com base nos resultados dos inquéritos se-

mestrais regulares do Banco de Portugal. Recorde-se que o banco central manteve a realização do inquérito semestral nacional nos moldes usuais em 1998 apesar de ter efectuado uma recolha extraordinária, em base consolidada, no final de Junho de 1998, para responder ao pedido estatístico do BIS. No capítulo B. 2.2. desta análise foram já, entretanto, realçados os aspectos comparativos mais relevantes entre os inquéritos português e do BIS de final de Junho.

De acordo com os resultados dos inquéritos semestrais do Banco de Portugal, os montantes nocionais das posições em aberto de derivados OTC mais do que quadruplicaram entre 1995 e 1998. Esta expansão ficou a dever-se ao crescimento das posições em derivados de taxa de juro, já que relativamente aos derivados cambiais se registou uma relativa estagnação. O peso dos instrumentos de taxa de juro no total das carteiras aumentou de cerca de 20% para quase 85%.

Com efeito, e distintamente do que aconteceu em termos de turnover, os montantes em carteira de derivados cambiais não registaram variações significativas no último triénio, mantendo-se no intervalo entre 22 e 30 mil milhões de dólares. Também no que se refere à desagregação por instrumentos, os forwards continuaram a representar cerca de 75% do total dos montantes nocionais de derivados cambiais.

Em contrapartida, o segmento dos derivados OTC sobre taxa de juro verificou transformações assinaláveis. O montante total em carteira em



Quadro 22

MONTANTES NOCIONAIS DAS POSIÇÕES EM ABERTO**Derivados cambiais OTC**

Milhões de dólares

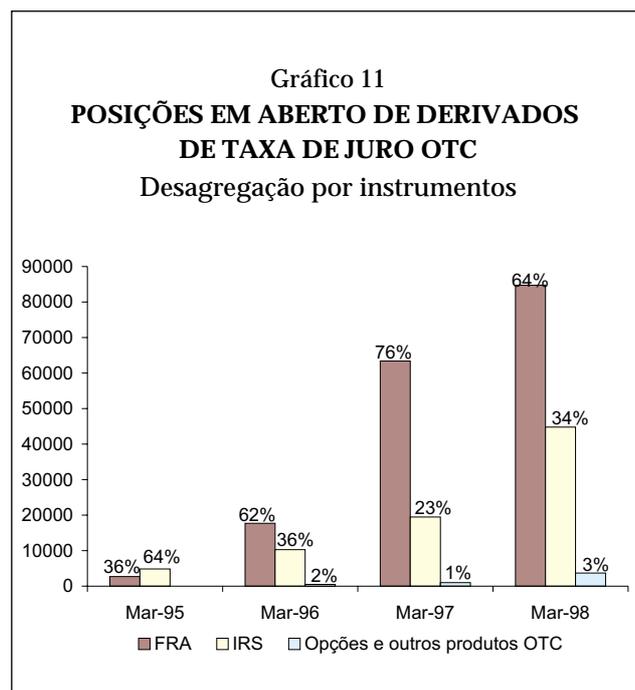
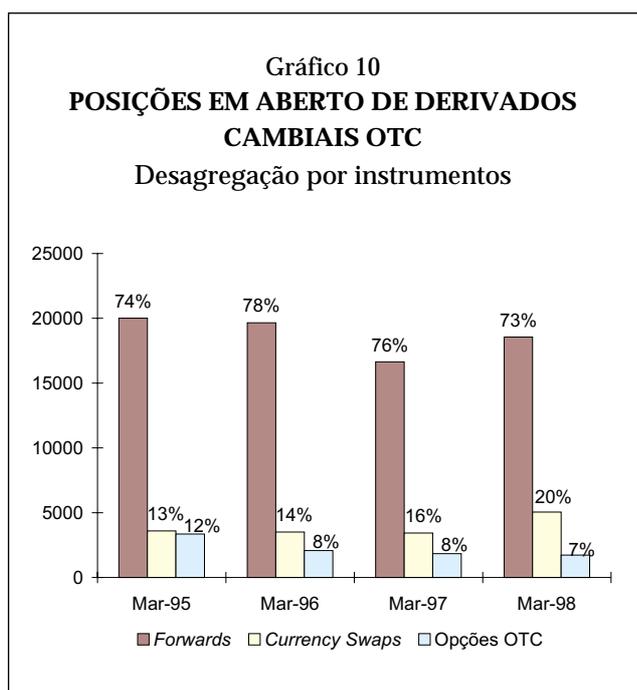
		Total	Forwards	Currency Swaps	Opções OTC
1995	Março	26955	20009	3595	3351
	Setembro	22865	16987	3854	2024
1996	Março	25238	19656	3507	2075
	Setembro	26977	19445	5247	2285
1997	Março	21910	16645	3430	1835
	Setembro	24742	18256	5405	1081
1998	Março	25336	18558	5049	1729
	Setembro	29180	23611	4315	1254
Variação (%):					
Março 95 - Março 98		-6.0	-7.3	40.4	-48.4

Quadro 23

MONTANTES NOCIONAIS DAS POSIÇÕES EM ABERTO**Derivados de taxa de juro OTC**

Milhões de dólares

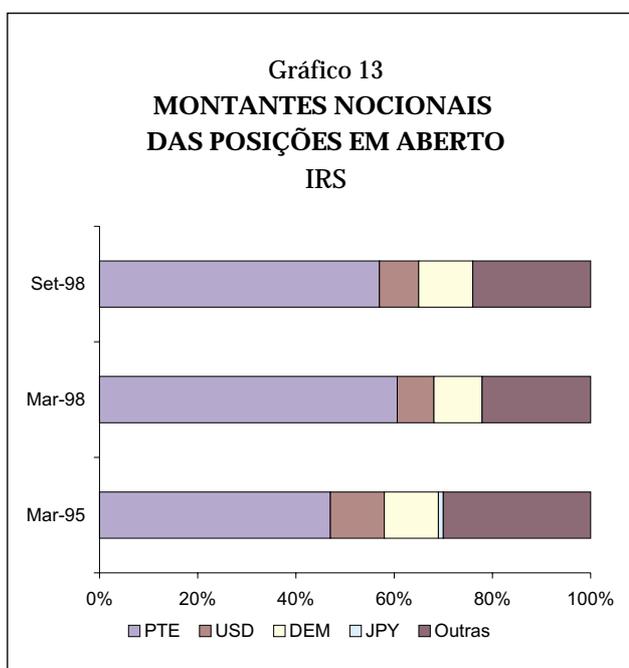
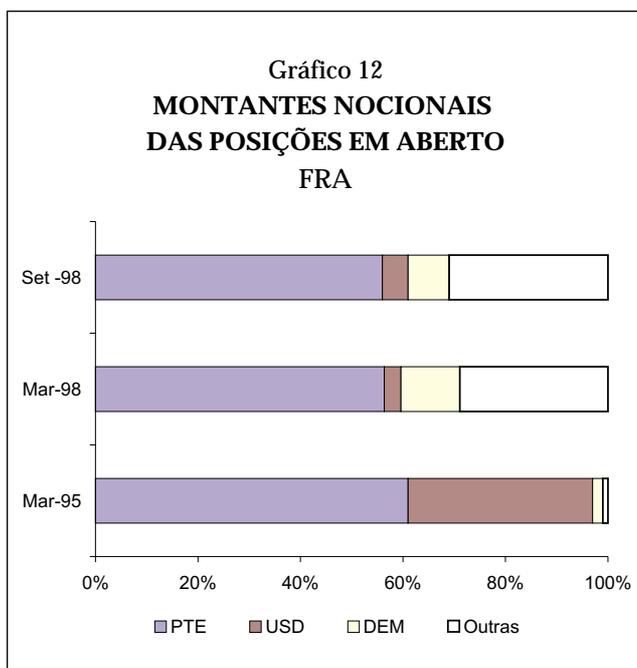
		Total	FRA	IRS	Opções e outros produtos OTC
1995	Março	7553	2707	4846	0
	Setembro	15967	7591	7946	430
1996	Março	28488	17709	10293	486
	Setembro	38805	24046	14282	477
1997	Março	83853	63373	19472	1008
	Setembro	116702	81230	33809	1663
1998	Março	133178	84711	44773	3694
	Setembro	130838	68420	57405	5013
Variação (%):					
Março 95 / Março 98		1663.2	3029.3	823.9	-



Março de 1998 situou-se em 133 mil milhões de dólares, um valor quase 20 vezes superior ao registado em Março de 1995. Este crescimento ficou a dever-se em grande parte ao aumento das posições de FRA e IRS sobre taxas de juro do escudo. Note-se, no entanto, que em Setembro de 1998, o total das posições de derivados OTC sobre taxa de juro registou uma estagnação, devida ao significativo decréscimo das posições de

FRA ter sido quase compensado pelo aumento dos IRS.

Os FRA são o instrumento de taxa de juro transaccionado em mercado de balcão com maior peso nas carteiras dos bancos representando mais de metade das posições, logo seguidos pelos IRS. Os contratos sobre o escudo mantiveram a predominância na carteira de FRA, enquanto os negociados sobre o dólar foram substituídos pelo marco



e por um conjunto variável de outras moedas (correspondendo no geral à exploração pontual de nichos de mercado).

O tipo de contrapartes nestes contratos continuou a variar consoante a natureza da moeda subjacente ao contrato. Assim, os denominados em escudos tiveram preferencialmente como contrapartes empresas financeiras residentes, enquanto os denominados em moedas estrangeiras se realizaram sobretudo com empresas financeiras não residentes.

Também em relação aos IRS, o escudo foi a moeda predominante. No que respeita às contrapartes nas operações, os contratos foram neste caso preferencialmente negociados com empresas financeiras não residentes, independentemente de serem denominados em moeda nacional ou estrangeira.

2.2 Mercado organizado

De acordo com os inquéritos regulares realizados semestralmente pelo Banco de Portugal, os

produtos derivados transaccionados em bolsa, os quais não foram cobertos pelo inquérito do BIS de 1998, verificaram uma expansão assinalável, determinada, quase exclusivamente, pela evolução dos futuros de taxa de juro. Para este crescimento contribuiu não só a abertura da Bolsa de Derivados do Porto, em Junho de 1996, mas também uma maior internacionalização do negócio das instituições financeiras portuguesas.

As transacções em mercado de bolsa realizadas pelos participantes no inquérito resumem-se, quase exclusivamente, aos futuros de taxa de juro, não tendo expressão os contratos de opções sobre taxas de juro e de futuros e opções cambiais.

Os futuros foram sobretudo transaccionados sobre taxas de juro inferiores a um ano e nos contratos denominados em escudos. Tal como sucedeu relativamente aos FRA, também nos futuros se assistiu ao aumento pontual do *turnover* em contratos sobre um grupo variável de moedas (como foi o caso da peseta e da lira italiana, as quais ganharam esporadicamente um peso significativo).

INQUÉRITO À ACTIVIDADE DO MERCADO DE CÂMBIOS E DE PRODUTOS DERIVADOS

- ABRIL DE 1999 -

Resultados preliminares

Os resultados do inquérito de Abril de 1999 revestem-se de uma particular relevância uma vez que este constitui o primeiro inquérito à actividade do mercado de câmbios e de produtos derivados realizado após a introdução do euro. Assim, nesta síntese, procuraram identificar-se as alterações mais significativas verificadas na estrutura dos volumes transaccionados no mercado cambial e de derivados portugueses. Na análise, as comparações referem-se a Abril de 1998, por forma a evitar qualquer tipo de sazonalidade nos dados analisados.

O principal desenvolvimento revela uma redução muito forte do turnover, tanto no mercado cambial tradicional (-52%) e de derivados cambiais OTC (-63%), como no mercado de derivados de taxa de juro OTC (-47%). Com efeito, o volume diário médio transaccionado no mercado de balcão contraiu-se para cerca de metade. Esta redução foi mais ampla do que a que resultaria do simples impacto da eliminação das transacções entre as moedas que compõem o euro, dado que o peso habitual destas operações representava cerca de 15% do total, em Abril de 1998.

No **mercado cambial global OTC**, a alteração mais relevante foi a redução em cerca de 70% do turnover de foreign exchange swaps, devido quase exclusivamente à quebra das transacções em prazos até 7 dias. Tratando-se de um tipo de instrumento tradicionalmente utilizado em prazos muito curtos, como forma de tomar e ceder fundos no mercado interbancário, o seu decréscimo parece reflectir, em grande parte, a substituição do “funding” por via cambial pelo recurso directo ao mercado monetário, num contexto em que se extinguiu o universo das moedas que actualmente compõem o euro. Esta substituição não se fez de forma uniforme por todos os bancos, existindo instituições que com a introdução do euro passaram a recorrer mais intensamente ao mercado tradicional de depósitos, para financiamento em prazos curtos, e outras que não alteraram significativamente a sua estratégia de actuação.

Para a diminuição da importância dos forex swaps no mercado cambial tradicional, de 51% para 33%, contribuiu ainda o facto de, com a criação do euro, ter deixado de haver necessidade do dólar ser utilizado como moeda-veículo nas operações entre as moedas que compõem o euro. Embora também registando decréscimos de turnover em termos absolutos, as operações spot passaram a ser preponderantes (55%) no mercado cambial tradicional, e os outright forwards verificaram um aumento de peso (para 12%). As transacções de currency swaps, opções e outros derivados cambiais continuaram a não ter expressão.

A contracção do turnover terá ainda sido influenciada por algum incremento do grau de aversão ao risco que se verificou na sequência das recentes crises financeiras internacionais.

Na distribuição por moedas, e comparando com o turnover de Abril de 1998 expurgado das transacções intra-moedas da UE-11, salienta-se a redução da importância do euro nas transacções cambiais (de 92% para 80%) a par do ganho de peso da libra esterlina (de 11% para 20%), enquanto a quota do dólar permaneceu em torno de 83%.

No **mercado de derivados de taxa de juro OTC**, o movimento mais relevante foi registado pelos FRA, cujo turnover diminuiu 57%. A eliminação da arbitragem entre as taxas de juro das moedas que compõem o euro deverá ter contribuído para explicar o decréscimo da actividade neste instrumento. Inversamente, os IRS registaram um incremento de actividade, reflectindo o aumento da liquidez e da profundidade deste mercado com a criação do euro. Os FRA, embora mantendo a sua posição dominante, perderam peso (de 80% para 65%), enquanto os IRS ganharam importância (de 16% para 35%).

No **mercado de bolsa**, registou-se igualmente uma redução do turnover mas de amplitude muito menor do que a verificada no mercado OTC, tendo aquele mercado continuado a restringir-se aos derivados de taxa de juro (quase exclusivamente futuros). Em 1999, verificou-se um aumento do peso dos contratos em dólares e em libras, por contrapartida de uma redução dos contratos em euros (face ao peso equivalente detido, em 1998, pelas moedas que actualmente compõem o euro). Paralelamente, assistiu-se ao aumento do peso relativo dos contratos sobre taxas de juro superiores a 1 ano (que continuam no entanto a ser menos transaccionados do que os sobre taxas de juro inferiores a 1 ano).

Quadro A.1

VOLUME DE TRANSACÇÕES NO MERCADO CAMBIAL TRADICIONAL

Resultados dos inquéritos trienais coordenados pelo BIS

Turnover diário médio em mil milhões de dólares e percentagens

	Abril de 1992		Abril de 1995		Variação 1992-1995	Abril de 1998		Variação 1995-1998
	Valores	% no Total	Valores	% no Total	%	Valores	% no Total	%
África do Sul	3.4	0	5.0	0	47	8.8	0	76
Alemanha	55.0	5	76.2	5	39	94.3	5	24
Arábia Saudita .....	..	..	..	..	..	2.3	0	..
Argentina .....	..	..	..	..	..	2.2	0	..
Austrália	29.0	3	39.5	3	36	46.6	2	18
Áustria	4.4	0	13.3	1	202	10.5	1	-21
Bahrain	3.5	0	3.1	0	-11	2.4	0	-23
Bélgica	15.7	1	28.1	2	79	26.5	1	-6
Brasil .....	..	..	..	..	..	5.1	0	..
Canadá	21.9	2	29.8	2	36	36.8	2	23
Chile .....	..	..	..	..	..	1.3	0	..
China .....	..	..	..	..	..	0.2	0	..
Coreia do Sul .....	..	..	..	..	..	3.5	0	..
Dinamarca	26.6	2	30.5	2	15	27.3	1	-10
Espanha	12.3	1	18.3	1	49	19.3	1	5
Estados Unidos	166.9	16	244.4	16	46	350.9	18	44
Filipinas .....	..	..	..	..	..	0.8	0	..
Finlândia	6.8	1	5.3	0	-22	4.2	0	-21
França	33.3	3	58.0	4	74	71.9	4	24
Grécia	1.1	0	3.3	0	200	7.2	0	118
Holanda	19.6	2	25.5	2	30	41.0	2	61
Hong-Kong	60.3	6	90.2	6	50	78.6	4	-13
Hungria .....	..	..	..	..	..	1.4	0	..
Índia .....	..	..	..	..	..	2.4	0	..
Indonésia .....	..	..	..	..	..	1.5	0	..
Irlanda	5.9	1	4.9	0	-17	10.1	1	106
Itália	15.5	1	23.2	1	50	28.2	1	22
Japão	120.2	11	161.3	10	34	148.6	8	-8
Luxemburgo	13.2	1	19.1	1	45	22.2	1	16
Malásia .....	..	..	..	..	..	1.1	0	..
México .....	..	..	..	..	..	8.6	0	..
Noruega	5.2	0	7.6	0	46	8.8	0	16
Nova Zelândia	4.2	0	7.1	0	69	6.9	0	-3
Polónia .....	..	..	..	..	..	2.7	0	..
Portugal	1.3	0	2.4	0	85	4.4	0	83
Reino Unido	290.5	27	463.8	30	60	637.3	32	37
República Checa .....	..	..	..	..	..	5.0	0	..
Rússia .....	..	..	..	..	..	6.8	0	..
Singapura	73.6	7	105.4	7	43	139.0	7	32
Suécia	21.3	2	19.9	1	-7	15.4	1	-23
Suíça	65.5	6	86.5	6	32	81.7	4	-6
Tailândia .....	..	..	..	..	..	3.0	0	..
Taiwan .....	..	..	..	..	..	4.8	0	..
Total ^(a)	1076.2	100	1571.7	100		1981.6	100	

Nota:

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

Quadro A.2

VOLUME DE TRANSACÇÕES NO MERCADO DE DERIVADOS CAMBIAIS OTC
 Resultados dos inquéritos trienais coordenados pelo BIS

Turnover diário médio em mil milhões de dólares e percentagens

	Abril de 1995		Abril de 1998		Variação %
	Valores	% no Total	Valores	% no Total	
África do Sul	2.8	0	5.2	0	86
Alemanha	45.1	5	57.6	4	28
Arábia Saudita .....	..	..	1.1	0	..
Argentina .....	..	..	0.1	0	..
Austrália	22.9	2	28.8	2	26
Áustria	4.5	0	6.4	0	42
Bahrain	1.3	0	0.9	0	-31
Bélgica	22.4	2	20.1	1	-10
Brasil .....	..	..	..	..	..
Canadá	18.7	2	27.2	2	45
Chile .....	..	..	0.5	0	..
China .....	..	..	..	..	..
Coreia do Sul .....	..	..	1.0	0	..
Dinamarca	22.9	2	21.7	2	-5
Espanha	11.2	1	13.7	1	22
Estados Unidos	131.8	14	235.4	18	79
Filipinas .....	..	..	0.4	0	..
Finlândia	2.9	0	3.3	0	14
França	36.1	4	57.9	4	60
Grécia	1.3	0	4.1	0	215
Holanda	15.5	2	27.5	2	77
Hong-Kong	56.4	6	48.9	4	-13
Hungria .....	..	..	0.5	0	..
Índia .....	..	..	1.3	0	..
Indonésia .....	..	..	1.0	0	..
Irlanda	1.7	0	5.6	0	229
Itália	10.8	1	17.1	1	58
Japão	112.2	12	91.7	7	-18
Luxemburgo	11.7	1	14.9	1	27
Malásia .....	..	..	0.8	0	..
México .....	..	..	2.4	0	..
Noruega	4.2	0	5.9	0	40
Nova Zelândia	4.1	0	5.0	0	22
Polónia .....	..	..	0.5	0	..
Portugal	1	0	2.6	0	160
Reino Unido	292.4	31	468.3	35	60
República Checa .....	..	..	3.0	0	..
Rússia .....	..	..	0.9	0	..
Singapura	63	7	85.4	6	36
Suécia	11.8	1	11.2	1	-5
Suíça	44.2	5	57.2	4	29
Tailândia .....	..	..	2.2	0	..
Taiwan .....	..	..	1.5	0	..
Total ^(a)	953.0	100	1340.7	100	

Nota:

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

Quadro A.3

VOLUME DE TRANSACÇÕES NO MERCADO DE DERIVADOS DE TAXA DE JURO OTC

Resultados dos inquéritos trienais coordenados pelo BIS

Turnover diário médio em mil milhões de dólares e percentagens

	Abril de 1995		Abril de 1998		Variação
	Valores	% no Total	Valores	% no Total	%
África do Sul	0.2	0	0.8	0	300
Alemanha	10.9	5	29.1	8	167
Arábia Saudita .....	..	..	0.2	0	..
Argentina .....	..	..	..	..	..
Austrália	2.8	1	2.8	1	0
Áustria	2.2	1	3.3	1	50
Bahrain	4.0	2	0.2	0	-95
Bélgica	5.8	3	4.9	1	-16
Brasil .....	..	..	..	..	..
Canadá	4.4	2	6.4	2	45
Chile .....	..	..	..	..	..
China .....	..	..	..	..	..
Coreia do Sul .....	..	..	0.0	0	..
Dinamarca	2.7	1	4.2	1	56
Espanha	3.4	2	2.9	1	-15
Estados Unidos	31.7	15	58.4	17	84
Filipinas .....	..	..	..	..	..
Finlândia	1.6	1	2.1	1	31
França	18.8	9	40.6	12	116
Grécia	0.1	0	0.0	0	-100
Holanda	4.1	2	3.5	1	-15
Hong-Kong	3.5	2	2.4	1	-31
Hungria .....	..	..	0.0	0	..
Índia .....	..	..	..	..	..
Indonésia .....	..	..	..	..	..
Irlanda	1.5	1	1.8	1	20
Itália	1.5	1	4.1	1	173
Japão	26.4	13	31.6	9	20
Luxemburgo	2.0	1	2.0	1	0
Malásia .....	..	..	0.0	0	..
México .....	..	..	0.2	0	..
Noruega	1.5	1	2.8	1	87
Nova Zelândia	0.2	0	0.4	0	100
Polónia .....	..	..	..	..	..
Portugal	0.1	0	1.0	0	900
Reino Unido	58.8	28	122.9	36	109
República Checa .....	..	..	..	..	..
Rússia .....	..	..	..	..	..
Singapura	16.3	8	5.3	2	-67
Suécia	1.9	1	3.6	1	89
Suíça	2.4	1	5.9	2	146
Tailândia .....	..	..	..	..	..
Taiwan .....	..	..	0.1	0	..
Total ^(a)	208.6	100	343.6	100	

Nota:

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

A EVOLUÇÃO DO SISTEMA BANCÁRIO NO PRIMEIRO SEMESTRE DE 1999

1. INTRODUÇÃO

O presente texto analisa a estrutura, actividade e resultados do sistema bancário português, bem como a evolução dos riscos de crédito e de mercado associados àquelas actividades, durante o primeiro semestre de 1999.

Salvo referência em contrário, as secções respeitantes à caracterização do sector bancário e à evolução da actividade e resultados abrangem os bancos⁽¹⁾ (incluindo a Caixa Geral de Depósitos), independentemente de serem ou não supervisionados pelo Banco de Portugal⁽²⁾, e a Caixa Económica Montepio Geral.

Assim, são excluídas das análise as restantes instituições de crédito: outras caixas económicas, caixas de crédito agrícola mútuo, sociedades de investimento, sociedades de locação financeira, sociedades de factoring e sociedades financeiras para aquisições a crédito⁽³⁾.

Por outro lado, a secção referente à evolução dos riscos de crédito e mercado incide exclusivamente sobre as instituições cuja supervisão prudencial incumbe ao Banco de Portugal.

Os dados utilizados reflectem a actividade global⁽⁴⁾ dos bancos, se bem que em base não consolidada.

Durante o período em análise (quadro 1), prosseguiu a recomposição dos activos do sistema bancário nacional, caracterizada por um novo aumento, sem precedentes nos últimos anos, do crédito ao sector privado, com elevada concentração nos empréstimos a particulares destinados à aquisição de habitação, a par de uma contracção, em valor absoluto, da carteira de títulos (integralmente determinada pela alienação de títulos de dívida pública portuguesa) e das aplicações em instituições de crédito, quer no país quer no estrangeiro.

A estrutura do passivo do sistema também apresenta modificações, sendo de mencionar a desaceleração da captação de recursos interbancários e junto do sector não financeiro, que foi contrabalançada por um aumento substancial dos empréstimos subordinados e dos recursos próprios.

O acréscimo do volume de actividade originou, em larga medida, um aumento da margem financeira, o que foi acompanhado por idêntico comportamento das comissões e dos resultados extraordinários. Verificou-se, em simultâneo, uma ligeira melhoria dos rácios de rendibilidade do sistema.

Por último, observou-se uma redução do rácio entre o crédito e juros vencidos e o crédito total concedido, assim como uma subida do nível médio de adequação global dos fundos próprios do sistema bancário.

(1) Com sede em Portugal e as sucursais de instituições estrangeiras.

(2) Recorde-se que as sucursais de instituições de crédito com sede em outro Estado membro da Comunidade Europeia são supervisionadas pelas autoridades competentes do país de origem.

(3) Excepto na análise da distribuição do crédito por sectores de destino, que abarca todas as instituições monetárias, ou seja, também as outras caixas económicas e as caixas de crédito agrícola mútuo. Todavia, os bancos assumem uma posição predominante na concessão de crédito (cerca de 90 por cento do total).

(4) 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 insere, excepto quando explicitamente mencionado o contrário.

Quadro 1

SITUAÇÃO DO SISTEMA BANCÁRIO — SÍNTESE^(a)

Milhões de contos

	Jun 98	Jun 99	Variação	
			Absoluta	Em percentagem
Activo líquido	42 390.9	46 031.1	3 640.3	8.6
Crédito concedido bruto	16 135.0	21 058.4	4 923.4	30.5
Crédito e juros vencidos	581.6	531.0	- 50.6	- 8.7
Crédito e juros vencidos/crédito concedido (%)	3.6	2.5	- 1.1	p.p.
Dotação para provisões (abatidas de reposição de provisões)	88.1	100.1	12.0	13.6
das quais para:				
Crédito vencido	51.6	44.4	- 7.2	- 13.9
Cobrança duvidosa	17.2	4.7	- 12.5	- 72.5
Risco país	0.1	4.9	4.9	-
Títulos de investimento	- 0.3	1.5	1.8	-
Riscos gerais de crédito	17.1	26.9	9.8	56.9
Provisões para crédito	622.2	642.3	20.1	3.2
Crédito vencido	383.3	351.0	- 32.3	- 8.4
Cobrança duvidosa	47.6	44.6	- 3.0	- 6.3
Risco país	9.3	11.8	2.5	26.7
Riscos gerais de crédito	181.9	234.9	53.0	29.1
Provisões para menos valias	56.3	62.1	5.9	10.4
Provisões totais para crédito/crédito e juros vencidos (%)	107.0	121.0	14.0	p.p.
Provisões específicas/crédito e juros vencidos (%)	74.1	74.5	0.4	p.p.
Recursos de clientes	20 475.6	22 002.6	1 527.0	7.5
Capitais próprios	2 656.0	3 006.2	350.2	13.2

Conta de exploração	Jun 98	Jun 99	Variação	
			Absoluta	Em percentagem
Margem financeira	426.9	493.7	66.8	15.6
Juros e proveitos equiparados ^(b)	1 294.3	1 189.8	- 104.5	- 8.1
Rendimentos de títulos ^(c)	41.8	78.6	36.7	87.8
Juros e custos equiparados	909.2	774.7	- 134.5	- 14.8
Outros resultados correntes	180.1	170.6	- 9.4	- 5.2
Comissões (líquidas)	82.8	98.3	15.5	18.7
Lucros em operações financeiras (líquidos)	59.0	33.2	- 25.8	- 43.7
Outros proveitos (líquidos)	38.3	39.2	0.8	2.1
Produto bancário	607.0	664.3	57.3	9.4
Custos com pessoal	187.9	201.7	13.7	7.3
Fornecimentos e serviços de terceiros	119.3	128.8	9.4	7.9
Resultado bruto global	299.7	333.9	34.2	11.4
Resultados extraordinários	12.4	19.5	7.1	57.8
Cash-flow	312.0	353.4	41.3	13.2
Distribuição:				
Provisões do exercício (abatidas de reposições de provisões)	88.1	100.1	12.0	13.6
Amortizações do exercício	39.9	43.5	3.6	8.9
Impostos sobre lucros do exercício	39.0	36.4	- 2.6	- 6.6
Resultado líquido do exercício	145.1	173.4	28.3	19.5
Rácio de adequação de fundos próprios (base consolidada) (%)	11.2	12.4	1.1	p.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.

2. CARACTERIZAÇÃO DO SECTOR

Quadro 2

2.1 O enquadramento do sector bancário

No final de Junho de 1999, encontravam-se registados 63 bancos e sucursais de bancos estrangeiros (quadro 2), dos quais 47 são supervisionados pelo Banco de Portugal. Deve notar-se que, durante o semestre, foram constituídas duas novas instituições bancárias, sendo a redução registada — de uma unidade — devida a uma operação de fusão.

O conjunto formado pelas restantes instituições de crédito, pelas sociedades financeiras e pelas sociedades gestoras de participações sociais⁽⁵⁾ perfa- zia o número de 435 entidades, tendo-se verifica- do, ao longo do semestre e em termos líquidos, uma diminuição de quatro entidades.

Embora o número total de instituições de crédi- to e de sociedades financeiras (443) não seja muito diferente do observado em 31 de Dezembro de 1998, assistiu-se, ao longo do semestre, a significa- tivas movimentações no sistema.

As “entradas” no sistema tiveram sobretudo origem na constituição de dois bancos (como já ob- servado), no estabelecimento de três sucursais de instituições de crédito estrangeiras especializadas e no início da actividade de duas sociedades corre- toras, enquanto as “saídas” se devem designada- mente:

- À continuação do processo de reestrutur- ação e consolidação financeira do Crédito Agrícola Mútuo, que se tem vindo a concre- tizar principalmente através de operações de fusão (desde Junho de 1997, o número de caixas agrícolas passou de 175 para 158).
- Às acções de racionalização adoptadas pelos grupos financeiros nacionais, o que é parti- cularmente evidenciado pela diminuição do

(5) Segundo o Regime Geral das Instituições de Crédito e Socieda- des Financeiras, as sociedades gestoras de participações sociais apenas são registadas no Banco de Portugal e sujeitas a super- visão se:

- O valor total das suas participações em instituições de crédi- to, sociedades financeiras ou em ambas representar 50 por cento ou mais do montante global das participações que de- tenham; ou
- As participações detidas lhes conferirem, directa ou indirec- tamente, a maioria dos direitos de voto em uma ou mais instituições de crédito ou sociedades financeiras.

INSTITUIÇÕES REGISTADAS^(a)

	Número de instituições	
	1998	1999
	Dez	Jun
Instituições de crédito	294	294
Bancos e sucursais de bancos estrangeiros	62	63
Caixas Económicas ^(b)	7	7
Caixas de crédito agrícola mútuo.	160	158
Sociedades de investimento	3	4
Sociedades de locação financeira (<i>leasing</i>)	24	22
Sociedades de <i>factoring</i>	9	9
Sociedades financeiras para aquisições a crédito	22	21
Sucursais de outras instituições de crédito estrangeiras.	7	10
Sociedades financeiras	152	149
Sociedades financeiras de corretagem.	12	12
Sociedades corretoras.	10	12
Sociedades mediadoras dos mercados monetários ou de câmbios	3	3
Sociedades gestoras de fundos de investimento.	55	52
Sociedades gestoras ou emitentes de cartões de crédito	3	3
Sociedades gestoras de patrimónios	20	20
Sociedades de desenvolvimento regional.	3	3
Sociedades de capital de risco.	10	9
Sociedades administradoras de compras em grupo.	7	7
Agências de câmbios	27	26
Outras sociedades.	2	2
Escritórios de representação de instituições de crédito e sociedades financeiras sediadas no estrangeiro	25	27
Sociedades gestoras de participações sociais	58	55
Total	529	525

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.

número das sociedades de locação financeira e das sociedades gestoras de fundos de investimento.

Quadro 3

ALGUNS INDICADORES DE ESTRUTURA^(a)

30 de Junho de 1999

Milhões de contos

	Bancos		Caixas económicas ^(b)		Crédito agrícola mútuo		Outras instituições de crédito		Sociedades financeiras		Total
		%		%		%		%		%	
Activo líquido	44 742.3	90.2	1 321.5	2.7	1 572.6	3.2	1 540.5	3.1	430.6	0.9	49 607.5
Crédito a clientes.	19 917.5	85.1	1 156.6	4.9	785.4	3.4	1 459.2	6.2	72.9	0.3	23 391.6
Débitos a clientes.	20 703.6	91.3	987.0	4.4	984.7	4.3	0.0	0.0	0.0	0.0	22 675.3
Cash flow	344.7	84.5	8.9	2.2	13.5	3.3	22.0	5.4	19.1	4.7	408.1
Resultado do exercício .	169.4	84.3	4.1	2.0	7.4	3.7	9.2	4.6	11.0	5.5	201.0
Número de instituições registadas	63	14.6	7	1.6	158	36.7	56	13.0	147	34.1	431

Notas:

(a) Inclui as sucursais de bancos comunitários.

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

— À introdução do Euro, cujos impacto na actividade das agências de câmbio começou já a produzir alguns efeitos⁽⁶⁾.

No final de Junho de 1999, as instituições bancárias continuavam a dispor de uma posição preponderante no processo de intermediação financeira, como é demonstrado pelos indicadores apresentados no quadro 3. Essa posição seria ainda reforçada, considerando o significativo número de outros tipos de instituições de crédito e de sociedades financeiras que pertencem a 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 mostra uma certa estabilização do grau de concentração. No entanto, nota-se um ligeiro aumento da “quota de mercado” nos resultados líquidos, bem como perdas reduzidas de quotas relativamente aos recursos de clientes e à rede de balcões (quadro 4). Enquanto nos recursos captados junto de clientes, a quota de mercado se tem vindo progressivamente a reduzir (2.7 pontos percentuais desde Junho de 1997), a evolução da rede

de balcões contraria a ligeira expansão verificada no período homólogo anterior (+ 0.5 pontos percentuais), tendo passado de 76.9 por cento no final de Junho de 1998 para 75.8 por cento no fim do primeiro semestre do ano em curso.

Por comparação com o período homólogo anterior, os cinco maiores bancos recuperaram quotas de mercado, segundo todos os indicadores seleccionados.

A variação das quotas de mercados dos dez maiores bancos deve ser interpretada com algum cuidado, dado que, em virtude de uma fusão ocorrida durante o segundo semestre do ano transacto, este grupo incorpora mais um banco, em 1999, além das instituições que a ele pertenciam no final de Junho de 1998.

Os bancos estrangeiros — filiais⁽⁷⁾ e sucursais — registaram ganhos de quota de mercado de aproximadamente um ponto percentual no âmbito das variáveis consideradas (quadro 5), o que, não obstante ainda se traduzir num peso relativamente reduzido no sistema bancário nacional, denota uma expansão sustentada das actividades destas instituições.

(6) Durante o segundo semestre de 1999, cessaram actividades duas outras agências de câmbios.

(7) Na acepção de instituições com sede em Portugal e cujo capital é maioritariamente detido por grupos bancários sediados em outros países.

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
30.06.98	77.8	76.7	82.1	79.4	76.9
30.06.99	77.1	76.9	80.9	79.9	75.8

B - Cinco maiores bancos^(b)

Em percentagem

	Activo	Crédito	Recursos clientes	Resultado líquido	Rede de balcões
30.06.98	49.3	46.0	53.7	50.1	44.2
30.06.99	49.8	46.4	54.5	54.9	45.8

C - Dez maiores bancos^(b)

Em percentagem

	Activo	Crédito	Recursos clientes	Resultado líquido	Rede de balcões
30.06.98	70.8	60.9	72.4	69.8	62.6
30.06.99	71.1	71.9	81.0	72.1	74.2

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.

Os ganhos de quota de mercado dos bancos estrangeiros resultam, porém, de comportamentos distintos das sucursais e filiais:

- Assim, o aumento do peso relativo do crédito a clientes (0.8 pontos percentuais) deve-se essencialmente às filiais, com uma taxa de crescimento (60.4 por cento) superior à do sistema em cerca de 28.8 pontos percentuais e explicando aproximadamente 81.0 por cento do acréscimo dos empréstimos concedidos pelos bancos estrangeiros.
- Por seu turno, o ganho de quota de mercado nos recursos de clientes (1.1 pontos percentuais) traduz contribuições mais homogêneas das filiais e das sucursais, apesar de estas últimas revelarem um maior dinamismo no alargamento da base de depósitos.

3. EVOLUÇÃO DA ACTIVIDADE E DOS RESULTADOS

3.1 Actividade

O activo líquido total do sistema registou, com base no valor médio do primeiro semestre do corrente ano e por comparação com o período homólogo de 1998, uma taxa de crescimento de 10.2 por cento⁽⁸⁾ (quadro 6), o que, não obstante englobar comportamentos extraordinariamente diferenciados dos principais agregados, corresponde a uma desaceleração — pela segunda vez consecutiva — do crescimento, face às taxas dos períodos homó-

(8) Salvo indicação em contrário, as taxas de crescimento indicadas no texto correspondem à variação percentual relativamente ao período homólogo precedente.

Quadro 5

FILIAIS E SUCURSAIS DE BANCOS ESTRANGEIROS

Em percentagem do total

	Número		Activo líquido		Crédito clientes líquido		Recursos de clientes	
	Jun98	Jun99	Jun98	Jun99	Jun98	Jun99	Jun98	Jun99
Sucursais.....	20	19	2.4	3.3	3.6	3.3	1.0	1.8
Filiais.....	9	11	8.9	8.9	5.3	6.5	5.1	5.5
Bancos não domésticos...	29	30	11.3	12.2	9.0	9.8	6.2	7.3

Nota: Inclui as sucursais de bancos comunitários.

logos anteriores, que tinham sido muito elevadas (18.4 e 15.6 por cento, respectivamente entre Junho de 1996/Junho de 1997 e entre Junho de 1997/Junho de 1998). Em termos de valores de fim de período, esta evolução é ainda mais evidente, uma vez que a variação dos activos líquidos totais do sistema se situou em 8.6 por cento, face a 13.1 e

22.7 por cento nos dois períodos homólogos imediatamente anteriores.

A taxa de crescimento do agregado “crédito a clientes” (31.6 por cento), além de extremamente elevada, foi largamente superior à observada no período homólogo anterior (23.1 por cento), já caracterizado por um grande dinamismo das activi-

Quadro 6

ESTRUTURA DO ACTIVO

Milhões de contos

	1997		1998		1999		Taxa de crescimento Em percentagem	
	Jun	%	Jun	%	Jun	%	Jun 98/ /Jun 97	Jun 99/ /Jun 98
	Activo líquido.....	37 476.6	100.0	42 390.9	100.0	46 031.1	100.0	13.1	8.6
Caixa e disponibilidades em bancos centrais.....	507.6	1.4	482.7	1.1	578.3	1.3	-4.9	19.8
Aplicações em instituições de crédito....	13 504.8	36.0	14 359.6	33.9	13 458.3	29.2	6.3	-6.3
No país.....	5 974.5	15.9	7 105.7	16.8	6 901.5	15.0	18.9	-2.9
No estrangeiro.....	7 530.3	20.1	7 253.9	17.1	6 556.8	14.2	-3.7	-9.6
Crédito sobre clientes (líquido).....	12 747.2	34.0	15 694.8	37.0	20 651.0	44.9	23.1	31.6
do qual:								
Crédito vivo.....	12 574.0	33.6	15 553.4	36.7	20 527.4	44.6	23.7	32.0
Crédito vencido.....	606.1	1.6	581.6	1.4	531.0	1.2	-4.0	-8.7
Provisões crédito vencido.....	393.4	1.0	383.3	0.9	351.0	0.8	-2.6	-8.4
Aplicações em títulos (líquido).....	7 072.8	18.9	7 209.1	17.0	6 524.4	14.2	1.9	-9.5
Imobilizado financeiro (líquido).....	1 017.2	2.7	1 236.8	2.9	1 244.3	2.7	21.6	0.6
Imobilizado não financeiro (líquido)....	686.1	1.8	742.9	1.8	739.3	1.6	8.3	-0.5
Imobilizado não financeiro.....	1 196.1	3.2	1 328.5	3.1	1 369.9	3.0	11.1	3.1
Amortizações.....	510.1	1.4	585.5	1.4	630.6	1.4	14.8	7.7
Outros activos.....	750.5	2.0	1 183.5	2.8	1 260.3	2.7	57.7	6.5
Contas diversas.....	1 190.4	3.2	1 481.6	3.5	1 575.2	3.4	24.5	6.3
p.m. Activo líquido médio semestre....	35 468.9		40 988.6		45 164.2		15.6	10.2

Nota: Inclui as sucursais em Portugal de bancos comunitários.

dades creditícias. Será ainda de mencionar que o crédito a clientes é, entre as rubricas mais importantes do activo, a única que aumenta em valor absoluto.

Esta evolução — em conjunto com o comportamento das aplicações em instituições de crédito e das aplicações em títulos — determinou o reforço da tendência de recomposição estrutural dos activos do sistema bancário, nos quais os empréstimos a clientes atingiram, no final do primeiro semestre do ano em curso, um peso relativo de 44.9 por cento (mais 7.9 pontos percentuais, comparativamente à mesma data de 1998). Em consequência, o rácio entre os activos com maior liquidez⁽⁹⁾ e o crédito sobre clientes tem vindo a diminuir sucessivamente e de forma cada vez mais acentuada (51.8, 35.2 e 12.8 por cento, no final de Junho de, respectivamente, 1997, 1998 e 1999). De igual modo, a cobertura, por depósitos do sector não financeiro⁽¹⁰⁾, do crédito (líquido) a clientes tem vindo gradualmente a comprimir-se, tornando-se essa redução cada vez mais significativa — graus de cobertura de 134.0, 118.5 e 99.0 por cento no final de Junho de, respectivamente, 1997, 1998 e 1999.

As aplicações em instituições de crédito contraíram-se, em montante absoluto, sofrendo o seu peso relativo no balanço um decréscimo de 4.7 pontos percentuais (para 29.2 por cento no final de Junho de 1999), depois de, no período entre Junho de 1997 e Junho de 1998, terem registado um crescimento moderado (6.3 por cento), mas já sensivelmente inferior ao dos activos totais líquidos. Aquela redução teve origem quer nas aplicações em instituições de crédito no país (-204.2 milhões de contos), quer — sobretudo — nas aplicações interbancárias no estrangeiro (-697.1 milhões de contos).

Deve, porém, sublinhar-se que, na evolução das aplicações em instituições de crédito estrangeiras, é possível identificar-se uma transferência parcial das aplicações na sede ou sucursais da próprio banco (residente), bem como em sucursais de ou-

tras instituições nacionais, para outros bancos estrangeiros, junto dos quais registam um acréscimo de 981.7 milhões de contos. Em consequência, a redução das aplicações totais em instituições de crédito no estrangeiro encontra-se eventualmente associada não apenas à transferência de recursos para actividades creditícias internas, mas também ao financiamento de entidades não residentes, possivelmente pertencentes ao mesmo grupo.

A recomposição da estrutura das aplicações interbancárias no exterior, em que as “outras instituições de crédito” detinham já — no final de Junho do corrente ano — uma importância relativa de 90.8 por cento (contra 65.4 por cento um ano antes) poderá encontrar-se igualmente ligada ao re-investimento em determinadas zonas geográficas ou economias emergentes que, entretanto, iniciaram processos de ajustamento.

O decréscimo observado nas aplicações em instituições de crédito no país (-2.9 por cento), após um período caracterizado por um forte crescimento (18.9 por cento), poderá estar relacionado, nomeadamente, com a estabilização das operações intra-grupos (recorde-se que a análise é realizada em base individual).

Como foi anteriormente salientado, o crédito concedido pelos bancos aos seus clientes averbou, no período examinado, uma nova aceleração, na sequência — e com intensificação — da tendência observada em períodos antecedentes.

A persistência, durante a maior parte do período em análise, da descida (ou sustentação) das taxas de juro nominais (e reais), aliada ao aumento do rendimento disponível das famílias, bem como a manutenção de expectativas favoráveis às condições macroeconómicas, contam-se, uma vez mais, entre os factores explicativos do comportamento dos empréstimos bancários.

O dinamismo evidenciado pelo crédito (líquido) a clientes residentes (cuja taxa de crescimento passou de 22.6 por cento, em Junho de 1998, para 31.4 por cento, em Junho de 1999), justifica que permaneça praticamente inalterada a posição preponderante desta rubrica na carteira de empréstimos bancários (92.2 por cento no fim do primeiro semestre do corrente ano). De facto, o crédito a não residentes denota uma taxa de variação mais acentuada (33.7 por cento), mas apenas alcança um ligeiro aumento de quota na mencionada carteira (+0.1 pontos percentuais), devido ao seu peso di-

(9) Definidos — de modo muito simplificado — como o somatório da caixa e disponibilidades em bancos centrais, aplicações em instituições de crédito (deduzidas dos recursos de instituições de crédito) e aplicações líquidas em títulos de dívida pública portuguesa e em títulos de rendimento fixo emitidos por não residentes.

(10) Ou seja, com exclusão dos depósitos do sector público administrativo.

Quadro 7

ESTRUTURA DO CRÉDITO INTERNO NÃO TITULADO A EMPRESAS E PARTICULARES

Milhões de contos

	1997		1998		1999		Taxa de crescimento Em percentagem	
	Jun	%	Jun	%	Jun	%	Jun98/ /Jun97	Jun99/ /Jun98
Instituições financeiras não bancárias. . .	838.2	6.6	1 132.7	7.2	1 254.6	6.1	35.1	10.8
Empresas não financeiras	5 787.7	45.8	6 961.2	44.2	8 817.2	43.2	20.3	26.7
Particulares	6 000.1	47.5	7 646.5	48.6	10 359.6	50.7	27.4	35.5
Habitação	4 229.4	33.5	5 557.8	35.3	7 609.5	37.2	31.4	36.9
Outras	1 770.7	14.0	2 088.8	13.3	2 750.2	13.5	18.0	31.7
Total	12 626.0	100.0	15 740.4	100.0	20 431.4	100.0	24.7	29.8

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

minuto nos activos líquidos totais (3.5 por cento no final de Junho de 1999).

Por sectores de destino⁽¹¹⁾ (quadro 7), a actividade creditícia do sistema caracteriza-se pela marcada aceleração da taxa de crescimento dos empréstimos a particulares (35.5 por cento, em Junho de 1999, versus 27.4 por cento em igual data do ano transacto), que não encontra paralelo nos empréstimos a empresas não financeiras, que, no entanto, também registam um dinamismo assinalável (26.7 por cento). Em consequência, o crédito a particulares representava, no final do primeiro semestre do ano em curso, mais de metade (50.7 por cento) do crédito interno não titulado, com contrapartida na perda de peso relativo dos empréstimos a empresas não financeiras (-1.0 pontos percentuais).

A expansão do crédito bancário interno a particulares foi largamente tributária do comportamento do crédito à habitação (taxa de variação de 36.9 por cento, com um aumento de 5.5 pontos percentuais face ao período homólogo anterior), cujo

(11) Na análise subsequente, respeitante à distribuição do crédito por sectores de destino, apenas se considera a actividade interna dos bancos a operar em Portugal (incluindo as zonas *off-shore* da Madeira e de Santa Maria), não sendo abarcada, por conseguinte, ao contrário do que ocorre com os restantes elementos do balanço, a actividade das sucursais estabelecidas no estrangeiro. Os agregados de crédito a sociedades não financeiras não incluem o financiamento via aquisição, por parte dos bancos, de títulos emitidos pelas empresas.

peso relativo se situava em torno de 73.5 por cento daquele agregado. O crédito a particulares destinado a outros fins — fundamentalmente ao consumo — registou igualmente uma nítida aceleração, inclusive durante o primeiro semestre de 1999, ou seja, posteriormente à elevação do nível mínimo de provisões para cobertura dos riscos gerais deste tipo de empréstimos.

Entre os sectores mais relevantes na estrutura do crédito a empresas não financeiras (quadro 8), o sector dos serviços e da construção e obras públicas apresentaram também taxas de crescimento acima da média (respectivamente, 29.3 e 29.0 por cento), embora em desaceleração no último caso (-1.4 pontos percentuais).

Confirmou-se, portanto, a posição predominante do sector dos serviços na composição do crédito interno a empresas não financeiras (peso relativo de 54.5 por cento, no final de Junho de 1999, com um ganho de 1.1 pontos percentuais face a igual data do ano transacto). Estes dados estarão, todavia, provavelmente sobreestimados, visto que os empréstimos bancários aos grupos empresariais são frequentemente contraídos pelas respectivas sociedades gestoras de participações sociais, que se encontram incluídas, para efeitos estatísticos, na rubrica “outros serviços”.

O sector das indústrias transformadoras — o ramo de actividade com maior peso no sector secundário — averbou uma taxa de crescimento de 14.9 por cento, que, por ser bastante inferior à do

Quadro 8

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

Em percentagem

	1997	1998	1999	Taxa de crescimento Em percentagem	
	Jun	Jun	Jun	Jun98/ /Jun97	Jun99/ /Jun98
Agricultura, silvicultura, caça e pesca	2.4	2.0	1.8	-1.4	16.3
Indústrias extractivas	1.1	1.0	1.1	2.3	41.1
Indústrias transformadoras	26.4	24.7	22.4	12.2	14.9
Electricidade, água e gás	3.4	2.9	3.8	1.7	67.0
Construção e obras públicas	14.9	16.2	16.5	30.4	29.0
Serviços	51.7	53.4	54.5	24.1	29.3
Total	100.0	100.0	100.0	20.3	26.7

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

agregado global (se bem que em aceleração), acarretou uma perda de peso relativo da ordem dos 2.3 pontos percentuais.

Por finalidade, o crédito interno bancário destinado a investimento (quadro 9) continuou a apresentar um sólido crescimento (20.1 por cento), ainda que em desaceleração quando comparado com o período homólogo precedente (25.8 por cento), em que esta rubrica se tinha revelado particularmente dinâmica.

As aplicações em títulos decresceram de forma significativa (-9.5 por cento), depois de esta rubrica se ter mantido praticamente constante no período homólogo anterior (taxa de variação de 1.9 por

cento). Aquela diminuição é integralmente causada pela contracção das aplicações em títulos de dívida pública portuguesa (-1201.2 milhões de contos entre o final de Junho de 1998 e o de Junho de 1999), cuja taxa de variação (-41.4 por cento) foi ainda mais pronunciada do que a do período homólogo antecedente, que tinha sido já negativa (-13.8 por cento). A evolução, em particular, da carteira-investimento de títulos de dívida pública nacional dos bancos deverá estar ligada à cedência deste tipo de valores mobiliários a não residentes.

Os restantes títulos de rendimento fixo contribuíram de maneira positiva (taxa de variação de 8.0 por cento) para o agregado das aplicações de

Quadro 9

**ESTRUTURA DO CRÉDITO INTERNO NÃO TITULADO A EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS
POR FINALIDADES**

Em percentagem

	1997	1998	1999	Taxa de crescimento Em percentagem	
	Jun	Jun	Jun	Jun98/ /Jun97	Jun99/ /Jun98
Investimento	24.0	25.1	23.8	25.8	20.1
Outras	76.0	74.9	76.2	18.5	28.9
Total	100.0	100.0	100.0	20.3	26.7

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

	1997		1998		1999		Taxa de crescimento Em percentagem	
	Jun	%	Jun	%	Jun	%	Jun 98/ /Jun 97	Jun 99/ /Jun 98
Recursos.	37 476.6	100.0	42 390.8	100.0	46 031.1	100.0	13.1	8.6
Recursos de instituições de crédito	12 453.6	33.2	14 113.3	33.3	14 929.4	32.4	13.3	5.8
No país	4 581.6	12.2	5 427.1	12.8	5 698.3	12.4	18.5	5.0
No exterior	7 872.0	21.0	8 686.2	20.5	9 231.1	20.1	10.3	6.3
Recursos de clientes.	18 524.0	49.4	20 475.6	48.3	22 002.6	47.8	10.5	7.5
Resp. representadas por títulos	2 070.6	5.5	2 527.2	6.0	2 610.9	5.7	22.1	3.3
Outros passivos	203.1	0.5	250.3	0.6	272.4	0.6	23.3	8.8
Contas diversas.	1 010.0	2.7	1 249.8	2.9	1 376.1	3.0	23.7	10.1
Provisões	283.6	0.8	272.5	0.6	381.2	0.8	-3.9	39.9
Passivos subordinados	717.0	1.9	846.1	2.0	1 452.3	3.2	18.0	71.6
Capitais próprios	2 214.7	5.9	2 656.0	6.3	3 006.2	6.5	19.9	13.2
Capitais próprios médios do semestre .	2 174.4		2 509.9		2 966.9		15.4	18.2

Nota: Inclui as sucursais em Portugal de bancos comunitários.

carteira, apesar dos comportamentos divergentes dos investimentos em obrigações emitidas por “outros residentes” (que se expandem 20.0 por cento, ultrapassando inclusive o peso relativo dos títulos de dívida pública nacional naquele agregado) e em obrigações emitidas por não residentes que diminuem em valor absoluto (-3.4 por cento).

Os investimentos em títulos de rendimento variável contribuíram também positivamente para as aplicações em valores mobiliários do sistema bancário, representando, em 31 de Junho de 1999, 11.3 por cento desta rubrica (contra 8.0 por cento em igual data dos dois anos anteriores), sendo de registar a evolução deste tipo de títulos emitidos por não residentes (variação de 66.3 por cento) que, contudo, continuam com um peso relativamente modesto (4.1 por cento das aplicações em títulos).

Do lado do passivo dos bancos (quadro 10), é de destacar a significativa desaceleração na captação de recursos interbancários (variação de 5.8 por cento, contra 13.3 por cento no período homólogo precedente) e na captação de recursos de clientes, não obstante a um ritmo inferior (variação de 7.5 por cento, contra 10.5 por cento no período anterior), o que acarretou perdas de peso relativo da ordem, respectivamente, de 0.9 e 0.5 pontos percentuais.

O comportamento dos financiamentos interbancários obtidos no exterior resulta de duas ten-

dências opostas — por um lado, a queda (para menos de metade) dos recursos captados junto da sede/sucursais da própria instituição e/ou junto de sucursais de outras instituições de crédito nacionais (no total, -647.5 milhões de contos) e, por outro lado, o funding junto de outros bancos não residentes, que cresce substancialmente — taxa de 16.6 por cento (com uma variação de, aproximadamente, 1210.0 milhões de contos) — e em aceleração comparativamente ao período anterior (taxa de 12.3 por cento).

Deve no entanto registar-se que as responsabilidades interbancárias líquidas face ao exterior (ou seja, deduzidas das aplicações em instituições de crédito no estrangeiro) não têm deixado de aumentar, desde aproximadamente 340 milhões de contos no final de Junho de 1997, para mais de 2600 milhões de contos no fim do primeiro semestre do ano em curso.

Os recursos de clientes — nos quais os depósitos representavam, no final de Junho de 1999, 98.4 por cento — desaceleraram, durante o período em análise, se bem que continuam a contribuir com a maior parcela para a evolução do passivo do sistema bancário.

Deve mencionar-se que o comportamento dos depósitos se mostra mais dinâmico do que o da rubrica “recursos de clientes”, averbando uma taxa de crescimento de 10.7 por cento, contra 9.0 por

Quadro 11

FUNDOS DE INVESTIMENTO: EVOLUÇÃO DO NÚMERO E DAS APLICAÇÕES TOTAIS⁽¹⁾

Milhões de contos

	Jun 98		Jun 99		Variação Em percentagem	
	Número de fundos	Aplicações Totais	Número de fundos	Aplicações Totais	Número de fundos	Aplicações Totais
1. Fundos de Investimento Mobiliário	250	4 656.3	265	4 931.6	6.0	5.9
1.1. Fundos de Investimento Nacionais	223	4 518.5	229	4 716.5	2.7	4.4
1.1.1. Fundos com Acções	45	794.1	49	641.6	8.9	-19.2
1.1.1.1. Fundos de Acções	29	401.2	30	287.4	3.4	-28.4
1.1.1.2. Fundos Mistos	16	392.9	19	354.2	18.8	-9.9
1.1.2. Fundos de Obrigações	65	1 521.5	62	1 579.8	-4.6	3.8
1.1.3. Fundos Tesouraria	37	1 052.0	35	1 407.6	-5.4	33.8
1.1.4. Fundos P.P.Reforma	8	184.0	8	219.7	0.0	19.4
1.1.5. Fundos Poupança Acções	16	69.7	15	75.4	-6.3	8.3
1.1.6. Fundos de Fundos	50	874.6	56	739.1	12.0	-15.5
1.1.7. Agrupamentos de Fundos	5	79.1	6	149.8	20.0	89.4
1.1.8. Fundos de Capital Garantido	2	22.7	4	53.4	100.0	135.3
1.2. Fundos de Investimento Internacionais	27	137.8	36	215.0	33.3	56.0
1.2.1. Fundos com Acções	22	129.5	32	202.3	45.5	56.2
1.2.1.1. Fundos de Acções	22	129.5	32	202.3	45.5	56.2
1.2.1.2. Fundos Mistos						
1.2.2. Fundos de Obrigações						
1.2.3. Fundos Tesouraria	5	8.3	4	12.8	-20.0	53.4
2. Fundos de Investimento Imobiliário	43	546.0	40	585.0	-7.0	7.1
2.1. Fundos Abertos	21	328.6	20	389.1	-4.8	18.4
2.2. Fundos Fechados	22	217.4	20	195.9	-9.1	-9.9
3. Total dos Fundos de Investimento (1.+2.)	293	5 202.3	305	5 516.5	4.1	6.0
Por memória:				Jun 98	Jun 99	Variação
a) Total das aplicações dos fundos de investimento com excepção das unidades de participação de fundos nacionais				4 473.2	4 883.8	9.2%
b) Débitos para com clientes do sistema bancário ⁽²⁾				20 475.6	22 002.6	7.5%
c) = a/b				21.8%	22.2%	-

(1) Elementos publicados pela APFIN.

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

cento no período homólogo antecedente. De facto, assistiu-se a uma aceleração visível dos depósitos de outros residentes (12.8 por cento) — que constituem o principal contributo para a evolução da rubrica — e do sector público administrativo (cujo peso relativo na estrutura dos depósitos passa de 4.7 por cento, no final de Junho de 1998, para 5.4 por cento um ano depois).

Em relação aos depósitos de outros residentes, deve também sinalizar-se a importância crescente dos depósitos à ordem, cujo peso relativo, no final

de Junho do presente ano, se situava em 42.0 por cento (versus 38.2 e 35.4 por cento nas mesmas datas de, respectivamente, 1998 e 1997). Assim, no período de dois anos (entre Junho de 1997 e Junho de 1999), o rácio entre os depósitos à ordem e os depósitos a prazo ou de poupança elevou-se de 55.0 para 73.1 por cento, o que não deixará de estar ligado à diminuição do custo de oportunidade da detenção daqueles depósitos.

Por seu turno, os depósitos de emigrantes registaram uma ligeira queda (-0.8 por cento), en-

quanto os depósitos titulados por não residentes desaceleraram de modo notório (taxas de variação de 4.2 por cento no período em análise e de 35.3 por cento no período imediatamente anterior), situando-se, no fim do primeiro semestre de 1999, em cerca de 10.5 por cento da carteira de depósitos do sistema bancário português.

O acréscimo dos depósitos não se mostrou, porém, suficiente para as necessidades de financiamento resultantes do crescimento do activo e, em particular, da concessão de crédito, conduzindo, por consequência, à perda da importância relativa dos recursos de clientes no balanço dos bancos (que atingia 48.3 por cento em Junho do ano passado e 47.8 por cento no final do primeiro semestre de 1999).

O comportamento da rubrica “recursos de clientes” poderá estar, à imagem de períodos anteriores, associado à quebra da remuneração dos depósitos face a aplicações alternativas. Refira-se, a propósito, que o rácio entre o total das aplicações em fundos de investimento (mobiliário e imobiliário)⁽¹²⁾ e os depósitos bancários (quadro 11) subiu de 21.8 por cento no final de Junho de 1998 para 22.2 por cento em igual data de 1999, denotando algum abrandamento do interesse do público por aquele tipo de títulos (após os elevados investimentos ocorridos em anos anteriores), num contexto de redução da taxa de poupança.

Num cenário da forte expansão do crédito e de desaceleração dos recursos tanto interbancários como de clientes, assistiu-se a um incremento de fontes de financiamento alternativas, entre as quais merecem realce os passivos subordinados e os capitais próprios que, no conjunto, contribuem com cerca de um quarto para o aumento dos recursos e apresentam uma taxa de variação de 27.3 por cento (*versus* 19.5 por cento no período homólogo anterior). À semelhança do sucedido no período precedente, os empréstimos subordinados constituíram o principal factor para o acréscimo do agregado “empréstimos subordinados + capitais próprios” (num montante de cerca de 606.2 milhões de contos), reforçando o seu peso relativo no balanço do sistema em aproximadamente 1.2 pontos percentuais⁽¹³⁾.

(12) Exceptuadas as aplicações em unidades de participação emitidas por outros fundos de investimento nacionais.

Como, em base consolidada, o acréscimo dos fundos próprios complementares (em que os empréstimos subordinados têm um papel predominante) foi mais reduzido, poderá concluir-se que o aumento dos empréstimos subordinados observado no balanço, em base individual, dos bancos, reflecte, em parte, a realização de operações intra-grupo, visando uma adequada repartição interna dos fundos próprios.

3.2 Resultados

A margem financeira aumentou 15.6 por cento (quadro 12), o que equivale, por comparação com o primeiro semestre de 1998, a uma apreciável aceleração (+5.6 pontos percentuais), excedendo significativamente o crescimento do activo. O rácio entre a margem financeira e o activo líquido médio aumentou de 2.08 por cento no primeiro semestre de 1998 para 2.19 por cento no mesmo período do presente ano, regressando, assim, ao nível de Junho de 1997 (quadro 13), comportamento este que se revela análogo ao do rácio entre a margem financeira e o activo médio deduzido das operações interbancárias, que passou de 3.10 para 3.29 por cento.

O comportamento da margem financeira, no primeiro semestre de 1999, deve-se principalmente a uma redução dos juros e custos equiparados superior à observada nos juros e proveitos equiparados (taxas de variação de, respectivamente, -14.8 e -8.1 por cento), sendo ainda de mencionar o contributo dos rendimentos de títulos (36.8 milhões de contos). A decomposição da variação absoluta da margem financeira (+ 66.8 milhões de contos) mostra o impacto positivo do efeito quantidade (expansão do volume de actividade), do designado efeito de estrutura (aumento da diferença — positiva — ente activos e passivos financeiros⁽¹⁴⁾) e da redução do diferencial entre as taxas de remuneração (implícita) dos activos e passivos financeiros, bem como da contribuição dada pelos rendimentos de títulos (que são responsáveis por cerca de metade do crescimento da margem financeira).

(13) Deve notar-se que esta tendência não é influenciada pelas instituições com actividade especializada no *off-shore*.

(14) Vide capítulo sobre o sistema bancário do Relatório Anual do Banco de Portugal referente ao ano de 1997 (páginas 192 a 194).

Quadro 12

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS^(a)

Milhões de contos

	1997	1998	1999	Taxa de crescimento Em percentagem	
	1º Sem	1º Sem	1º Sem	Jun 98/ /Jun 97	Jun 99/ /Jun 98
Juros e proveitos equiparados	1 269.5	1 294.3	1 189.8	2.0	-8.1
Rendimento de títulos (b)	25.2	41.8	78.6	66.2	87.8
Juros e custos equiparados	906.6	909.2	774.7	0.3	-14.8
Margem financeira	388.0	426.9	493.7	10.0	15.6
Comissões (líquidas)	65.4	82.8	98.3	26.6	18.7
Operações financeiras (líquidas)	76.2	59.0	33.2	-22.6	-43.7
Outros proveitos/custos (líquidas)	33.2	38.3	39.2	15.4	2.1
Produto bancário	562.8	607.0	664.3	7.8	9.4
Custos de funcionamento	289.7	307.3	330.5	6.1	7.5
Resultados extraordinários (líquidas)	10.3	12.4	19.5	19.4	57.8
Cash flow	283.5	312.0	353.4	10.1	13.2
Distribuição					
Provisões do exercício abatidas de reposições	99.3	88.1	100.1	-11.3	13.6
Amortizações do exercício	37.3	39.9	43.5	7.0	8.9
Impostos sobre os lucros	33.6	39.0	36.4	16.1	-6.6
Resultado líquido do exercício	113.4	145.1	173.4	28.0	19.5

Notas:

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

(b) Apenas inclui títulos de rendimento variável.

As comissões líquidas cresceram 18.7 por cento, denotando algum abrandamento de ritmo face à elevada taxa de variação averbada no período homólogo precedente (26.6 por cento). Aquele crescimento ficou a dever-se à expansão das comissões pela prestação de serviços bancários e das “outras comissões”.

Os lucros líquidos em operações financeiras reforçaram a tendência constatada no primeiro semestre de 1998, tendo-se contraído em valor absoluto a uma taxa de 43.7 por cento (o que compara com 22.6 por cento no primeiro semestre do ano passado), em resultado essencialmente dos prejuízos líquidos e diferenças de reavaliação em aplicações (- 51.3 milhões de contos), que só foram parcialmente compensadas pelos lucros e proveitos de operações extrapatrimoniais (+29.2 milhões de contos).

A evolução da margem financeira e dos outros resultados correntes traduziu-se num crescimento do produto bancário de 9.4 por cento (correspondendo a um abrandamento de 1.6 pontos per-

tuais face ao período homólogo anterior), o qual, por ser ligeiramente inferior à expansão do activo (líquido) total médio, redundou numa descida marginal do rácio entre o produto bancário e o activo total médio (de 2.96 para 2.94 por cento).

Continuando a tendência de períodos homólogos anteriores, a margem financeira reforçou o seu contributo para o produto bancário (gráfico 1), que se situou, no final do primeiro semestre do corrente ano, em 74.3 por cento (acréscimo de 4.0 pontos percentuais relativamente à mesma data de 1998). Entre os resultados correntes, as comissões líquidas viram o seu papel ganhar expressão na formação do produto bancário (em aproximadamente 1.2 pontos percentuais), ao invés do que aconteceu com os resultados líquidos em operações financeiras (-4.7 pontos percentuais) e com os outros proveitos líquidos (-0.4 pontos percentuais).

O crescimento dos custos de funcionamento (7.5 por cento) intensificou-se claramente face ao período homólogo precedente (6.1 por cento), o que se terá devido à evolução quer dos custos com

Quadro 13

INDICADORES DE RENDIBILIDADE ^{(a) (b)}

Em percentagem

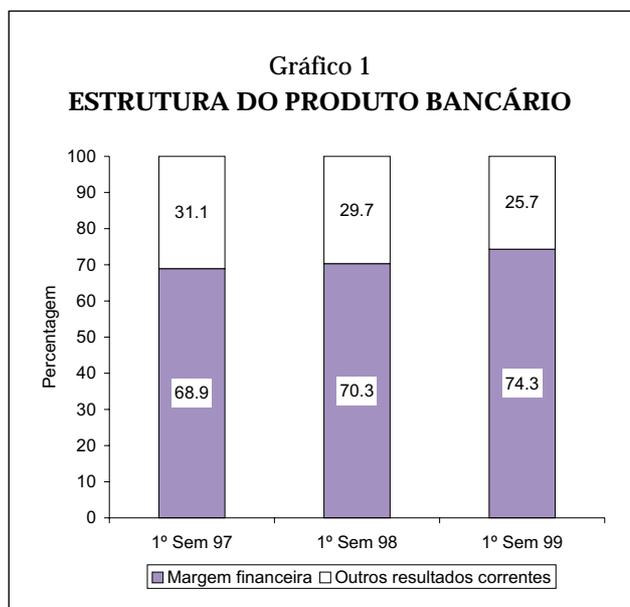
	1997	1998	1999
	1º Sem	1º Sem	1º Sem
Rendibilidade do activo médio (ROA)	0.64	0.71	0.77
Rendibilidade do activo médio ajustado ^(c)	0.95	1.05	1.16
Rendibilidade dos cap. próprios médios (ROE)	10.43	11.56	11.69
Margem financeira/activo médio	2.19	2.08	2.19
Margem financeira/activo médio ajustado ^(c)	3.25	3.10	3.29
Cash flow/activo médio	1.60	1.52	1.56
Cash flow/activo médio ajustado ^(c)	2.38	2.27	2.36

Notas:

- (a) Inclui as sucursais em Portugal de bancos comunitários.
- (b) Valores anualizados.
- (c) Activo Médio Ajustado - activo total médio deduzido dos recursos interbancários.

peçoal quer dos fornecimentos e serviços de terceiros, na medida em que os respectivos pesos relativos não se modificaram de modo significativo.

No domínio dos custos com pessoal, a respectiva taxa de crescimento (7.3 por cento) decorre, em especial, do comportamento dos encargos sociais obrigatórios (taxa de variação de 13.5 por cento) e, entre estes, sobretudo, das contribuições para fundos de pensões (que registam um acréscimo de 26.9 por cento), contrariando a evolução verificada no primeiro semestre de 1998. Actuando em sentido oposto, a evolução das despesas respeitantes a remunerações expande-se a uma taxa inferior (5.6 por cento) que, todavia, excede em 3.6 pontos percentuais a observada no período homólogo anterior. Numa análise mais desagregada, verifica-se que o comportamento das remunerações se deve, em larga medida, à evolução da rubrica “remunerações adicionais” (com uma variação de 10.8 por cento), com destaque para os subsídios e outras despesas eventualmente ligadas à redução do número de trabalhadores no sector bancário. De facto, o número de empregados bancários contrai-se desde o final do primeiro semestre de 1998 (variação de -4.5 por cento), num total de cerca de 2.7 milhares de trabalhadores.



Ainda assim, a importância relativa dos custos com o factor trabalho no produto bancário voltou a diminuir (- 0.6 pontos percentuais), conquanto tenha persistido — a ritmo bastante mais lento — a expansão da rede de agências (8.1 por cento entre Junho de 1997 e Junho de 1998 e 4.8 por cento entre Junho de 1998 e o final do primeiro semestre deste ano), com a concomitante redução do número de empregados por balcão (que passou de 13.8 no fim de Junho do ano transacto para 12.5 na mesma data de 1999).

O crescimento dos fornecimentos e serviços externos (em particular, dos serviços que variaram 9.3 por cento), se bem que em desaceleração, deve-se fundamentalmente ao outsourcing de certos serviços especializados e à prestação de serviços informáticos (no âmbito da introdução do Euro e da resolução dos problemas inerentes ao Ano 2000).

Os rácios que relacionam o total dos custos de funcionamento com o activo total médio e com o produto bancário patentearam uma nova redução no primeiro semestre de 1999, tendo passado de 0.75 para 0.73 por cento, no primeiro caso, e de 50.6 para 49.8 por cento, no segundo.

A expansão dos resultados extraordinários líquidos foi determinada, tal como no primeiro semestre de 1998, pela recuperação de créditos incobráveis e pela realização de mais-valias em imobilizações financeiras.

O resultado líquido apresentou um crescimento (19.5 por cento) inferior ao do período homólogo antecedente, que tinha sido notavelmente elevado

(28.0 por cento), em resultado, em especial, do reforço das provisões (abatidas de reposições), apesar de alguma quebra, em valor absoluto, dos impostos sobre os lucros.

Em síntese, a rendibilidade semestral do sistema bancário português aumentou (quadro 13), quando medida tanto pelo rácio entre os resultados líquidos e os capitais próprios médios (ROE), como pelo rácio entre os resultados líquidos e o activo médio (ROA). A rendibilidade líquida dos capitais próprios passou, em termos anualizados, de 11.56 para 11.69 por cento, averbando, por conseguinte uma variação de 0.13 pontos percentuais, enquanto a rendibilidade líquida do activo médio, também em termos anualizados, registou um incremento positivo de 0.06 pontos percentuais, ascendendo, em 30 de Junho de 1999, a 0.77 por cento. Tomando o activo médio deduzido das operações interbancárias, o ROA atingiu 1.16 por cento, o que compara com 1.05 por cento no final do primeiro semestre de 1998.

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 crédito e juros vencidos de 8.6 por cento (quadro 14), sensivelmente mais acentuada do que a observada no período homólogo antecedente (4.1 por cento). Na base desta evolução, deve encontrar-se um comportamento favorável no domínio das novas situações de incumprimento, assim como no do abatimento ao activo de créditos considerados definitivamente incobráveis. Assim, o peso do crédito e juros vencidos com prazo inferior a três meses reduziu-se de 7.3 por cento em 30 de Junho de 1998 para 6.3 por cento na mesma data de 1999, continuando a maior parte das situações de incumprimento a concentrar-se nos prazos mais longos, com alguma tendência para a estabilização da posição relativa dos créditos e juros vencidos há mais de três anos (75.6 por cento no final do primeiro semestre de 1999).

Em consonância com a posição cíclica da economia, o rácio entre o crédito e juros vencidos e o crédito (bruto) a clientes situou-se, no final de Junho de 1999, em 2.6 por cento, decrescendo, por-

Quadro 14

CRÉDITO VENCIDO E PROVISIONAMENTO

Milhões de contos

	1997	1998	1999	Taxa de crescimento Em percentagem	
	1º Sem	1º Sem	1º Sem	/Jun 97 Jun 98/	Jun 99/ Jun 98
1. Crédito concedido (bruto)	12 785.4	15 592.8	20 363.7	22.0	30.6
2. Crédito e juros vencidos	596.9	572.7	523.7	-4.1	-8.6
3. Provisões para crédito vencido	390.3	379.4	346.9	-2.8	-8.6
4. Provisões para riscos gerais de crédito	146.2	177.4	229.4	21.4	29.3
5. Provisões para crédito de cobrança duvidosa (crédito)	27.5	43.6	42.5	58.6	-2.6
6. Provisões para risco país (crédito)	7.3	9.3	11.8	26.9	26.7
7. Risco médio do crédito concedido [(2)/(1)X100]	4.7%	3.7%	2.6%		
8. Risco médio do crédito líquido de provisões [(2-3)/(1-3)] x 100	1.7%	1.3%	0.9%		
9. Provisionamento total do crédito {[(3)+(4)+(5)+(6)] / (1) } x 100	4.5%	3.9%	3.1%		
10. Cobertura do crédito vencido [(3)/(2)] x 100	65.4%	66.2%	66.2%		

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

tanto, a um ritmo mais rápido do que o constatado no período homólogo anterior.

Em linha com a evolução da carteira de empréstimos a clientes do sistema bancário, as provisões para riscos gerais de crédito expandiram-se a uma taxa de 29.3 por cento, atingindo mais do que um terço das provisões totais para cobertura do risco de contraparte.

Deve ainda referir-se que o peso do crédito vencido, líquido de provisões específicas, no activo líquido passou de 0.46 por cento, no final do 1º semestre de 1998, para 0.38 por cento, na mesma data do corrente ano.

Por sua vez, o rácio entre o crédito e juros vencidos, líquidos de provisões, e o crédito concedido, também líquido de provisões, averbou uma nova descida, passando de 1.3 por cento no final do primeiro semestre do ano transacto para 0.9 por cento em data idêntica de 1999.

Na medida em que a redução das provisões para crédito vencido é análoga à do crédito vencido, o grau de cobertura deste tipo de empréstimos por provisões específicas estabilizou ao nível dos 66.2 por cento.

Atendendo à trajectória das provisões para crédito e juros vencidos e não obstante o aumento verificado nas restantes provisões incidentes sobre o agregado de crédito a clientes (que revelaram um acréscimo de 52.4 milhões de contos), o índice de provisionamento total do crédito reduziu-se de 3.9 por cento no final do período homólogo precedente para 3.1 por cento em 30 de Junho deste ano, o que reflecte, em boa medida, a aceleração registada na carteira de empréstimos a clientes.

4.2 Adequação global de fundos próprios

A análise da adequação global de fundos próprios baseia-se em valores apurados em base consolidada, apesar de o rácio médio do sistema bancário incluir elementos, em base individual, das instituições não integradas em grupos financeiros.

Em 30 de Junho de 1999, o rácio médio de adequação global dos fundos próprios do sistema era de 12.3 por cento (quadros 15 e 16), o que equivale, comparativamente ao final do primeiro semestre do ano anterior, a uma subida de 1.1 pontos percentuais, causada por um acréscimo dos fundos

Quadro 15

ADEQUAÇÃO DE FUNDOS PRÓPRIOS

Base consolidada

Milhões de contos

	1998		1999
	Jun	Dez	Jun
1. Fundos próprios			
1.1. Fundos próprios de base.....	1 840.6	2 208.5	2 379.2
1.2. Fundos próprios complementares.....	759.4	894.3	910.2
1.3. Deduções.....	219.4	153.8	156.3
1.4. Fundos próprios suplementares.....	3.3	2.5	2.1
Total dos fundos próprios.....	2 383.9	2 951.5	3 135.2
2. Requisitos de fundos próprios			
2.1. Rácio de solvabilidade.....	1 599.6	1 788.2	1 964.3
2.2. Riscos de posição.....	64.4	51.9	54.8
2.3. Riscos de liquidação e contraparte.....	6.8	7.5	9.9
2.4. Riscos cambiais.....	24.3	57.4	13.4
2.5. Outros requisitos.....	0.1	0.0	0.3
Total dos requisitos de fundos próprios.....	1 695.2	1 905.1	2 042.7
3. Rácios.....			
3.1. Fundos próprios/Requisitos totais.....	140.6%	154.9%	153.5%
3.2. Fundos próprios/(Requisitos totais x 12,5 por cento).....	11.2%	12.4%	12.3%

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	Risco global de adequação de fp
1998				
Jun.....	8.7	3.6	1.0	11.2
Dez.....	9.3	3.8	0.6	12.4
1999				
Jun.....	9.3	3.6	0.6	12.3

próprios (751.3 milhões de contos) superior ao dos requisitos para cobertura dos riscos de crédito e de mercado (347.5 milhões de contos).

Os requisitos para cobertura do risco de contra-
parte da carteira bancária tornam-se ainda mais re-
levantes em termos relativos (96.2 por cento em 30
de Junho de 1999, contra 94.4 por cento um ano
antes), em sintonia com a evolução da actividade
creditícia do sistema bancário durante o período
em análise.

O peso relativo dos requisitos de fundos pró-
prios para cobertura dos riscos cambiais decresceu
significativamente, passando de 1.4 por cento no
final do primeiro semestre de 1998 para 0.7 por
cento em 30 de Junho do ano em curso, o que foi
decerto determinado pela introdução do Euro e
consequente redução das posições em risco do sis-
tema bancário nacional.

Na estrutura dos fundos próprios, sem conside-
rar as deduções, constata-se um aumento da im-
portância relativa dos fundos próprios de base —

que passam, respectivamente, de 70.7 para 72.3
por cento desde o final do primeiro semestre até
30 de Junho do corrente ano — em detrimento dos
fundos próprios complementares. De facto, os fun-
dos próprios de base, assim como os fundos com-
plementares, expandem-se a taxas de, respectiva-
mente, 29.3 e 19.9 por cento, consistindo o acrésci-
mo de capitais próprios e a obtenção de emprésti-
mos subordinados instrumentos indispensáveis à
sustentação dos níveis elevados de actividade por
parte das instituições bancárias portuguesas.

Deve notar-se, por último, que no final do pe-
ríodo em análise, os níveis do rácio global de ade-
quação dos fundos próprios de todos os bancos
portugueses eram superiores ao mínimo legalmen-
te estabelecido (8.0 por cento), em base consolida-
da ou individual, conforme o regime a que cada
instituição se encontrava submetida.

Acabado de redigir com a informação disponí-
vel em 10 de Outubro de 1999.

UM NOVO REGIME DE ADEQUAÇÃO DOS FUNDOS PRÓPRIOS

O Projecto de Recomendações do Comité de Supervisão Bancária de Basileia

I. Enquadramento

O Comité de Supervisão Bancária de Basileia emitiu, em Junho passado, um documento consultivo, no qual procede à apresentação de um projecto de recomendações, visando uma reformulação profunda do designado “Acordo de Capital” (de 1998), que originalmente abarcava sobretudo o regime de fundos próprios mínimos para cobertura do risco de crédito (rácio de solvabilidade).

Entretanto, no contexto da Comunidade Europeia, por iniciativa da Comissão e sob a égide do Comité Consultivo Bancário, iniciaram-se trabalhos no mesmo domínio, cujos principais objectivos consistem em, por um lado, garantir uma convergência mínima dos requisitos prudenciais a nível internacional e em, por outro lado, atender designadamente à especificidade dos sistemas bancários europeus (v.g. existência de instituições de crédito especializadas de âmbito local), ao diferente campo de aplicação das medidas prudenciais (outras instituições financeiras, além dos bancos), à diversidade da aplicação, na prática, dessas medidas (v.g. métodos e perímetros de consolidação) e à diferente natureza dos requisitos (recomendações versus normas legalmente imperativas).

II. As deficiências do actual regime de fundos próprios mínimos para cobertura dos riscos de crédito

Não obstante a contribuição inegavelmente positiva do Acordo de Capital de 1998 para a estabilidade financeira, o presente regime contém algumas deficiências, as quais ganharam maior visibilidade com o desenvolvimento do processo de inovação financeira e tecnológica entretanto ocorrido:

- A estrutura dos ponderadores de risco dos activos e das operações extrapatrimoniais não estabelece uma diferenciação adequada do perfil de risco – em termos efectivos e económicos – das contrapartes.
- A divergência entre os conceitos de risco regulamentar e de risco económico potencia comportamentos de arbitragem regulamentar.
- O Acordo não permite, para efeitos de redução dos riscos de crédito, novas técnicas ou instrumentos – tais como, em determinadas circunstâncias, a colateralização ou os derivados de crédito –, o que pode redundar na introdução de incentivos perversos.

III. Os objectivos do novo regime de adequação de fundos próprios

De acordo com o documento consultivo, a revisão do regime de fundos próprios deverá assentar nos seguintes princípios:

- Não erosão dos actuais níveis de capitalização das instituições bancárias, de modo a preservar a solidez e solvabilidade dos sistemas financeiros.
- Promoção de condições competitivas equitativas, o que equivale à não introdução, através das medidas prudenciais, de distorções de concorrência (“level playing field”).
- Os requisitos de fundos próprios devem continuar a basear-se no princípio da cobertura dos riscos materialmente relevantes, mas adoptar uma abordagem mais abrangente, ou seja visar a cobertura de outros riscos, como os riscos de taxa de juro (da carteira bancária), os riscos operacionais e os riscos jurídicos.

- Incidência nos “bancos com actividade internacional significativa”, mas sem prejuízo da aplicação das recomendações a outras instituições.

IV. Os três pilares

O novo regime assenta em três blocos – na definição de requisitos mínimos de fundos próprios para a cobertura dos riscos de crédito, de taxa de juro (da carteira bancária) e de riscos dificilmente quantificáveis (como os operacionais ou jurídicos), em novos princípios e práticas de supervisão (que podem originar a fixação de requisitos diferenciados às diversas instituições bancárias, em função dos respectivos perfis de risco ou solidez dos sistemas de gestão e controlo interno) e em princípios de prestação de informações aos mercados e ao público em geral, de modo a assegurar uma maior transparência sobre a situação financeira e solvabilidade dos bancos.

1. Requisitos mínimos de fundos próprios

a. Os métodos de apuramento dos requisitos mínimos de capital para cobertura do risco de crédito

O projecto de Recomendações privilegia, para a generalidade das instituições, um método standard aperfeiçoado, admitindo, porém, que as instituições mais sofisticadas possam vir a utilizar os seus próprios ratings internos (desde que satisfaçam um conjunto de critérios quantitativos e qualitativos, que sejam previamente aprovados pelas autoridades de supervisão e no pressuposto de se mostrar viável a construção de um “sistema de equivalência” com o método standard) e, num horizonte temporal mais alargado, modelos internos.

Quanto ao método standard, as alterações mais substanciais incidem na actual grelha de ponderadores, constituindo o objectivo subjacente assegurar uma maior sensibilidade desses ponderadores ao risco de crédito efectivo das contrapartes.

Assim:

- Para os activos sobre Administrações e bancos centrais sugere-se a utilização das notações (de dívida soberana de longo prazo) publicadas por agências de “rating” ou outras entidades (v.g. as agências de apoio oficial aos créditos à exportação dos países da OCDE), que contudo não deverão ser aplicadas de forma mecânica, ficando dependentes da verificação de duas condições suplementares:
 - A agência de notação deverá ser reconhecida pelas autoridades de supervisão (com base em critérios de transparência, objectividade, independência, credibilidade e experiência).
 - Para as Administrações e bancos centrais poderem beneficiar de uma ponderação nula, o respectivo país deverá ter aderido aos “Special Data Dissemination Standards” do Fundo Monetário Internacional.
- Para os coeficientes de ponderação dos bancos e das empresas de investimento, o documento consultivo apresenta diversas opções:
 - A primeira hipótese consistiria em atribuir-lhes um peso imediatamente superior ao da respectiva Administração central, com um limite máximo de 100 ou de 150 por cento.
 - Na segunda opção, seriam usadas as notações das agências de rating, podendo operar-se uma graduação em função da maturidade residual das exposições, sendo ainda tidos em conta critérios adicionais, tais como a adesão aos “Core Principles”, e fixando-se como limites mínimos e máximos dos coeficientes de ponderação, respectivamente, 20 e 150 por cento.
- Genericamente, continuará a ser afectado um peso de 100 por cento às empresas não financeiras, embora se admita um coeficiente de ponderação mais reduzido (20 ou 50 por cento) no caso de sociedades que beneficiem de notações de, no mínimo, AA- (ou equivalente) e se introduza um peso de 150 por cento para empresas com um perfil de risco degradado.

- O coeficiente máximo de ponderação passará a ser de 150 por cento e poderá ser atribuído – além dos casos já referidos – a outras exposições de risco muito elevado que, porém, não são especificadas no documento consultivo.

b. Técnicas de redução de riscos

O capítulo dedicado às técnicas de redução de riscos reveste, no documento consultivo, um carácter ainda preliminar e relativamente vago, pelo que apenas se enunciam as principais soluções em discussão.

A compensação bilateral de posições patrimoniais (“on-balance-sheet netting”) poderá, além do previsto nas recomendações anteriormente emitidas pelo Comité de Basileia, abranger quaisquer activos e passivos.

O alargamento do colateral elegível para efeitos de redução dos riscos de contraparte visará quaisquer activos financeiros com um coeficiente de ponderação inferior ao da exposição subjacente, desde que o colateral tenha um valor de mercado facilmente determinável e possa ser, sem dificuldade, convertido em numerário. Prevê-se, ainda, a expansão dos garantidos elegíveis (em princípio, entidades com um coeficiente de ponderação de risco inferior ao da contraparte da transacção “principal”). Em ambos os casos, o Comité solicita comentários acerca da possibilidade de, além de substituir o coeficiente de ponderação da contraparte pelo do colateral/garante, se introduzir ainda um factor complementar de redução do risco, de modo a reconhecer a correlação im-perfeita entre o incumprimento da contraparte e o do garante/colateral.

No caso das coberturas imperfeitas, o Comité de Basileia propõe:

- A imposição de requisitos de fundos próprios – sob a forma de um add-on para a cobertura do risco potencial futuro – no caso de mismatches entre a maturidade residual da transacção e a do instrumento ou técnica de redução de risco – e de uma maturidade mínima para a cobertura.
- A introdução de “add-ons” ou de uma sobre-margem, de modo a salvaguardar o risco potencial futuro decorrente de variações do preço de mercado do colateral.
- No caso específico dos derivados de crédito, os requisitos (para reconhecimento dos respectivos efeitos de redução de risco) de que os activos de referência e subjacente sejam “emitidos” pela mesma entidade, de que o activo de referência tenha um “ranking pari passu” (com o subjacente) e de que existam cláusulas de “cross-default”.

c. Outros riscos

Ao contrário do que sucede com o risco de taxa de juro subjacente à carteira bancária (relativamente ao qual não são propostos, para já, processos para o cálculo de requisitos mínimos de fundos próprios), o Comité de Basileia enuncia diversos métodos alternativos (solicitando comentários) de apuramento de fundos próprios mínimos para cobertura dos riscos operacionais, privilegiando todavia o designado método simplificado, segundo o qual seria aplicada à base de incidência (medida agregada baseada nos resultados brutos, comissões, custos de funcionamento e/ou activos sob gestão) um determinado factor percentual (ainda não parametrizado).

2. O processo de supervisão da adequação dos fundos próprios

O segundo pilar do novo regime pode sintetizar-se em quatro princípios essenciais:

- As autoridades de supervisão pressupõem que as instituições dispõem de fundos próprios superiores aos níveis mínimos estabelecidos e devem ter competências que as habilitem a impor requisitos de capital diferenciados em função do perfil de risco de cada banco.

- *As instituições devem delinear estratégias compatíveis com a manutenção de níveis adequados de fundos próprios e encontrar-se munidas de sistemas de controlo que permitam a verificação do cumprimento dessas estratégias.*
- *As autoridades de supervisão devem examinar periodicamente os sistemas internos de avaliação da adequação dos fundos próprios e a observância dos requisitos prudenciais.*
- *As autoridades de supervisão devem intervir, em tempo oportuno, de molde a prevenir a redução dos fundos próprios para níveis considerados insuficientes.*

3. A disciplina do mercado

Na perspectiva do Comité de Basileia, a disciplina do mercado apenas poderá ser exercida se as instituições prestarem informações fidedignas e materialmente relevantes, que permitam uma apreciação correcta da sua solidez financeira e solvabilidade por parte dos operadores financeiros, analistas, investidores institucionais e outras contrapartes.

Essa informação deverá ser, no mínimo, fornecida com periodicidade anual (em relatórios anexos às contas) e integrar elementos detalhados, de tipo quer qualitativo quer quantitativo, acerca das actividades mais significativas, rendibilidade, posições em risco e sistemas de gestão de riscos.

ENVIESAMENTO DO IPC DEVIDO À ALTERAÇÃO DOS LOCAIS DE COMPRA*

*Francisco Covas****João Santos Silva****

Neste estudo utilizam-se dados microeconómicos para estimar a magnitude do enviesamento do IPC devido ao surgimento de novos tipos de estabelecimentos. O valor estimado para o enviesamento é um pouco mais elevado do que o obtido em estudos realizados noutros países, mas tem vindo a diminuir. Esta diferença é explicada pelas importantes alterações dos circuitos de comercialização, verificadas em Portugal durante a última década.

1. INTRODUÇÃO

O Índice de Preços no Consumidor (IPC), tal como é calculado pelo INE para Portugal, e por organismos congéneres para muitos outros países, mede a evolução dos preços de um cabaz fixo de bens e serviços, num conjunto pré-determinado de estabelecimentos. Este tipo de índice é extremamente útil, não só por ser de fácil interpretação, como por ser baseado num conjunto de procedimentos totalmente objectivo e que está de acordo com metodologias internacionalmente aceites.

Apesar destas vantagens, os índices deste tipo têm algumas limitações importantes. Em particular, estes índices não medem com precisão a evolução do custo de vida por não terem em atenção as modificações do cabaz de bens adquirido pelo consumidor, as alterações de qualidade dos produtos oferecidos, e o aparecimento de novos tipos de estabelecimentos (vejam-se Boskin et al., 1996, e as referências aí contidas).

Naturalmente, as entidades encarregadas da construção de índices de preços alteram regularmente a composição do cabaz de bens considerado representativo e o conjunto de estabelecimentos onde os preços são recolhidos, por forma a adaptar o índice à evolução do mercado. No entanto, não é possível realizar esta actualização de forma contínua, pelo que se torna interessante estudar até que ponto as alterações das características da economia fazem com que o IPC possa apresentar algum enviesamento como medida da evolução do custo de vida.

Para o caso da economia portuguesa, Santos e Coimbra (1995) e Neves e Sarmento (1997) estudaram os possíveis enviesamentos resultantes de alterações de qualidade dos produtos e de alterações do cabaz de bens e serviços representativo, respectivamente. No entanto, não há até ao momento qualquer estudo sobre os possíveis enviesamentos provocados pelo surgimento de novos tipos de estabelecimentos comerciais.

A simples observação da realidade sugere que as alterações dos circuitos de distribuição verificados no nosso país desde o final da década de 80 podem ter conduzido a um razoável enviesamento do IPC. Com efeito, a abertura continuada de grandes hipermercados, aliada à constante expansão das cadeias de supermercados (e mais recentemente de *discount stores*), levou a que muitos consumidores passassem a preferir os novos estabele-

* Os autores agradecem aos colegas Pedro Duarte Neves, Ricardo Félix, José Machado, Luís Morais Sarmento e Maximiano Pinheiro os comentários, sugestões e discussões, que muito contribuíram para melhorar a qualidade deste trabalho. Todos os erros e limitações do presente estudo são da exclusiva responsabilidade dos autores.

** Departamento de Estudos Económicos.

*** ISEG/Universidade Técnica de Lisboa. Este Estudo foi possível graças à hospitalidade e às condições de trabalho proporcionadas pelo Banco de Portugal, que se agradecem reconhecidamente.

cimentos em detrimento do comércio tradicional. Para esta tendência contribuem, não só os baixos preços praticados pelos hiper e supermercados, como também a maior variedade e, por vezes, a qualidade superior dos produtos comercializados nos novos estabelecimentos.

Se, para produtos de qualidade comparável, os preços num estabelecimento novo são inferiores aos praticados no comércio tradicional, os consumidores podem beneficiar de uma redução do custo de vida transferindo parte das suas compras para o novo estabelecimento. Uma vez que mede a evolução dos preços num conjunto fixo de estabelecimentos, por mais cuidadosa que seja a sua construção, o IPC não poderá captar esta redução do custo de vida, a não ser que os estabelecimentos de comércio tradicional reajam baixando os seus preços até ao nível praticado pelo novo concorrente. Como, em geral, este tipo de reacção não se verifica, o surgimento de novos estabelecimentos praticando preços abaixo dos que vigoram no comércio tradicional provocará um enviesamento do IPC.

Num sentido mais lato, o estudo do enviesamento do IPC devido à alteração dos locais de compra pode também abranger a avaliação dos efeitos de desvio de comércio de natureza temporária e reversível, resultante do aproveitamento, por parte das famílias, de condições mais vantajosas em determinados estabelecimentos durante curtos períodos de tempo (por via dos saldos, promoções, acesso facilitado ao crédito, etc.).

Neste trabalho estuda-se o enviesamento do IPC devido à alteração dos locais de compra, recorrendo a dois importantes conjuntos de dados microeconómicos. Nomeadamente, usam-se tanto os dados individuais nos quais se baseia o cálculo do IPC Base (100): 1991 (Instituto Nacional de Estatística, 1992), como os resultados dos Inquéritos aos Orçamentos Familiares de 1989/1990 e 1994/1995⁽¹⁾.

Convém clarificar que o facto de o IPC poder dar uma ideia enviesada da evolução do custo de vida, não significa de forma alguma que haja erros ou imperfeições no modo como este índice é calculado pelo INE. De facto, no cálculo do IPC, o INE obedece a um padrão internacionalmente estabelecido, de onde resulta um indicador preciso da evolução dos preços do cabaz seleccionado, nos estabelecimentos considerados representativos aquan-

do da definição da amostra. O problema é que este tipo de índices, em Portugal e em qualquer outro país, pode ser um indicador enviesado da evolução do custo de vida. Portanto, este problema não é de maneira nenhuma específico da nossa economia, ainda que esse seja o caso aqui estudado.

2. A METODOLOGIA TRADICIONAL

Há vários métodos que podem ser usados para avaliar a magnitude do enviesamento do IPC devido ao surgimento de novos tipos de estabelecimentos. No entanto, a forma que tem sido mais usada (vejam-se Moulton, 1996, e Diewert, 1998) é baseada no cálculo de dois valores: δ_t , a diferença percentual média dos preços praticados nos novos estabelecimentos e nos estabelecimentos tradicionais no período t ; e θ_t , a quota de mercado dos novos estabelecimentos no mesmo período.

Se δ_t e $\theta_t - \theta_{t-1}$ tiverem magnitudes relativamente pequenas⁽²⁾, e se δ_t for constante ao longo do tempo, o enviesamento da taxa de crescimento do IPC é dado aproximadamente pelo produto $\delta_t(\theta_t - \theta_{t-1})$, que é a fórmula geralmente usada na literatura sobre este tema.

Com os dados disponíveis, esta metodologia pode ser ligeiramente refinada uma vez que é possível calcular o enviesamento resultante do crescimento das quotas de mercado de dois tipos de novos estabelecimentos, genericamente designados por hiper e supermercados. Assim sendo, o enviesamento total será obtido como a soma das duas componentes estimadas. Além disso, estes dados permitem calcular o valor de δ_t em cada ano, sendo portanto necessário adaptar a forma de cálculo do enviesamento.

Para se calcular o enviesamento quando δ_t varia ao longo do tempo, assumam-se que, para o período t , o índice de preços corrigido do enviesamento causado pela alteração dos locais de compra pode ser escrito como uma média ponderada do índice de preços não corrigido, T_t , e de um índice que mede a evolução dos preços nos novos estabelecimentos, S_t (veja-se, Diewert, 1998, página 50). Isto

(1) Agradece-se a colaboração do INE que disponibilizou os dados microeconómicos necessários à realização deste estudo.

(2) Por forma a que seja válida uma aproximação do tipo $\ln(1 + \varepsilon) \approx \varepsilon$.

é, designando por I_t o índice de preços corrigido, tem-se

$$I_t = \theta_t S_t + (1 - \theta_t) T_t = T_t (1 - \theta_t \delta_t)$$

onde θ_t representa a quota de mercado dos novos estabelecimentos no período t , e $\delta_t = (1 - S_t/T_t)$ é a diferença percentual média entre os preços praticados nos novos estabelecimentos e nos estabelecimentos tradicionais, no mesmo período. Usando a aproximação logarítmica habitual, a taxa de crescimento do índice pode ser escrita como

$$\ln(I_t/I_{t-1}) \approx \ln(T_t/T_{t-1}) - \theta_t \delta_t + \theta_{t-1} \delta_{t-1}.$$

Desta forma, o enviesamento da taxa de crescimento do índice de preços pode ser escrito como $(\theta_t \delta_t - \theta_{t-1} \delta_{t-1})$, representando valores positivos uma sobre-estimação da taxa de inflação. Note-se que este enviesamento pode ser escrito como $\delta_t(\theta_t - \theta_{t-1}) + \theta_{t-1}(\delta_t - \delta_{t-1})$, pelo que é claro que considerar os diferenciais de preços constantes não conduz a um enviesamento sistemático dos resultados. No entanto, em períodos em que tanto as quotas de mercado como os diferenciais de preços podem variar rapidamente, esta hipótese pode ter um impacto substancial nos resultados.

Apesar deste ser o método habitualmente usado para medir o enviesamento do IPC devido à alteração dos locais de compra, há razões para acreditar que os dados disponíveis para calcular os diferenciais de preços, contidos na base de dados microeconómicos que é usada no cálculo do IPC, sobreavaliem os preços nos novos estabelecimentos. Em particular, e de acordo com o que é estabelecido na metodologia de cálculo do IPC Base (100): 1991 (veja-se Instituto Nacional de Estatística, 1992), estes dados não têm em consideração os saldos e outras promoções⁽³⁾, e é ignorado que nos novos estabelecimentos é possível comprar embalagens maiores, às quais tipicamente corresponde um preço unitário mais baixo. Para além disso,

(3) "Os preços fornecidos pelos responsáveis dos estabelecimentos seleccionados são preços de transacção a retalho, não sendo contemplados preços de saldo, promoção, lançamento ou campanha.", Instituto Nacional de Estatística, (1992, página 13). Em Janeiro de 1998, o Instituto Nacional de Estatística iniciou a publicação do IPC base 1997, tendo sido introduzidas importantes alterações metodológicas, designadamente a consideração de observações de preços em períodos de saldos e promoções.

neste tipo de estudos as médias dos preços são calculadas sem ponderar cada parcela pela quantidade transaccionada ao preço respectivo. Ainda que não seja claro em que direcção é que esta simplificação afecta o diferencial estimado, é de supor que este problema possa contribuir para agravar a subestimação do valor do enviesamento⁽⁴⁾. Finalmente, este tipo de estudo não pode captar os desvios de comércio de natureza temporária e reversível resultantes do aproveitamento, por parte das famílias, de condições mais vantajosas em determinados estabelecimentos durante curtos períodos de tempo (devido a saldos, promoções, acesso facilitado ao crédito, etc.).

Em face destas limitações, é importante desenvolver uma metodologia alternativa para calcular o enviesamento do IPC devido ao surgimento de novos tipos de estabelecimentos.

3. UMA METODOLOGIA ALTERNATIVA

No sentido de tentar superar algumas das limitações da abordagem tradicional ao problema da estimação do enviesamento do IPC devido à alteração dos locais de compra, pode proceder-se a um estudo complementar usando os dados dos Inquéritos aos Orçamentos Familiares (IOF's), respeitantes aos anos de 1989/1990 e 1994/1995. Esta abordagem é uma extensão da metodologia usada nos estudos de Reinsdorf (1994), Saglio (1995), e MacDonald (1995).

Para uma amostra representativa constituída por cerca de 10.000 agregados familiares, os IOF's registam a despesa e a quantidade adquirida de um vasto conjunto de produtos, para além de informação sobre as características sócio-demográficas e sobre as fontes de rendimento das famílias. Com base nesta informação é possível estimar o preço médio a que um certo produto foi adquirido em 1989/1990 e em 1994/1995. Desta for-

(4) Para tanto, basta admitir que a correlação entre o preço praticado e as quantidades vendidas é mais forte nos novos estabelecimentos do que no comércio tradicional, implicando uma menor sobreestimação dos preços médios neste tipo de estabelecimentos. Isto acontece se, por exemplo, os clientes dos estabelecimentos tradicionais escolhem o seu local de compra essencialmente em função da localização do estabelecimento e da qualidade do atendimento, mas não do preço praticado, e que, pelo contrário, os clientes dos novos estabelecimentos procuram os preços mais favoráveis, comprando principalmente produtos em promoção.

ma, para os produtos incluídos nos dois IOF's, é possível calcular a taxa de crescimento dos preços médios no período entre os dois inquéritos. Finalmente, estes índices de preços individuais podem ser agregados usando como ponderadores o peso que cada produto tem na despesa total no ano inicial, e o coeficiente populacional respectivo. Obtém-se assim um índice de Laspeyres de preços médios⁽⁵⁾ que pode ser comparado com o IPC. É claro que os ponderadores usados na construção destes índices não são exactamente os mesmos, o que pode explicar uma parte, ainda que pequena, da diferença entre eles.

Antes de prosseguir, é de salientar que há duas importantes diferenças entre um índice de preços como o IPC, e um índice de preços do tipo que pode ser obtido a partir dos IOF's⁽⁶⁾. Em primeiro lugar, neste último caso o que é estudado é a evolução dos preços médios efectivamente praticados, e não a evolução da média dos preços num conjunto de estabelecimentos. Desta forma, o índice de preços baseado nos IOF's tem em consideração as alterações de local de compra e os descontos e as promoções de que os consumidores efectivamente beneficiaram, não sofrendo de enviesamentos resultantes de alterações dos locais de compra. A segunda diferença é que no caso do índice de preços baseado nos IOF's há muito mais heterogeneidade, uma vez que apesar de se ter uma desagregação bastante grande dos tipos de produtos consumidos, não se pode controlar as diferenças resultantes de existirem diversas variedades de cada tipo de produto. Obviamente, este tipo de índice será enviesado se, para um certo tipo de bem, os consumidores substituírem produtos de topo de gama por produtos de gama baixa, ou vice-versa.

Este efeito de gama (veja-se Saglio, 1995) não pode ser medido usando apenas os dados dos IOF's, uma vez que para o fazer era necessário ter informação detalhada sobre as características dos produtos adquiridos. De uma forma geral, a continuada incorporação de melhoramentos nos produtos comercializados, leva a crer que este efeito se traduza numa sobreestimação da taxa de cresci-

mento dos preços, na medida em que parte dos acréscimos de preço poderão ser atribuídos a melhorias qualitativas. No entanto, para os produtos comercializados pelos novos estabelecimentos, este efeito é um pouco mais ambíguo, uma vez que no período considerado se assistiu à generalização dos produtos de marca própria (produtos brancos), que são geralmente conotados com a gama mais baixa.

Pela forma como é construído, o IPC é bastante mais robusto a este tipo de enviesamento. De facto, o IPC será enviesado se forem introduzidos melhoramentos nos produtos cujos preços entram no seu cálculo, mas é totalmente insensível a desvios da procura para produtos de gama mais alta ou mais baixa.

A impossibilidade de medir o efeito de gama desaconselha que se construa um índice de preços global com base nos IOF's. No entanto, para obter uma estimativa do enviesamento resultante do surgimento de novos tipos de estabelecimentos, tal não é necessário. De facto, as vendas dos novos tipos de estabelecimentos concentram-se em grande parte na classe Alimentação e Bebidas, onde os diversos tipos de produtos considerados são bastante mais homogêneos do que, por exemplo, na classe Vestuário e Calçado. Assim, comparando o índice de preços médios para a Alimentação e Bebidas (excluindo a Alimentação consumida fora de casa) construído a partir dos dados dos IOF's, com o índice de preços para os mesmos produtos publicado pelo INE, é possível obter uma estimativa do enviesamento do IPC resultante do surgimento dos novos tipos de estabelecimentos.

Para se ter uma ideia de como se pode calcular o enviesamento do IPC usando este método, suponha-se que, no período inicial, os índices de preços dos produtos alimentares e dos restantes produtos assumem o valor 100, e que α é o peso da Alimentação e Bebidas no total do IPC. O acréscimo do índice de preços no período base para o período 1 é dado por

$$1 + \pi = \frac{\alpha A + (1 - \alpha) R}{100},$$

onde A é o índice de preços dos bens alimentares no período 1, R é o índice de preços dos restantes produtos no mesmo período, e π é a taxa de inflação. Suponha-se agora que é possível conhecer um novo índice de preços dos produtos alimentares,

(5) Note-se que com este tipo de informação é igualmente possível calcular o índice de Paasche e, portanto, o índice de Fisher.

(6) Para excelentes discussões sobre a interpretação da evolução dos índices de preços tradicionais e dos baseados em preços médios, vejam-se Saglio (1995) e Nakamura (1998).

corrigido do enviesamento resultante das alterações dos locais de compra. Designando esse índice corrigido por B , o enviesamento do índice de preços total resultante de se usar A em vez de B é dado por

$$\left(\frac{\alpha A + (1 - \alpha) R}{\alpha B + (1 - \alpha) R} - 1 \right) \times 100$$

Se a diferença entre A e B for pequena, este enviesamento pode ser aproximado pela expressão

$$\alpha (A - B) \left(\frac{100}{\alpha A + (1 - \alpha) R} \right),$$

que tem a vantagem de não requerer o cálculo de R . Na prática, pode aproximar-se o enviesamento da taxa de crescimento do IPC resultante do surgimento de novos tipos de estabelecimentos como o produto de $\alpha / (1 + \pi)$ pela diferença entre as taxas médias anuais de crescimento dos preços do grupo alimentação e bebidas dadas pelo IPC e pelo índice calculado a partir dos IOF's.

Note-se que, apesar da taxa de inflação aparecer no denominador desta expressão, não se pode concluir que o enviesamento tenda a diminuir com a inflação. De facto, há alguma evidência (veja-se Coimbra e Neves, 1997, e as referências aí contidas) que sugere que os níveis de inflação mais elevados estão associados a uma maior dispersão dos preços, o que aumenta o potencial para existirem diferenças entre as taxas médias anuais de crescimento dos preços dadas pelos dois índices.

4. RESULTADOS OBTIDOS E COMPARAÇÕES INTERNACIONAIS

a) Metodologia tradicional

O cálculo do enviesamento do IPC usando o método descrito na secção 2 requer informação sobre os diferenciais de preços entre os novos tipos de estabelecimentos e o comércio tradicional, bem como sobre a evolução das quotas de mercado dos hiper e supermercados.

Para calcular θ_t é necessário conhecer o volume de vendas de hiper e supermercados. Para o cálculo deste parâmetro foi usada a informação fornecida quer pela Associação Portuguesa de

Tabela 1

VALOR DE θ_t PARA HIPER E SUPERMERCADOS (%)

	Hipermercados	Supermercados
1992	4.14	2.75
1993	5.11	3.04
1994	5.48	3.27
1995	6.07	3.75
1996	6.48	4.74
1997	6.59	5.65

Empresas de Distribuição (APED) quer pela empresa de estudos de mercado A. C. Nielsen.

A APED tem dados para o volume de vendas dos hipermercados e supermercados seus associados. Apesar de só estar disponível a partir de 1994, a informação referente aos hipermercados é bastante útil, uma vez que todas as grandes cadeias de hipermercados são sócios da APED. No entanto, para se obterem valores para o volume de vendas deste tipo de estabelecimentos para os anos anteriores, é necessário recorrer a outras fontes de informação. Por outro lado, alguns dos supermercados nacionais não são sócios da APED, pelo que também se torna imprescindível o recurso a outras fontes para calcular as vendas dos supermercados. Estes problemas foram ultrapassados usando as estimativas para o volume de vendas de hiper e supermercados disponibilizados pela A. C. Nielsen⁽⁷⁾. Com base nesta informação, os valores das quotas de mercado para cada um dos tipos de estabelecimentos podem ser calculados dividindo os respectivos volumes de vendas pelo valor do consumo final das famílias sobre o território nacional⁽⁸⁾, que é o conceito de consumo relevante para o cálculo do IPC.

(7) Os dados para as vendas dos hipermercados para os anos anteriores a 1994 foram obtidos prolongando a série fornecida pela APED usando as taxas de crescimento para as vendas deste tipo de estabelecimentos implícitas nos dados fornecidos pela A. C. Nielsen.

(8) O valor do consumo final das famílias sobre o território nacional foi obtido subtraindo ao consumo dos residentes o valor das importações de turismo. Foi igualmente excluído o valor das despesas com a habitação, pelo que em toda a análise se considera apenas o enviesamento do IPC excluindo habitação.

Na tabela 1 apresentam-se os valores, para o período em análise, das quotas de mercado para hiper e supermercados. Destes valores ressalta a tendência para um abrandamento do crescimento da quota de mercado dos hipermercados, que foi compensada por um aumento acentuado da quota dos supermercados⁽⁹⁾.

Quanto aos valores de δ_i , estes podem ser obtidos recorrendo à base de dados microeconómicos usada no cálculo do IPC Base (100): 1991. Esta base de dados contém informação sobre os preços correspondentes a cerca de 570 produtos, em quase 9100 estabelecimentos, entre Janeiro de 1992 e Dezembro de 1997. Uma vez que para a obtenção de δ_i apenas são relevantes os produtos comercializados nos novos estabelecimentos, seleccionou-se uma sub-amostra contendo informação acerca de 330 produtos, repartidos por 68 sub-subgrupos. Desta forma a sub-amostra usada neste estudo contém cerca de 2.4 milhões de observações.

Usando esta informação, o diferencial em cada momento do tempo é obtido calculando a média dos preços para cada produto⁽¹⁰⁾ nos diversos tipos de estabelecimentos, agregando-se seguidamente a diferença percentual entre a média dos preços nos novos estabelecimentos e no comércio tradicional, usando ponderadores que têm em conta o peso de cada produto na despesa total. Note-se que, por questões de confidencialidade, o INE não disponibiliza os ponderadores ao nível mais fino de desagregação, nem indica a que produto específico corresponde cada um dos preços. Estas limitações implicaram que fosse necessário admitir que o peso da despesa em cada sub-subgrupo se distribui uniformemente pelos diversos produtos que o integram.

(9) A esta evolução não serão estranhas as limitações aos horários de funcionamento das grandes superfícies impostas pelo Decreto-lei 48/96, de 15 de Maio, e pela portaria 153/96 de 15 de Maio.

(10) Concretamente, considerou-se que os produtos comercializados pelos novos estabelecimentos são os das seguintes classes: Alimentação e Bebidas (excepto Alimentação consumida fora de casa); Conforto da Habitação (Aquisição bens domésticos duráveis, excepto Mobiliário, e Produtos de utilização corrente); Ensino, Cultura e Distracção (apenas Aquisição de aparelhos de radio, televisão e outros); e Outros Bens e Serviços (Cuidados pessoais, Artigos duráveis e Artigos não duráveis e Outros artigos). Produtos da classe Vestuário e Calçado foram excluídos por se considerar que neste caso há grandes diferenças qualitativas entre os produtos comercializados nos novos tipos de estabelecimentos e no comércio tradicional.

Tabela 2

VALOR DE δ_i PARA HIPER E SUPERMERCADOS (%)

	Hiper-mercados	Super-mercados
1992	4.4	1.1
1993	6.3	1.9
1994	5.9	2.1
1995	6.2	2.0
1996	7.3	3.6
1997	7.9	3.9

Uma questão que se levanta nesta abordagem é que não é claro que certos produtos, em particular os produtos frescos, tenham a mesma qualidade nos novos estabelecimentos e no comércio tradicional. No sentido de neutralizar, pelo menos parcialmente, o efeito das possíveis diferenças de qualidade, os diferenciais de preços foram calculados excluindo os produtos frescos⁽¹¹⁾. Este método será adequado se, uma vez corrigidas as diferenças de qualidade, os diferenciais de preços para os produtos frescos forem idênticos aos verificados para os restantes produtos.

Com base nesta metodologia, obtiveram-se os diferenciais de preços entre os novos tipos de estabelecimentos e o comércio tradicional, calculados excluindo os produtos frescos. Estes resultados são apresentados na tabela 2⁽¹²⁾.

(11) Além disso, alguns dos produtos frescos apresentam, devido ao seu carácter sazonal, variações de preços muito acentuadas que podem falsear os resultados obtidos. Note-se que este tipo de procedimento não é inovador uma vez que o estudo da Direcção-Geral do Comércio e da Concorrência comparando os preços em hiper e supermercados também exclui os produtos frescos da análise (Direcção-Geral do Comércio e da Concorrência, 1998).

(12) Um estudo levado a cabo pela Direcção-Geral do Comércio e da Concorrência comparando os preços de 205 produtos em 38 hiper e supermercados durante o mês de Outubro de 1998, indica que os preços nos supermercados são aproximadamente 6 por cento mais elevados que nos hipermercados (Direcção-Geral do Comércio e da Concorrência, 1998). Dos dados contidos na tabela 2 constata-se que a estimativa para esta diferença em 1997 é de cerca de 4 por cento. Atendendo às diferenças das metodologias e à diferença temporal, os resultados não parecem contraditórios.

Tabela 3

**VALOR DE MÉDIO DE δ NO PERÍODO 1992/1997,
PARA HIPER E SUPERMERCADOS, POR
SUBGRUPOS DE PRODUTOS (%)**

Classes e Subgrupos	Hiper-mercados	Super-mercados
Alimentação e Bebidas		
Cereais e Produtos à Base de Cereais .	9.18	3.08
Féculas e Amidos	-0.72	0.18
Leguminosas	9.03	6.62
Ovos	-0.60	-2.50
Leite e produtos lácteos excl. manteiga	6.82	1.82
Produtos Dietéticos	5.55	1.43
Óleos e gorduras	9.48	4.20
Açúcar, produtos açucarados past./conf.	10.20	4.38
Cacau, café, chá	13.98	2.58
Diversos: temperos, condimentos, etc.	5.63	-0.65
Bebidas alcoólicas	1.07	0.77
Bebidas não alcoólicas	15.87	8.40
Conforto da habitação		
Bens domésticos duráveis	6.88	-5.42
Produtos de utilização corrente	7.17	1.45
Outros bens e Serviços		
Cuidados Pessoais	5.72	2.88
Artigos duráveis	19.80	13.68

Estes diferenciais são sempre positivos, indicando que, em média, os novos tipos de estabelecimentos praticam preços mais baixos do que os praticados pelo comércio tradicional. No entanto, considerando os diversos tipos de produtos separadamente, constata-se que os diferenciais apresentam grande variabilidade. Isto pode ser verificado analisando a tabela 3, que apresenta o valor médio dos diferenciais⁽¹³⁾ no período 1992/1997, para hiper e supermercados, por subgrupos de produtos. Estes resultados mostram que, se é verdade que há produtos que são sistematicamente muito mais baratos nos novos tipos de estabelecimentos, também há casos em que as diferenças são mínimas, ou mesmo negativas. Convém, no en-

(13) Calculados excluindo os produtos frescos.

Tabela 4

**ENVIESAMENTO DO IPC DEVIDO À
ALTERAÇÃO DOS LOCAIS DE COMPRA (p.p.)**

	Hiper-mercados	Super-mercados	Total
1993	0.14	0.03	0.17
1994	00.0	0.01	0.01
1995	0.05	0.01	0.06
1996	0.10	0.10	0.19
1997	0.05	0.05	0.10

tanto, recordar que os preços que servem de base a estes cálculos não têm em consideração as promoções, pelo que os resultados devem ser interpretados com alguma cautela.

Conjugando a informação contida nas tabelas 1 e 2, podem finalmente calcular-se as estimativas para o enviesamento do IPC, correspondentes aos anos em estudo. Estes resultados são apresentados na tabela 4. Com base nos resultados obtidos, o enviesamento da taxa de crescimento anual do IPC resultante do surgimento de novos estabelecimentos não terá ultrapassado 0.20 pontos percentuais no período 1993/1997. No entanto, foi referido que este resultado pode estar subavaliado devido ao tipo de dados usados no cálculo dos diferenciais de preços.

b) Metodologia alternativa

Para implementar a metodologia de cálculo do enviesamento baseada na comparação entre a evolução do IPC e dos preços médios implícitos nos IOF's, é necessário começar por definir qual o crescimento do IPC no período entre os dois IOF's. O método adoptado baseia-se na hipótese de que os dados dos IOF's foram recolhidos repartindo as entrevistas aos agregados familiares uniformemente ao longo dos 12 meses em que decorreram os inquéritos. Assim sendo, o acréscimo de preços no período entre os dois inquéritos pode ser calculado comparando as médias dos valores do IPC para os períodos Março de 1989 a Fevereiro de

Tabela 5

**TAXAS MÉDIAS DE CRESCIMENTO DOS
PREÇOS OBTIDAS A PARTIR DO IPC E DOS
IOF'S, PARA ALGUNS SUBGRUPOS DA CLASSE
ALIMENTAÇÃO E BEBIDAS (%)**

Subgrupos	IPC	IOF's
Cereais e Produtos à Base de Cereais	9.7	8.6
Féculas e Amidos	16.4	13.8
Leguminosas	5.1	5.4
Legumes	7.7	6.9
Frutas	4.6	7.2
Carnes, miudezas, salsichas, animais de capoeira	2.8	3.0
Peixes, crustáceos e moluscos	6.0	4.4
Ovos	-1.2	0.1
Leite e produtos lácteos excl. manteiga	6.2	3.8
Óleos e gorduras	4.6	3.3
Açúcar, produtos açucarados past./conf.	6.8	5.8
Cacau, café, chá	7.6	5.7
Diversos: temperos, condimentos, etc.	8.6	8.3
Alimentos preparados todo ou em parte	10.4	10.2
Bebidas alcoólicas	5.2	5.3
Bebidas não alcoólicas	9.6	8.7

1990 e Outubro de 1994 a Setembro de 1995⁽¹⁴⁾. Procedendo desta forma, verifica-se que os preços do grupo Alimentação e Bebidas (excluindo Refeições tomadas fora de casa) cresceram a uma taxa média de aproximadamente 6.8 por cento ao ano.

Por outro lado, constata-se que, para os cerca de 230 tipos de bens deste grupo que surgem nos dois IOF's⁽¹⁵⁾, os preços médios cresceram à taxa média anual de 5.4 por cento. Ou seja, há uma diferença de 1.4 p.p. entre os dois índices, que em grande medida pode ser atribuída ao facto de o IPC não reflectir os efeitos sobre o custo de vida do surgimento de novos tipos de estabelecimentos⁽¹⁶⁾. Atendendo a que em 1989/1990 as despesas em bens da classe Alimentação e Bebidas representavam cerca de 38 por cento do total da despesa, e que a inflação média neste período foi de 8.05 por cento, conclui-se que o enviesamento médio entre 1989 e 1995 da taxa de crescimento anual do IPC resultante do surgimento de novos tipos de estabelecimentos terá sido da ordem de 0.49 pontos percentuais.

A estimativa do enviesamento do IPC obtida por este método é substancialmente mais elevada do que a que foi obtida recorrendo à abordagem tradicional. Este facto não é surpreendente uma vez que, conforme foi visto, havia razões para crer que o primeiro resultado estava subestimado. Por outro lado, há que ter em atenção que o resultado agora obtido se refere a um período temporal quantitativa e qualitativamente distinto, e que se baseia no uso de um conjunto de ponderadores para os diversos preços que não coincide exactamente com os que são usados no cálculo do IPC.

Para se ter uma ideia mais precisa dos factores que estão na base deste resultado, é interessante analisar as diferenças entre as taxas de crescimento médias anuais dos preços dos produtos em alguns subgrupos da classe Alimentação e Bebidas, calculadas usando tanto o IPC como os IOF's. Estes resultados são apresentados na tabela 5. De uma forma geral, as taxas obtidas usando os IOF's são ou inferiores ou aproximadamente iguais às que se obtêm com o IPC.

Apenas a título de curiosidade, note-se que a taxa de crescimento média anual dos preços de to-

(14) Apesar desta hipótese ser razoável, não é inócua. Com efeito, uma vez que se verificou um acentuado abrandamento da inflação no intervalo de 79 meses que medeia entre o início do IOF 1989/1990 e a conclusão do IOF 1994/1995, se a recolha de dados dos IOF's não se repartir de uma forma relativamente uniforme ao longo do tempo, este valor pode estar distorcido. A título de exemplo, basta notar que se os dados tivessem sido recolhidos apenas no último mês em que decorreram os inquéritos a taxa de crescimento obtida seria de 5.66%. Pelo contrário, se as recolhas de dados tivessem sido concentradas no primeiro mês de cada inquérito a taxa obtida seria 7.27%. Naturalmente, estes são valores extremos e implausíveis, mas dão uma ideia da sensibilidade do resultado a este tipo de hipóteses.

(15) Foram eliminados desta comparação os produtos para os quais há menos de 50 observações disponíveis para calcular um dos dois preços médios necessários. Por outro lado, há alguns produtos cuja inclusão no estudo é questionável, uma vez que apresentam acréscimos de preços médios tão elevados que só podem ser justificados por alterações das unidades em que as respectivas quantidades são medidas. No entanto, decidiu-se não excluir nenhum produto do cálculo do índice de preços com base neste tipo de argumento, pois esta decisão seria sempre tomada com base num critério pouco objectivo. Em qualquer dos casos, os ponderadores da despesa destes produtos são geralmente muito pequenos, pelo que a sua inclusão ou exclusão praticamente não altera os resultados.

(16) Esta diferença entre os dois índices de preços é compatível com os resultados de Reinsdorf (1994) e MacDonald (1995), para os Estados Unidos.

Tabela 6

RESULTADOS PARA OUTRAS ECONOMIAS (P.P)

Autores	Ano	País	δ	$\theta_t - \theta_{t-1}$	Enviesamento
Crawford	1993	Canadá	10	0.80	< 0.10
Saglio	1995	França	30	0.75	0.20
Boskin et al.	1996	Estados Unidos	-	-	0.10
Cunningham	1996	Reino Unido	-	-	< 0.20
Moulton	1996	Estados Unidos	13	0.3	< 0.10
Shapiro e Wilcox	1996	Estados Unidos	-	-	0.10
Lequiller	1997	França	-	-	< 0.15
Hoffmann	1998	Alemanha	< 15	< 1.00	< 0.15

dos os produtos comuns aos dois IOF's é de 7.98 por cento, quando calculada com base no índice de Laspeyres de preços médios, e de 7.76 por cento, usando o índice de Paasche dos mesmos preços médios. Com base nestes resultados, pode estimar-se o enviesamento devido ao efeito substituição como a diferença entre os valores obtidos usando o índice de Laspeyres e a média geométrica dos índices de Laspeyres e de Paasche (também designado por índice de Fisher). A estimativa assim obtida para este tipo de enviesamento é da ordem de 0.11 p.p., o que está de acordo com os resultados de Neves e Sarmiento (1997). Para mais detalhes sobre as formas de calcular este tipo de enviesamento e resultados pormenorizados para o caso português, vejam-se Diewert (1998) e Neves e Sarmiento (1997).

c) Comparações internacionais

Finalmente, importa comparar os resultados obtidos para a nossa economia com aqueles a que chegaram estudos semelhantes, e que são resumidos na tabela 6. Estes estudos podem ser divididos em dois grupos, de acordo com a metodologia usada. Por um lado, alguns dos estudos usam exactamente a metodologia descrita na secção 2, sendo baseados em dados tanto para os valores de δ (que se supõe ser constante ao longo do tempo), como para a variação de θ_t . Os restantes trabalhos, ainda que implicitamente usem a mesma metodologia, não apresentam informação directa sobre a evolução dos valores de δ e θ_t , sendo baseados em estimativas mais ou menos arbitrárias destas grandezas.

Os resultados obtidos em países europeus para o valor do enviesamento do IPC devido a alteração dos locais de compra situam-se entre os 0.1 p.p. e os 0.20 p.p. (Saglio, 1995; Cunningham, 1996; Lequiller, 1997; e Hoffmann, 1998). No caso das economias da América do Norte os valores apontados situam-se perto de 0.1 p.p. (Crawford, 1993; Boskin *et al.*, 1996; Moulton, 1996; e Shapiro e Wilcox, 1996). Uma vez que, durante o período a que estes estudos se referem, os circuitos de distribuição nos países da América do Norte sofreram menos alterações do que nas economias europeias, não é de estranhar que os resultados para o enviesamento do IPC devido à alteração dos locais de compra sejam superiores neste último caso. Tendo em atenção as profundas mudanças que se verificaram nos circuitos de distribuição em Portugal durante a última década, parece também natural que os resultados para o nosso país sejam mais elevados do que os obtidos para as restantes economias europeias.

5. CONCLUSÕES

Neste estudo usam-se dados microeconómicos para analisar a existência e a magnitude do enviesamento do IPC devido à alteração de locais de compra. Na primeira parte do trabalho usou-se a metodologia tradicionalmente adoptada neste tipo de estudos, com as adaptações necessárias para adequar ao tipo de dados disponíveis. Os resultados obtidos com esta abordagem não podem ser muito satisfatórios uma vez que os diferenciais de preços são calculados com base nos dados usados no cálculo do IPC e, portanto, sofrem de algumas

das limitações inerentes a este indicador da evolução dos preços. Na segunda parte do trabalho, ensaiou-se um método alternativo utilizando os dados sobre preços médios implicitamente contidos nos Inquéritos aos Orçamentos Familiares, realizados pelo INE. Estas duas metodologias conduzem a resultados que, apesar de serem quantitativamente bastante diferentes, não são contraditórios.

Em face dos resultados obtidos, é de admitir que no início da década o enviesamento da taxa de crescimento do IPC devido à alteração dos locais de compra tenha estado próximo dos 0.5 pontos percentuais ao ano, sendo de supor que nos anos mais recentes o enviesamento possa ter descido para cerca de metade desse valor. Durante o período estudado, a principal causa deste enviesamento terá sido a rápida expansão dos hiper e supermercados. Naturalmente, o crescimento deste tipo de estabelecimentos tenderá a abrandar, reduzindo-se assim o potencial para este tipo de enviesamento. No entanto, há que ter em atenção que não foram considerados neste estudo sectores cujos circuitos de distribuição têm sofrido recentemente importantes alterações, e que poderão dar origem à persistência deste tipo de fenómeno. A título de exemplo, recorde-se a crescente presença no mercado nacional de *discount stores*, de estabelecimentos ligados a grandes cadeias internacionais comercializando diversos tipos de produtos (vestuário, alimentação, audiovisuais, etc.), a introdução dos medicamentos ditos genéricos, a próxima desregulamentação do sector das telecomunicações, e mesmo a expansão do comércio electrónico.

REFERÊNCIAS

- Boskin, M.; Dulberger, E.; Griliches, Z.; Gordon, R.; e Jorgensen, D. (1996) Toward a More Accurate Measure of the Cost of Living, *Final Report to the Senate Finance Committee*.
- Coimbra, C. e Neves, P.D. (1997) "Indicadores de Tendência da Inflação", *Boletim Económico* do Banco de Portugal, Março, 23-35.
- Crawford, A. (1993) "Measurement Biases in the Canadian CPI: A Technical Note", *Bank of Canada Review*, 38-56.
- Cunningham, A.W.F. (1996) Measurement Bias in Price Indices: An Application to the UK RPI, Bank of England *Working Paper Series* 47.
- Diewert, W.E. (1998) "Index Number Issues in the Consumer Price Index", *The Journal of Economic Perspectives*, 12, 47-58.
- Direcção-Geral do Comércio e da Concorrência (1998) Boletim de Preços, Bens de Consumo Corrente, Ano II, 1ª Série, nº8, Ministério da Economia, Lisboa.
- Hoffmann, J. (1998) Problems of Inflation Measurement in Germany, *Discussion paper* 1/98, Economic Research Group of the Deutsche Bundesbank.
- Instituto Nacional de Estatística (1992) "Índice de Preços no Consumidor: Metodologia Base (100): 1991", *Estudos*, nº63, Instituto Nacional de Estatística, Lisboa.
- Lequiller, F. (1997) "L'Indice des Prix à la Consommation Surestime-t-il l'Inflation?" *Économie et Statistique*, 303, 3-26.
- MacDonald, J.M. (1995) "Consumer Price Index Overstates Food-Price Inflation", *Food Review*, September-December, 28-32.
- Moulton, B.R. (1996) "Bias in the Consumer Price Index: What is the Evidence?", *The Journal of Economic Perspectives*, 10, 159-177.
- Nakamura, L.I. (1998) The Measurement of Retail Output and the Retail Revolution, Federal Reserve Bank of Philadelphia, *Working Paper* No. 98-5.
- Neves, P.D. e Sarmiento, L.M. (1997) "Enviesamento de Substituição no Índice de Preços no Consumidor", *Boletim Económico* do Banco de Portugal, Junho, 25-33.
- Reinsdorf, M. (1994) Price Dispersion, Seller Substitution and the U.S. CPI, Bureau of Labor Statistics, *Working Paper* 252.
- Saglio, A. (1995) "Changements de Tissu Commercial et Mesure de L'Évolution des Prix", *Économie et Statistique*, 285/286, 9-33.
- Santos, E. e Coimbra, C. (1995) "Automobile Prices and Quality Change. An Approach in Terms of Hedonic Prices", Banco de Portugal *Economic Bulletin*, September, 53-60.
- Shapiro, M.D. e Wilcox, D.W. (1996) Mismeasurement in the Consumer Price Index: An Evaluation, NBER *Working Paper* 5590.

AS RELAÇÕES ENTRE AS EMPRESAS E OS BANCOS: A ESCOLHA ENTRE UMA RELAÇÃO EXCLUSIVA E O RELACIONAMENTO COM VÁRIOS BANCOS*

Luísa Farinha**

Existe evidência de que as empresas que recorrem, pela primeira vez, ao crédito bancário se financiam exclusivamente num banco mas, algum tempo depois, uma parte dessas empresas passa a endividar-se simultaneamente em dois ou mais bancos. Os resultados deste trabalho sugerem que as empresas procuram beneficiar das vantagens de uma relação exclusiva e duradoura com um banco, mas têm também em conta que o monopólio de informação adquirido por um banco exclusivo pode traduzir-se numa perda de rendimento para as empresas.

1. INTRODUÇÃO

Para financiar os seus projectos de investimento, a maioria das empresas depende em larga medida da sua capacidade de autofinanciamento. Quando têm que recorrer a fontes de financiamento externas, a maior parte das empresas financia-se através de crédito bancário e só algumas recorrem à emissão de obrigações ou de acções no mercado de capitais. Esta “hierarquia das decisões financeiras” resulta das características específicas dos mercados financeiros, cujo funcionamento é mais afectado do que os outros mercados pela existência de assimetrias de informação entre os seus participantes. Por exemplo, se uma empresa recorre ao crédito bancário para financiar um projecto de investimento tem, à partida, mais informação do que o banco sobre a sua própria capacidade para cumprir o serviço da dívida ou sobre a rentabilidade e o risco do seu projecto de investimento. O custo de obter esta informação sobre algumas empresas, em particular as mais pequenas, pode ser bastante elevado. Nestas condições, a taxa de juro não reflectirá apenas o custo de oportunidade de utilizar fundos gerados internamente, mas será acrescida de

um “prémio”. Pode acontecer então que, para aquelas empresas, o custo do financiamento seja superior ao que estariam dispostas a pagar para o obter, o que significa que existem restrições de liquidez.

Esta situação incentiva a atribuição de um papel especial aos bancos. Estes tendem a especializar-se em recolher, acumular e utilizar posteriormente, informação específica sobre as empresas. Neste sentido, o estabelecimento de uma relação exclusiva e duradoura entre uma empresa e um banco pode contribuir para contrariar o efeito das assimetrias de informação nos mercados de crédito.

Em contraste, a evidência empírica disponível para alguns países mostra que frequentemente as empresas se financiam simultaneamente em vários bancos⁽¹⁾. Uma explicação possível para esta situação pode ser o facto de se estar a utilizar apenas informação sobre um conjunto de empresas, especialmente as maiores. Com efeito, as características das empresas, em particular a sua dimensão, parecem ser determinantes na escolha entre manter

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

** Departamento de Estudos Económicos.

(1) Veja-se, por exemplo, o trabalho de Steven Ongena e David Smith “What determines the number of bank relationships? Cross-country evidence”, Discussion Paper n.4/1998, Norwegian School of Management, Department of Business Economics.

uma relação exclusiva com um banco ou procurar vários bancos para se financiar.

Neste trabalho analisa-se empiricamente esta questão, partindo de uma base de dados que cobre praticamente o universo das empresas que recorrem ao crédito bancário⁽²⁾. Observa-se que quando recorrem ao crédito pela primeira vez, as empresas tendem a financiar-se num só banco e mantêm, em exclusivo, esse banco durante um período de tempo. Observa-se também que ao fim de algum tempo muitas dessas empresas substituem o seu banco habitual por outro ou passam a financiar-se simultaneamente em mais do que um banco.

Na secção seguinte resumem-se os principais argumentos teóricos sobre esta questão. Na secção 3 apresenta-se a análise empírica e as principais conclusões do trabalho são dadas na secção 4.

2. RELACIONAMENTO COM UM ÚNICO BANCO OU COM MÚLTIPLOS BANCOS

Uma parte da literatura dedicada a este tema concentra-se em demonstrar as vantagens que um determinado agente económico, por exemplo uma empresa, tem ao recorrer a um único banco que possua informação privilegiada sobre o seu cliente. Por um lado, porque multiplicar o número de bancos significa multiplicar alguns custos, por exemplo os custos administrativos ligados à elaboração de um contrato de crédito. Por outro lado, porque em caso de problemas financeiros por parte da empresa e, em último caso, da sua falência, a renegociação das dívidas é mais fácil se se estiver perante um credor do que no caso de múltiplos credores.

Um outro aspecto salientado na literatura diz respeito à actuação da empresa no caso de precisar repetidamente de recorrer a financiamento. Se recorrer sempre ao mesmo banco, este vai produzindo e acumulando informação sobre a empresa, em particular sobre a sua capacidade para cumprir o serviço da dívida, bem como sobre a qualidade dos seus projectos de investimento. O banco utilizará esta informação nas suas decisões de crédito.

(2) Para informação mais detalhada sobre a bibliografia, a metodologia e os resultados, os leitores interessados deverão consultar o *Working Paper* (a publicar) "Choosing between single and multiple bank lending relationships" de Luísa Farinha e João Santos.

É razoável admitir também que existem economias de escala na produção de informação, e que esta não é facilmente transferida. Assim um banco com mais informação sobre a empresa poderá oferecer-lhe melhores condições de crédito, nomeadamente assegurar-lhe uma maior disponibilidade de fundos, uma taxa de juro mais favorável ou uma menor exigência em termos de colateral. Isto pode ser particularmente relevante para as empresas de menor dimensão, ou para as mais novas, que têm habitualmente mais dificuldade em mostrar a sua verdadeira qualidade aos investidores externos. Em geral, estas empresas estão exclusivamente dependentes de crédito bancário para se financiarem.

No entanto esta situação de exclusividade também acarreta desvantagens. Se a empresa desenvolve uma relação exclusiva com um banco, poderá ter que pagar um prémio adicional para obter financiamento num outro banco, com menos informação sobre a empresa. O banco menos informado questionar-se-á sobre o motivo que leva a empresa a não recorrer ao seu banco habitual. Tenderá a duvidar da qualidade da empresa.

Adicionalmente, se existem economias de escala na produção de informação e se esta não é facilmente transferível entre bancos, um banco exclusivo pode adquirir um monopólio de informação sobre a empresa, o que lhe permitirá a extracção de rendas.

Assim, resumindo, uma relação exclusiva entre uma empresa e um banco tem vantagens porque a criação e o fortalecimento dessa relação permite ultrapassar alguns dos problemas de informação que caracterizam os mercados financeiros. No entanto, tem também desvantagens pelo facto de a empresa não poder mudar de banco sem incorrer em custos e por causa da possibilidade de um banco exclusivo exercer sobre ela poder de monopólio.

Para minorar o efeito das desvantagens, as empresas podem recorrer a algumas estratégias. O financiamento no mercado de capitais ou a negociação de contratos de longo prazo constituem dois exemplos que não são, no entanto, acessíveis a todas as empresas. Alternativamente, podem decidir mudar de banco frequentemente ou podem financiar-se simultaneamente em vários bancos. Neste contexto, a escolha entre recorrer a um ou a vários

bancos para se financiar deveria depender basicamente de:

- Valor para a empresa de manter uma relação exclusiva com um banco.
- Custo esperado de a empresa ficar “presa” a esse banco.

Estes aspectos podem estar relacionados com características das empresas. O valor da relação exclusiva estará sobretudo relacionado com a incidência de assimetrias de informação: quanto mais sujeita a problemas de informação maiores são as vantagens que a empresa pode retirar de uma relação exclusiva. O custo esperado de as empresas ficarem “presas” a um banco será maior para as que têm maior probabilidade de essa situação ocorrer, por exemplo as mais “opacas”, e também para aquelas empresas em que é maior o valor das rendas apropriáveis, tais como as maiores, mais rentáveis, a crescer mais ou com maiores investimentos.

Uma parte da literatura teórica dá mais ênfase ao efeito das características dos bancos, tais como a dimensão e a liquidez, ou à concorrência no mercado bancário sobre a escolha entre uma ou mais relações bancárias. Alguns modelos mostram que as pequenas empresas tendem a financiar-se em bancos mais pequenos e, por isso, as relações com estes bancos tenderiam a ser mais duradouras. Noutros, argumenta-se que uma empresa pode optar, à partida, por se financiar em mais do que um banco para evitar o pagamento de um “prémio” muito elevado se tivesse que recorrer a um banco alternativo no caso de o seu banco habitual e exclusivo não lhe poder conceder crédito, devido a uma dificuldade temporária de liquidez. Também as alterações na estrutura do sistema bancário, tais como as que resultam de fusões ou aquisições de bancos, na medida em que podem afectar a circulação de informação sobre as empresas, poderão a reflectir-se sobre a escolha entre um banco ou múltiplos bancos para obter financiamento.

3. ANÁLISE EMPÍRICA

3.1 Número de bancos segundo a dimensão e a idade das empresas

A informação sobre as relações entre bancos e empresas apresentada neste trabalho foi obtida a partir de uma base de dados que reúne informação

sobre as carteiras de crédito de praticamente todos os bancos que operam em Portugal. A informação sobre os saldos de crédito é recolhida mensalmente pelo Banco de Portugal com algum detalhe. Em particular, é possível saber para cada par devedor/banco, qual a parte do crédito contratada a curto e a médio e longo prazos e qual a parte que foi classificada como de cobrança duvidosa.

A amostra utilizada no trabalho cobre o período de Janeiro de 1980 a Dezembro de 1996. Existiam na base de dados 14 bancos em 1980, tendo o número aumentado para 43 em 1996. Identificaram-se mais de 170 mil empresas que, pelo menos uma vez durante o período amostral, recorreram a crédito bancário para se financiarem.

Para efeitos da análise empírica restringiu-se a amostra às cerca de 50 mil empresas para as quais se dispõe de informação sobre a dimensão e a idade no período amostral⁽³⁾. Cruzou-se a informação sobre número de relações bancárias com estas duas características das empresas — dimensão e idade — habitualmente utilizadas como medidas dos problemas de informação. As empresas mais pequenas e mais novas tendem, tudo o resto constante, a ter uma maior dificuldade em mostrar a sua qualidade aos investidores externos.

Verifica-se, com base nesta amostra, que as empresas se financiam em média em cerca de 2 bancos. No entanto, a mediana é 1, o que significa que a maior parte das empresas recorre apenas a 1 banco para se financiar (quadro 1).

Verifica-se também que o número de bancos por empresa varia com a dimensão da empresa. Com efeito, observa-se que o número médio de bancos é de 1.4 para as empresas muito pequenas (com menos de 10 trabalhadores), e de 5 para as que têm mais de 200 trabalhadores (quadro 1). A maior parte destas últimas endivida-se em pelo menos 4 bancos. A observação do gráfico 1 sugere que o número médio de bancos cresce acentuadamente com a dimensão das empresas.

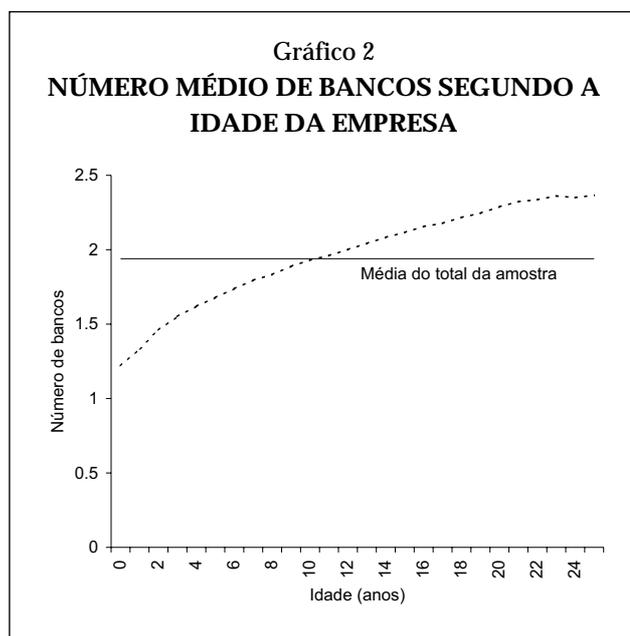
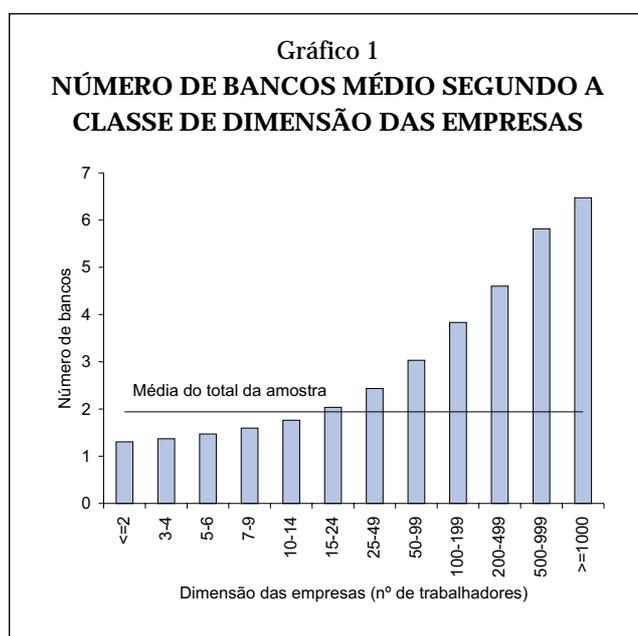
A mesma empresa pode também, ao longo do tempo, apresentar situações muito variadas. O número de bancos parece reflectir também a idade da

(3) A dimensão foi medida pelo número de trabalhadores disponível nos Quadros de Pessoal, recolhidos anualmente pelo Ministério do Trabalho e da Solidariedade. Esta base de dados contém informação, desde 1982, sobre o emprego nas empresas com trabalhadores por conta de outrem.

Quadro 1

NÚMERO DE BANCOS, SEGUNDO A DIMENSÃO DA EMPRESA — ESTATÍSTICAS DE SÍNTESE

	<10	10-49	50-99	100-199	>=200	Total
Média.....	1.4	2.1	3.0	3.8	5.0	1.9
Mediana.....	1	2	3	3	4	1
Coefficiente de variação.....	0.59	0.69	0.68	0.66	0.64	0.79
Nº de observações.....	192264	146358	25151	11808	8937	384518
Em percentagem.....	50.0	38.1	6.5	3.1	2.3	



empresa, ainda que não se observe uma diferenciação tão acentuada entre as diferentes classes de idade como entre as classes de dimensão apresen-

tadas. Em média, as empresas com menos de 2 anos endividam-se em 1.4 bancos e as com mais de 20 anos em 2.5 bancos. A maior parte das empre-

Quadro 2

NÚMERO DE BANCOS, SEGUNDO A IDADE DA EMPRESA — ESTATÍSTICAS DE SÍNTESE

	<=2	3-5	6-10	11-20	>20	Total
Média.....	1.4	1.6	1.8	2.1	2.5	1.9
Mediana.....	1	1	1	2	2	1
Coefficiente de variação.....	0.58	0.66	0.70	0.77	0.85	0.79
Nº de observações.....	42884	72489	93439	101447	74259	384518
Em percentagem.....	11.2	18.9	24.3	26.4	19.3	

sas com 10 anos ou menos tem apenas 1 banco (quadro 2 e gráfico 2).

No gráfico 3 pode ainda observar-se como a percentagem de empresas que se endividam em apenas 1 banco decresce rapidamente com a dimensão das empresas. Mais de 70 por cento das empresas muito pequenas tem 1 só banco enquanto que esta percentagem é de pouco mais de 10 por cento para as empresas com mais de 200 trabalhadores. A percentagem de empresas com dívidas em 2 bancos aumenta da primeira para a segunda classe de dimensão e decresce nas classes seguintes, sendo a percentagem de empresas com 3 bancos maior na classe de 50-199 trabalhadores. Note-se ainda que na classe das empresas com mais de 200 trabalhadores a distribuição é mais uniforme: tem-se quase tantas empresas com 7 bancos como empresas com 1 só banco.

A percentagem de empresas com relação exclusiva vai decrescendo também com a classe de idade ainda que não tão acentuadamente (gráfico 4). Observa-se que mais de 70 por cento das empresas muito novas têm um só banco mas nas que têm entre 10 e 20 anos a percentagem ronda ainda os 50 por cento.

3.2 Duração da exclusividade

Para se poder observar o comportamento das empresas desde a primeira vez que recorrem ao crédito, na análise de duração a amostra foi restringida às empresas que entraram em actividade depois de 1980. Observa-se que a grande maioria destas empresas (mais de 90 por cento) recorre apenas a um banco quando se endivida a primeira vez e mantem em exclusividade essa relação durante algum tempo. Posteriormente, uma parte dessas empresas muda de banco e mantem uma relação exclusiva com o novo banco. Outras, a partir de um determinado momento, passam a recorrer simultaneamente a dois ou mais bancos.

Como os períodos de tempo entre estes acontecimentos diferem entre empresas, considerou-se a hipótese de testar a sua relação com algumas características das empresas ou dos bancos que lhes concedem crédito. Os resultados desta análise deveriam permitir também tirar algumas conclusões sobre a validade empírica de algumas das hipóteses sobre a dicotomia relação exclusiva/múltiplas relações sugeridas pelos modelos teóricos.

Gráfico 3
EMPRESAS COM CRÉDITOS EM 1, 2, 3, 4, 5, 6
OU 7 BANCOS SEGUNDO A CLASSE DE
DIMENSÃO DAS EMPRESAS

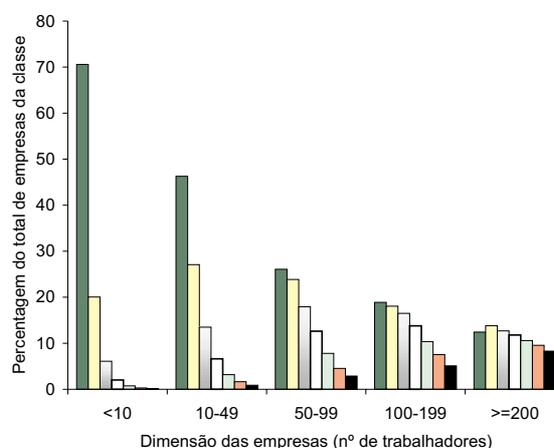
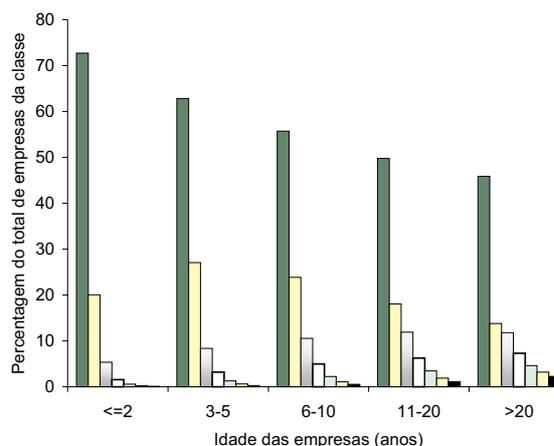


Gráfico 4
EMPRESAS COM CRÉDITOS EM 1, 2, 3, 4, 5, 6
OU 7 BANCOS SEGUNDO A IDADE DAS
EMPRESAS



Utilizaram-se apenas as empresas que se financiavam apenas num banco na primeira vez que recorrem ao crédito bancário. Para se relacionar a informação sobre relações empresa/banco com outras características das empresas limitou-se a amostra às empresas que também estão na base de dados da Central de Balanços nos períodos relevantes. Tem-se assim um maior conjunto de informação mas para um número muito menor de empresas (1577 empresas). Utilizou-se também informação disponível sobre os balanços dos bancos.

Como ponto de partida apresentam-se, no quadro 3, a média e a mediana de algumas das variá-

Quadro 3

MÉDIA E MEDIANA DE ALGUMAS CARACTERÍSTICAS DAS EMPRESAS
EM VÁRIOS MOMENTOS RELEVANTES^(a)

	Recorre ao crédito bancário pela primeira vez	Troca de banco	Passa a endividar-se em vários bancos	Final do período amostral
	1	2	3	4
Duração (meses)				
Média	-	24.8	24.1	38.1
Mediana	-	22	22	37
Idade (anos)				
Média	3.2	5.3	4.7	6.7
Mediana	3	5	4	6
Dimensão (nº trabalhadores)				
Média	30.9	27.3	54.1	13.5
Mediana	8	9	14	6
Taxa de crescimento das vendas (%)				
Média	39.2	30.3	45.7	21.3
Mediana	8.9	10.0	11.6	6.4
Investimento/Activo (%)				
Média	10.2	10.1	9.3	11.0
Mediana	4.0	4.7	4.1	4.8
Activos corpóreos/Endividamento (%)				
Média	59.8	54.1	53.6	63.0
Mediana	39.2	40.3	36.7	39.3
Rendibilidade do activo (%)				
Média	11.2	11.6	10.0	11.7
Mediana	9.8	10	8.2	10.7
Endividamento bancário/Activo (%)				
Média	13.1	11.0	13.8	11.8
Mediana	8.6	7.1	10.0	6.4
Crédito de longo prazo ^(b)				
Média	0.086	0.054	0.13	0.046
Mediana	0	0	0	0
Número de empresas	1577	295	707	870

Notas:

(a) Nas colunas 2 e 3 as variáveis, à excepção da duração e da idade, referem-se ao ano anterior àquele em que se verificou a troca de bancos ou a passagem a múltiplos bancos.

(b) Variável artificial que toma o valor um se a empresa tem crédito de longo prazo e é zero nos outros casos.

veis mais importantes utilizadas na análise, em quatro momentos relevantes. Na coluna 1, as variáveis foram calculadas, para todas as empresas da amostra, no momento em que recorrem ao crédito bancário pela primeira vez. Os valores apresentados nas colunas 2 e 3 referem-se, respectivamente, às empresas que trocaram o banco habitual por outro banco exclusivo e às que passaram a endividar-se simultaneamente em vários bancos⁽⁴⁾. Existe também um conjunto de empresas que mantiveram em exclusivo o seu banco inicial até ao final do período amostral. Para estas empresas, apresentam-se, na coluna 4, a média e a mediana

das variáveis, calculadas para o último período disponível na amostra⁽⁵⁾.

Pode observar-se, no quadro 3, que as empresas pedem crédito pela primeira vez, em média, cerca de 3 anos depois de terem entrado em actividade (coluna 1). Nesse momento, a dimensão média das

(4) As variáveis, à excepção da idade e da duração, referem-se ao ano anterior àquele em que se verificou a troca ou a passagem a múltiplos bancos. Note-se que algumas das empresas que passam a múltiplos bancos trocaram de banco anteriormente.

(5) As observações relativas a estas empresas, designadas por “censuradas”, são também tidas em conta na estimação do modelo de duração.

empresas é de 31 trabalhadores. Repare-se no entanto que o valor mediano, menos influenciado por observações extremas, é de 8 trabalhadores. A média das taxas de crescimento das vendas das empresas da amostra nesse momento é de 39 por cento e a mediana de 8.9 por cento.

A variável “duração” mede, em meses, o período de tempo decorrido entre a primeira vez que a empresa recorre ao crédito até ao momento em que: troca o seu banco exclusivo por outro (coluna 2) ou passa a endividar-se simultaneamente em 2 ou mais bancos (coluna 3). A média e a mediana da duração apresentadas na coluna 4 referem-se ao número de meses decorridos desde o momento que as empresas recorrem ao crédito pela primeira vez até ao final do período amostral, para as empresas que se mantêm sempre só com um banco.

Observa-se que uma parte das empresas da amostra ao fim de 25 meses, em média, mudam para outro banco. Outras passam, em média, ao fim de 24 meses a endividar-se simultaneamente em vários bancos. A dimensão, a taxa de crescimento, a percentagem de endividamento bancário e, em particular, do endividamento de longo prazo, são maiores para as empresas que passam a múltiplos bancos do que para as que trocam um banco por outro. As empresas que, no final do período amostral ainda mantêm só um banco são as menores e as que crescem menos, têm maior percentagem de activos colateralizáveis e menos créditos de longo prazo.

Para se poder avaliar o impacto de cada uma das características das empresas sobre a probabilidade de passar de uma relação só com um banco a um relacionamento com múltiplos bancos foi necessário estimar um modelo.

3.3 Resultados dos modelos de duração

Assim, o passo seguinte da análise empírica consistiu na estimação de um modelo de duração

com o qual se procurou dar uma resposta às seguintes questões:

- Será que numa primeira fase da sua vida as empresas, ainda pouco conhecidas, aproveitaram as vantagens de uma relação exclusiva e mais tarde as que perdem mais se ficarem “presas” a um banco tendem a aumentar o número de bancos?
- Serão as características dos bancos ou a situação de concorrência no mercado bancário também determinantes na passagem de uma relação exclusiva com um banco à situação de múltiplas relações bancárias?

No modelo de duração, a variável dependente é o período de tempo decorrido desde o momento em que a empresa recorre pela primeira vez ao crédito até ao momento em que passa a ter crédito simultaneamente em mais do que 1 banco (ou até ao fim do período amostral para as observações censuradas). Os resultados apresentados foram obtidos com um método de estimação paramétrico, admitindo uma distribuição de Weibull. Esta distribuição é, juntamente com a exponencial, a mais frequentemente escolhida para a análise de duração. Tem a vantagem, relativamente à exponencial, de permitir testar o efeito da duração de uma situação sobre a probabilidade de essa situação terminar (neste caso endividamento num banco em exclusivo). A dependência relativamente à duração pode ser positiva ou negativa consoante o valor do parâmetro p da distribuição seja, respectivamente, significativamente superior ou inferior a um⁽⁶⁾.

Com a distribuição Weibull, a introdução de variáveis explicativas no modelo de duração é bastante directa e o sinal dos coeficientes estimados tem uma interpretação semelhante à da regressão tradicional. Estimou-se um modelo em que se relaciona a duração com algumas características das empresas e dos bancos, com as quais se procurou captar alguns dos aspectos sugeridos pelos modelos teóricos. Considerou-se, para efeitos da estimação, que os regressores são variáveis no tempo.

Quanto às variáveis de empresa, incluíram-se, por um lado, variáveis que procuram reflectir a incidência de assimetrias de informação e/ou dependência do sistema bancário para obter financiamento (tais como a dimensão, o facto de pertencer

(6) Um valor estimado para o parâmetro p é também obtido como resultado da estimação.

(7) Quanto às variáveis dos bancos incluiu-se: a dimensão, a idade, o crescimento, a liquidez, a rentabilidade e uma medida de exposição ao risco. Quanto às variáveis de mercado incluiu-se o número de bancos no concelho da empresa e uma variável a indicar se o seu banco habitual é ou não um banco local.

Quadro 4

RESULTADOS DO MODELO DE DURAÇÃO ^(a)

	Coefficiente estimado	t-rácio
Características da empresa:		
Nº de vezes que trocou de banco . . .	-0.143	-2.328 **
Pertence ou não a um grupo	-0.338	-1.703 *
Dimensão (vendas)	-0.209	-9.147 ***
Taxa de crescimento das vendas . . .	-0.001	-4.884 ***
Activos líquidos/Activo	0.697	2.888 ***
Activos incorpóreos/Activo	-0.821	-0.678
Activos corpóreos/Endividamento	0.046	1.081
Investimento/Activo	-0.156	-2.014 **
Rendibilidade do activo	0.585	2.129 **
Endividamento bancário/Activo . .	-1.650	-7.391 ***
Crédito comercial/Activo	-0.098	-0.612
Empréstimos de longo prazo/ / Endividamento bancário	0.127	1.107
Empréstimos em cobrança duvidosa ^(b)	-0.844	-4.311 ***
p (H0: p<=1)	1.335	6.881 ***
Mediana da duração (intervalo de variação)	50.0 - 59.7	

Notas:

- (a) A hipótese nula é rejeitada com: *** 1%, ** 5% e * 10% de significância.
- (b) Variável artificial que toma o valor um se a empresa tem ou teve crédito em situação de cobrança duvidosa no seu banco inicial.

ou não a um grupo económico, a percentagem de activos colateralizáveis e a de activos incorpóreos). Por outro lado, incluíram-se variáveis que tentam captar o custo esperado de uma empresa ficar “presa” a um banco (dimensão, perspectivas de crescimento). Controlaram-se também outros aspectos: a capacidade de autofinanciamento (medida pela liquidez, rendibilidade, endividamento, créditos em cobrança duvidosa); a possibilidade de a empresa estar a utilizar estratégias alternativas para evitar ficar “presa” ao banco (tais como o facto de ter ou não créditos de longo prazo).

Considerou-se também um conjunto de variáveis para controlar o efeito das características dos bancos e do mercado bancário sobre a variável em análise⁽⁷⁾. Incluíram-se ainda dummies temporais para controlar o efeito das condições que afectam

todas as empresas (tais como as condições macroeconómicas ou aspectos institucionais).

Obteve-se um conjunto de resultados relativamente robustos à escolha do modelo, da distribuição e também da amostra. Os resultados apresentados no quadro 4 referem-se a um modelo estimado excluindo a variáveis relativas aos bancos e ao mercado bancário já que nenhum dos coeficientes estimados é significativo individualmente e o resultado de um teste de verosimilhança não permite aceitar o seu efeito conjunto para os níveis de significância habituais. Este resultado, que parece sugerir que as características do banco ou do mercado bancário não são relevantes para a empresa decidir financiar-se simultaneamente em vários bancos, pode dever-se apenas à pouca variabilidade existente nesta amostra relativamente a estes aspectos. Com efeito, em Portugal, o sistema bancário tem sido relativamente homogéneo.

Refira-se, em primeiro lugar, que se obteve um valor estimado para p significativamente superior a 1⁽⁸⁾. Este resultado sugere que a probabilidade de passar a recorrer ao crédito em múltiplos bancos aumenta com a passagem do tempo.

Obtiveram-se ainda os seguintes resultados. As empresas que anteriormente trocaram mais vezes de bancos tendem também a passar a múltiplos bancos mais rapidamente⁽⁹⁾. As empresas maiores, as que investem mais e as que crescem mais rapidamente tendem também a passar mais cedo a endividar-se simultaneamente em vários bancos. As empresas mais rentáveis e mais líquidas tendem a manter mais tempo um único banco. Os resultados sugerem também que as empresas que pertencem a um grupo empresarial têm maior probabilidade de passar mais rapidamente a múltiplos bancos.

Finalmente, refira-se o intervalo de variação para a mediana da duração, estimado com o modelo de duração que tem a particularidade de incluir o efeito das observações censuradas. Obteve-se, assim, um valor muito superior ao valor amostral de 24.1 meses que tinha sido apresentado no quadro 3.

(8) Quando este parâmetro é superior a 1, a probabilidade uma situação terminar no momento t, dado que durou até t, aumenta com a sua duração.

(9) Um coeficiente estimado positivo, por exemplo, significa um efeito positivo sobre a duração ou seja um efeito negativo sobre a probabilidade de mudar (de passar a múltiplos bancos).

Os resultados obtidos parecem ser consistentes com os modelos que explicam que a escolha entre financiar-se num ou em vários bancos resulta de ponderar as vantagens de manter uma relação exclusiva e duradoura — maior disponibilidade e potencialmente menor custo do crédito — e dos seus custos, que resultam sobretudo de o banco poder adquirir um monopólio de informação sobre as empresas. Com efeito, os resultados sugerem que as empresas mais pequenas ou as que não pertencem a um grupo, às quais, em geral, se associam maiores problemas de informação, tendem a manter uma relação exclusiva. Por sua vez, as empresas que teriam uma perda maior se ficassem “presas” a um banco — as maiores, as que crescem e investem mais — tendem a terminar a exclusividade mais cedo. Infelizmente, não se obteve evidência de que as mais “opacas” (as que têm relativamente mais activos incorpóreos), em geral com uma maior probabilidade de ficar “presas” a um banco, tendem a passar a múltiplos bancos mais rapidamente. Obteve-se o sinal esperado mas não significativo para o efeito das variáveis “percentagem de activos incorpóreos” e “percentagem de activos corpóreos”.

4. CONCLUSÕES

A existência de informação imperfeita nos mercados financeiros não deixa de ter implicações para a transmissão da política monetária. De um ponto de vista agregado, porque o custo adicional associado à existência de assimetrias de informação tende a variar no mesmo sentido que a taxa de juro e, portanto, a ampliar o efeito da política monetária. De um ponto de vista micro, porque a política monetária tenderá a afectar diferentemente as empresas com diferentes comportamentos financeiros.

Alguns modelos teóricos demonstram que o estabelecimento de uma relação exclusiva e dura-

doura entre uma empresa e um banco pode contribuir para minorar os efeitos da existência de informação assimétrica no mercado de crédito. O banco poderá recolher e acumular ao longo do tempo informação específica sobre a empresa não acessível aos seus outros potenciais credores.

Neste trabalho, procurou-se relacionar a escolha entre um ou mais bancos com determinadas características das empresas e dos bancos, com o objectivo de testar a validade empírica de algumas das hipóteses sobre a dicotomia relação exclusiva/múltiplas relações sugeridas pelos modelos teóricos. Os dados utilizados sugerem que, quando recorre ao crédito pela primeira vez, a maioria das empresas financia-se num só banco e mantém, em exclusivo, esse banco durante um certo período. Observa-se também que, passado algum tempo, muitas dessas empresas substituem o seu banco habitual por outro ou passam a financiar-se simultaneamente em mais do que um banco. Note-se ainda que, apesar de algumas empresas deixarem de ter uma relação exclusiva com o seu banco inicial, isso não significa que não continuem a beneficiar da durabilidade dessa relação. Com efeito, verifica-se que dois anos depois da quebra da exclusividade, 54 por cento das empresas ainda continuam a financiar-se no seu banco inicial.

Os resultados obtidos na análise sugerem a importância das relações com os bancos, sobretudo para as empresas mais pequenas, o que não deixará de afectar a incidência das restrições de liquidez para estas empresas. Os resultados parecem ser também consistentes com a hipótese de que as empresas maiores ou com melhores perspectivas de crescimento futuro, na sua escolha entre um ou vários bancos, ponderam também as desvantagens associadas ao monopólio de informação, que permite a um banco exclusivo a extracção de uma parte do seu rendimento. Saliencia-se que os resultados da análise apontam, tal como noutros países, para a importância da dimensão para explicar a diversidade dos comportamentos entre as empresas.

Janeiro*

**7 de Janeiro (Regulamento da CMVM
nº 25/98, DR nº 5/99, 2ª Série)**

Estabelece um conjunto de normas relativas à obrigatoriedade de comunicação e publicidade de transacções sobre valores mobiliários próprios por parte das sociedades emittentes às entidades gestoras do respectivo mercado. Revoga o Regulamento nº 92/6, de 07-01-1993.

**7 de Janeiro (Portaria nº 8/99, DR nº 5/99,
1ª Série B)**

Fixa, na sequência do disposto no Dec.-Lei nº 138/98, de 16-05, sobre as regras a observar no processo de transição para o euro, em 3.25 por cento a taxa de referência a que se refere o nº 2 do artº 10 daquele diploma, a qual constitui a taxa equivalente que substitui a taxa de desconto do Banco de Portugal a partir de 01-01-1999.

**11 de Janeiro (Dec.-Lei nº 11/99, DR
nº 8/99, 1ª Série A)**

Altera a base de cálculo da taxa base anual (TBA). O presente diploma entra em vigor no primeiro dia do mês seguinte ao da sua aplicação.

**15 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal
nº 1/99, DR nº 12/99, 1ª Série B)**

Determina quais as operações compreendidas no nº 1 do artº 5º do Dec.-Lei nº 13/90 de 08-01 - definição do âmbito de operações cambiais, introduzindo as alterações decorrentes da entrada em vigor do euro. Revoga o aviso 6/93 de 15-10.

**15 de Janeiro (Portaria nº 28/99, DR
nº 12/99, 2ª Série)**

Atribui, ao abrigo do nº 4 do artº 8 do Dec. Lei nº 138/98, de 16 de Maio, à Direcção-Geral do Tesouro a competência para assegurar a correspondência exacta entre os fluxos de caixa diários resultantes da liquidação global de meios de pagamento em euros e respectivos registos contabilísticos parcelares em escudos, quer a nível orçamental quer a nível das contas do Tesouro.

**19 de Janeiro (Regulamento nº 3/99,
DR nº 15/99, 2ª Série)**

Estabelece as regras aplicáveis à utilização de produtos derivados pelas empresas de seguros que operem em Portugal ou no estrangeiro sob a supervisão do Instituto de Seguros de Portugal.

**19 de Janeiro (Regulamento nº 4/99,
DR nº 15/99, 2ª Série)**

Estabelece as regras aplicáveis à utilização de produtos derivados nos fundos de pensões pelas respectivas entidades gestoras que operam em Portugal.

**26 de Janeiro (Aviso do Banco de Portugal
nº 2/99, DR nº 21/99, 1ª Série B)**

Estabelece, no uso da competência conferida pela alínea e) do artº 99 do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Dec.-Lei nº 298/92, de 31-12, a alteração à constituição de provisões para riscos gerais de crédito, por parte das instituições de crédito e sociedades financeiras, tendo em conta o nível do crescimento do crédito a particulares para finalidades de consumo, designadamente a relação risco/rentabilidade que lhe está associada. Dá nova redacção aos nºs. 3 e 7 e revoga os nºs. 20 e 21 do Aviso nº 3/95, de 30-06.

**28 de Janeiro (Instrução nº 1, DR nº 23/99,
2ª Série)**

Estabelece as regras gerais de funcionamento do mercado primário e do mercado secundário de bilhetes do Tesouro.

**28 de Janeiro (Dec.-Lei nº 22/99,
DR nº 23/99, 1ª Série A)**

Estabelece um conjunto de regras relativas ao registo e liquidação de valores mobiliários de natureza monetária pelo Banco de Portugal

Fevereiro

**10 de Fevereiro (Portaria nº 118/99,
DR nº 34/99, 2ª Série)**

Determina, ao abrigo do nº 4 do artº 295 do Código das Sociedades Comerciais (reserva legal), que às sociedades sob supervisão do Banco de Portugal e do Instituto de Seguros de Portugal, não se aplica o disposto no nº 2 do citado preceito quanto às reservas constituídas pelos valores referidos na sua alínea a), e ainda que a sua utilização não pode ser feita para a atribuição de dividendos nem para a aquisição de acções próprias.

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

11 de Fevereiro (Despacho nº 2481/99, DR nº 35/99, 2ª Série)

Determina, com efeitos a partir de 1.1.99, os novos montantes em euros das emissões de Obrigações do Tesouro a taxa fixa e a taxa variável, na sequência do processo de redenominação a que se referem os Dec. Lei nºs 138/98, de 16 de Maio e 343/98 de 6 de Novembro.

18 de Fevereiro (Instrução nº 2/99, DR nº 41/99, 2ª Série)

Altera a redacção dos artºs. 12, 16, 21, 22 e 23 e introduz outras modificações na Instrução nº 2-A/98 (2ª Série) de 22-12, relativamente às regras de emissão de obrigações do Tesouro.

20 de Fevereiro (Regulamento da CMVM nº 3/99, DR nº 43/99, 2ª Série, 4º Supl.)

Dá nova redacção ao nº 5 do Regulamento nº 94/4, de 20-06, que regula o mercado especial de operações por grosso.

Março

2 de Março (Decreto-Lei nº 58/99, DR nº 51/99, 1ª Série A)

Regula a constituição e o funcionamento dos fundos de capital de risco. Revoga os Dec.-Leis nºs.187/91, de 17-05 e 214/92 de 13-10.

8 de Março (Carta Circular do Banco de Portugal nº 16/DOC)

Informa as instituições de crédito e as sociedades financeiras de que as regras para efectuarem operações nos mercados primário e secundário de bilhetes do Tesouro, através do Sistema da Transferências Electrónicas de Mercado (SITEME), constam da Instrução nº 6/99.

10 de Março (Regulamento da CMVM nº 4/99, DR nº58/99, 2ª Série)

Altera a redacção dos parágrafos 2.3.2 - Princípios Contabilísticos - Critérios Valorimétricos - Carteira de Títulos -, dos Regulamentos nºs 95/14 e 96/16, aditando-lhes um novo parágrafo, o qual entrará em vigor em 1-1-2000.

12 de Março (Regulamento do Instituto de Seguros de Portugal nº 8/99, DR nº 60/99, 2ª Série)

Estabelece um conjunto de regras relativas ao cálculo e constituição da margem de solvência e do fundo de garantia das sociedades gestoras de fundos de pensões. Revoga a Norma nº 3/98-R, de 18-02, não repristinando o nº 61 da Norma nº 298/91 de 13-11.

12 de Março (Regulamento do Instituto de Seguros de Portugal nº 9/99, DR nº 60/99, 2ª Série)

Estabelece um conjunto de regras relativas ao cálculo e constituição da margem de solvência e do fundo de garantia das empresas de seguros. Revoga a Norma nº 2/98-R de 18-02.

16 de Março (Dec.-Lei nº 75/99, DR nº 63/99, 1ª Série A)

Valorização do ouro do Banco de Portugal. Procede ao alinhamento do critério de valorização do ouro com o definido para o Sistema Europeu de Bancos Centrais e compatibiliza a nomenclatura e o significado da actual "Reserva de reavaliação do ouro" com os que são adoptados no Plano de Contas do Banco de Portugal. Revoga o Dec.-Lei nº 229-H/88, de 04-07 e faz reportar os seus efeitos a 1-1-99.

30 de Março (Aviso do Banco de Portugal nº 3/99, DR nº 75/99, 1ª Série B)

Procede à flexibilização da disciplina da constituição de provisões para risco-país, permitindo ao Banco de Portugal adaptá-la a situações novas através da emissão de instruções. Dá nova redacção ao nº 1 do nº 12º do Aviso nº 3/95, de 30-06.

31 de Março (Dec.-Lei nº 102/99, DR nº 76/99, 1ª Série A)

Altera o regime jurídico do crédito agrícola mútuo e das cooperativas de crédito agrícola. Dá nova redacção aos arts. 28, 44, 50, 53, 66, 68, 74 e 80, e adita os arts. 81 e 82, ao Dec.-Lei nº 24/91, de 11-01, alterado pelos Dec.-Leis nºs. 230/95 de 12-09 e 320/97 de 25-11.

22 de Março (Carta Circular do Banco de Portugal nº 9/DSB)

Envia cópia da Instrução nº 8/99, a publicar no BNPB nº 4, de 15-04-99, sobre os procedimentos a adoptar pelas instituições de crédito e sociedades financeiras, relativamente aos seus clientes, nas conversões entre o escudo e outras moedas da área do euro.

Abril

1 de Abril (Jornal Oficial das Comunidades Europeias nº 94, Série C)

Taxa de juro aplicada pelo Banco Central Europeu às suas operações de reporte a partir de 1-4-99: 3.00 %; taxas de câmbio do euro.

1 de Abril (Portaria nº 227/99, DR nº 77, 1ª Série B)

Determina, nos termos do nº 3 do artigo 1 do Dec.-Lei nº 88/94, de 2-4, que os valores mobiliários representativos de dívida pública emitidos ao abrigo da Resolução do Conselho de Ministros nº 9-A/99, de 23-2, sejam acrescentados à lista publicada através da Portaria nº 377-A/94, de 15-6.

16 de Abril (Regulamento da CMVM nº 5/99, DR nº 89, 2ª Série)

Estabelece as normas gerais respeitantes à fixação das taxas devidas pela entidade emitente à Associação da Bolsa de Valores de Lisboa (ABVL), em contrapartida dos serviços que lhe são prestados por esta relativos à admissão e readmissão à negociação de valores mobiliários, bem como à sua manutenção nos mercados de bolsa a contado. Revoga o disposto nos nºs. 7 a 9 do regulamento nº 91/12 e no nº 9 do Regulamento nº 91/14 da CMVM.

Rectificado pelo Regulamento nº 11/99, de 19-04, in DR, 2ª Série, nº 113, de 15-05-99).

28 de Abril (Carta Circular do Banco de Portugal nº 24/DOC)

Informa de que o Banco de Portugal irá proceder no próximo dia 10-5 à redenominação dos Títulos de Depósito ainda em circulação, e explica o método a utilizar na referida operação.

28 de Abril (Portaria nº 293/99, DR nº 99, Série B)

Procede, nos termos do nº 2 do artigo 27 do Dec.-Lei nº 415/91, de 25-10, à adaptação ao euro das regras relativas à aplicação dos fundos de pensões. Revoga as Portarias nos. 1152-E/94, de 27-12, 195/97, de 21-3 e 46/98, de 30-1.

30 de Abril (Portaria nº 299/99, DR nº 101, Série B)

Procede, nos termos do nº 1 do artigo 90 e do artigo 187 do Dec.-Lei nº 94-B/98, de 17-4, à adaptação ao euro das regras relativas aos activos representativos das provisões técnicas das empresas de seguros. Revoga as Portarias nos. 1152-D/94, de 27-12, 194/97, de 21-3 e 48/98, de 4-2.

30 de Abril (Carta Circular do Banco de Portugal nº 26/DOC)

Comunica que a taxa de remuneração dos Títulos de Depósito da Série B é fixada em 2.35%, para vigorar no trimestre iniciado em 4-5-99.

Maiο

5 de Maio (Aviso nº 4/99, DR nº 104, 1ª Série)

Fixa as contribuições para o Fundo de Garantia do Crédito Agrícola Mútuo; estabelece um regime transitório relativamente às contribuições da Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo e das caixas de crédito agrícola mútuo, determinando a sua reapreciação no ano 2002.

12 de Maio (Carta Circular do Banco de Portugal nº 28/DOC)

Informa de que irá ser divulgada a centralização de responsabilidades, rectificadas, relativa a Janeiro de 1999, anulando a que foi emitida em 22 de Abril último.

16 de Maio (Decisão do Banco Central Europeu, de 1 de Dez 1998, (1999/331/CE))

Decisão relativa à participação percentual dos bancos centrais nacionais na tabela de repartição para a subscrição do capital do Banco Central Europeu (BCE/1998/13). A presente decisão substitui a Decisão do BCE de 9-6-98 (BCE/1998/1). A actual Decisão produz efeitos retroactivos a partir de 1-6-98. A Comissão Executiva do BCE está, pela presente decisão, autorizada a tomar todas as medidas necessárias para efectuar os ajustamentos dos montantes já liquidados pelos BCN nos termos da decisão do BCE de 9-6-98, que adopta as medidas necessárias à realização do capital do BCE (BCE/1998/2).

20 de Maio (Decreto-Lei nº 172/99, DR nº 117, 1ª Série I, A)

Estabelece o regime jurídico dos *warrants* autónomos emitidos, negociados ou comercializados em Portugal. Adita um art. 157-A ao Código do Mercado de Valores Mobiliários, aprovado pelo Dec.-Lei nº 142-A/91, de 10-4, e dá nova redacção ao art. 3 do Código do Registo Comercial, aprovado pelo Dec.-Lei nº 403/86, de 3-12.

Agosto

20 Agosto (Decreto-Lei n.º 329/99, DR n.º 194, 1.ª Série A)

Regula o processo de cunhagem, armazenagem, segurança, pagamento e lançamento em circulação das moedas metálicas correntes de euro, destinadas a substituir o escudo a partir do início de 2002.

31 de Agosto (Despacho n.º 17704, DR n.º 212, 2.ª Série)

Determina, nos termos do n.º 1 do art. 10 do Dec.-Lei n.º 349/98, de 11-11, que poderão efectuar operações incluídas nos regimes de crédito bonificado à habitação todas as instituições de crédito habilitadas a conceder empréstimos à habitação no regime geral em Portugal, desde que estejam preparadas para assegurar a prestação de informações necessárias ao sistema de gestão, controlo e fiscalização do crédito bonificado, de acordo com o citado diploma e respectiva regulamentação, bem como com as normas divulgadas pela Direcção-Geral do Tesouro.

Setembro

15 de Setembro (Dec.-Lei n.º 357/99, DR n.º 216, 1.ª Série A)

Cria os planos poupança-educação (PPE), constituídos por certificados nominativos de um fundo de poupança-educação (FPE), ou certificados nominativos de um fundo de poupança-reforma/educação (FPR/E) constituído para o efeito ou resultante da transformação do FPR já existente, com o objectivo de fazer face às despesas com educação em curso do ensino profissional ou do ensino superior do participante e dos membros do seu agregado familiar, e beneficiando, com as necessárias adaptações, do regime fiscal previsto no art. 21 do Estatuto dos Benefícios Fiscais, aprovado pelo Dec.-Lei n.º 215/89, de 1-7.

16 de Setembro (Regulamento da CMVM n.º 15/99, DR n.º 228, 2.ª Série)

Estabelece um conjunto de regras segundo as quais as entidades de fundos de investimento mobiliário devem elaborar um prospecto simplificado para cada fundo de investimento mobiliário, por forma a incluir a informação essencial que permita ao investidor tomar uma decisão de investimento esclarecida, prestada através de uma linguagem acessível e sintética.

21 de Setembro (Carta Circular n.º 20/99/DSBDR)

Recomenda que, durante a fase pré-contratual, os clientes das instituições de crédito e sociedades financeiras, sejam informados, por escrito, do impacto, no serviço efectivo da dívida correspondente ao empréstimo em causa, de uma subida da taxa de juro de 1 ponto percentual na data em que esta assuma a característica de “variável”.

WORKING PAPERS

- 1/90** PRODUTO POTENCIAL, DESEMPREGO E INFLAÇÃO EM PORTUGAL
Um estudo para o período 1974-1989
— Carlos Robalo Marques
- 2/90** INFLAÇÃO EM PORTUGAL
Um estudo econométrico para o período 1965-1989, com projecções para 1990 e 1991
— Carlos Robalo Marques
- 3/92** THE EFFECTS OF LIQUIDITY CONSTRAINTS ON CONSUMPTION BEHAVIOUR
The Portuguese Experience
— Sílvia Luz
- 4/92** LOW FREQUENCY FILTERING AND REAL BUSINESS CYCLES
— Robert G. King, Sérgio T. Rebelo
- 5/92** GROWTH IN OPEN ECONOMIES
— Sérgio Rebelo
- 6/92** DYNAMIC OPTIMAL TAXATION IN SMALL OPEN ECONOMIES
— Isabel H. Correia
- 7/92** EXTERNAL DEBT AND ECONOMIC GROWTH
— Isabel H. Correia
- 8/92** BUSINESS CYCLES FROM 1850 TO 1950: NEW FACTS ABOUT OLD DATA
— Isabel H. Correia, João L. Neves, Sérgio Rebelo
- 9/92** LABOUR HOARDING AND THE BUSINESS CYCLE
— Craig Burnside, Martin Eichenbaum, Sérgio Rebelo
- 10/92** ANALYSIS OF FOREIGN DIRECT INVESTMENT FLOWS IN PORTUGAL USING PANEL DATA
— Luísa Farinha
- 11/92** INFLATION IN FIXED EXCHANGE RATE REGIMES:
THE RECENT PORTUGUESE EXPERIENCE
— Sérgio Rebelo
- 12/92** TERM STRUCTURE OF INTEREST RATES IN PORTUGAL
— Armindo Escalda
- 13/92** AUCTIONING INCENTIVE CONTRACTS: THE COMMON COST CASE
— Fernando Branco
- 14/92** INDEXED DEBT AND PRODUCTION EFFICIENCY
— António S. Mello, John Parsons
- 15/92** "TESTING " FOR MEAN AND VARIANCE BREAKS WITH DEPENDENT DATA
— José A. F. Machado
- 16/92** COINTEGRATION AND DYNAMIC SPECIFICATION
— Carlos Robalo Marques

- 17/92** FIRM GROWTH DURING INFANCY
— José Mata
- 18/92** THE DISTRIBUTION OF HOUSEHOLD INCOME AND EXPENDITURE IN PORTUGAL: 1980 and 1990
— Miguel Gouveia, José Tavares
- 19/92** THE DESIGN OF MULTIDIMENSIONAL AUCTIONS
— Fernando Branco
- 20/92** MARGINAL INCOME TAX RATES AND ECONOMIC GROWTH IN DEVELOPING COUNTRIES
— Sérgio Rebelo, William Easterly
- 21/92** THE EFFECT OF DEMAND AND TECHNOLOGICAL CONDITIONS ON THE LIFE EXPECTANCY OF NEW FIRMS
— José Mata, Pedro Portugal
- 22/92** TRANSITIONAL DYNAMICS AND ECONOMIC GROWTH IN THE NEOCLASSICAL MODEL
— Robert G. King, Sérgio Rebelo
- 23/92** AN INTEGRATED MODEL OF MULTINATIONAL FLEXIBILITY AND FINANCIAL HEDGING
— António S. Mello, Alexander J. Triantis
- 24/92** CHOOSING AN AGGREGATE FOR MONETARY POLICY: A COINTEGRATION APPROACH
— Carlos Robalo Marques, Margarida Catalão Lopes
- 25/92** INVESTMENT: CREDIT CONSTRAINTS, REGULATED INTEREST RATES AND EXPECTATIONS OF FINANCIAL LIBERALIZATION THE PORTUGUESE EXPERIENCE
— Koleman Strumpf
- 1/93** SUNK COSTS AND THE DYNAMICS OF ENTRY
— José Mata
- 2/93** POLICY, TECHNOLOGY ADOPTION AND GROWTH
— William Easterly, Robert King, Ross Levine, Sérgio Rebelo
- 3/93** OPTIMAL AUCTIONS OF A DIVISIBLE GOOD
— Fernando Branco
- 4/93** EXCHANGE RATE EXPECTATIONS IN INTERNATIONAL OLIGOLOGY
— Luís Cabral, António S. Mello
- 5/93** A MODEL OF BRANCHING WITH AN APPLICATION TO PORTUGUESE BANKING
— Luís Cabral, W. Robert Majure
- 6/93** HOW DOES NEW FIRM SURVIVAL VARY ACROSS INDUSTRIES AND TIME?
— José Mata, Pedro Portugal
- 7/93** DO NOISE TRADERS “CREATE THEIR OWN SPACE”?
— Ravi Bhushan, David P. Brown, António S. Mello
- 8/93** MARKET POWER MEASUREMENT - AN APPLICATION TO THE PORTUGUESE CREDIT MARKET
— Margarida Catalão Lopes
- 9/93** CURRENCY SUBSTITUTABILITY AS A SOURCE OF INFLATION DISCIPLINE
— Pedro Teles

- 10/93** BUDGET IMPLICATIONS OF MONETARY COORDINATION IN THE EUROPEAN COMMUNITY
— Pedro Teles
- 11/93** THE DETERMINANTS OF FIRM START-UP SIZE
— José Mata
- 12/93** FIRM START-UP SIZE: A CONDITIONAL QUANTILE APPROACH
— José Mata, José A. F. Machado
- 13/93** FISCAL POLICY AND ECONOMIC GROWTH: AN EMPIRICAL INVESTIGATION
— William Easterly, Sérgio Rebelo
- 14/93** BETA ESTIMATION IN THE PORTUGUESE THIN STOCK MARKET
— Armindo Escalda
- 15/93** SHOULD CAPITAL INCOME BE TAXED IN THE STEADY STATE?
— Isabel H. Correia
- 16/93** BUSINESS CYCLES IN A SMALL OPEN ECONOMY
— Isabel H. Correia, João C. Neves, Sérgio Rebelo
- 17/93** OPTIMAL TAXATION AND CAPITAL MOBILITY
— Isabel H. Correia
- 18/93** A COMPOSITE COINCIDENT INDICATOR FOR THE PORTUGUESE ECONOMY
— Francisco Craveiro Dias
- 19/93** PORTUGUESE PRICES BEFORE 1947: INCONSISTENCY BETWEEN THE OBSERVED COST OF LIVING INDEX AND THE GDP PRICE ESTIMATION OF NUNES, MATA AND VALÉRIO (1989)
— Paulo Soares Esteves
- 20/93** EVOLUTION OF PORTUGUESE EXPORT MARKET SHARES (1981-91)
— Cristina Manteu, Ildeberta Abreu
- 1/94** PROCUREMENT FAVORITISM AND TECHNOLOGY ADOPTION
— Fernando Branco
- 2/94** WAGE RIGIDITY AND JOB MISMATCH IN EUROPE: SOME EVIDENCE
— Sílvia Luz, Maximiano Pinheiro
- 3/94** A CORRECTION OF THE CURRENT CONSUMPTION INDICATOR – AN APPLICATION OF THE INTERVENTION ANALYSIS APPROACH
— Renata Mesquita
- 4/94** PORTUGUESE GDP AND ITS DEFLATOR BEFORE 1947: A REVISION OF THE DATA PRODUCED BY NUNES, MATA AND VALÉRIO (1989)
— Carlos Robalo Marques, Paulo Soares Esteves
- 5/94** EXCHANGE RATE RISK IN THE EMS AFTER THE WIDENING OF THE BANDS IN AUGUST 1993
— Joaquim Pires Pina
- 6/94** FINANCIAL CONSTRAINTS AND FIRM POST-ENTRY PERFORMANCE
— Paulo Brito, António S. Mello
- 7/94** STRUCTURAL VAR ESTIMATION WITH EXOGENEITY RESTRICTIONS
— Francisco C. Dias, José A. F. Machado, Maximiano R. Pinheiro

- 8/94** TREASURY BILL AUCTIONS WITH UNINFORMED BIDDERS
— Fernando Branco
- 9/94** AUCTIONS OF SHARES WITH A SECONDARY MARKET AND TENDER OFFERS
— António S. Mello, John E. Parsons
- 10/94** MONEY AS AN INTERMEDIATE GOOD AND THE WELFARE COST OF THE INFLATION TAX
— Isabel Correia, Pedro Teles
- 11/94** THE STABILITY OF PORTUGUESE RISK MEASURES
— Armindo Escalda
- 1/95** THE SURVIVAL OF NEW PLANTS: START-UP CONDITIONS AND POST-ENTRY EVOLUTION
— José Mata, Pedro Portugal, Paulo Guimarães
- 2/95** MULTI-OBJECT AUCTIONS: ON THE USE OF COMBINATIONAL BIDS
— Fernando Branco
- 3/95** AN INDEX OF LEADING INDICATORS FOR THE PORTUGUESE ECONOMY
— Francisco Ferreira Gomes
- 4/95** IS THE FRIEDMAN RULE OPTIMAL WHEN MONEY IS AN INTERMEDIATE GOOD?
— Isabel Correia, Pedro Teles
- 5/95** HOW DO NEW FIRM STARTS VARY ACROSS INDUSTRIES AND OVER TIME?
— José Mata
- 6/95** PROCUREMENT FAVORITISM IN HIGH TECHNOLOGY
— Fernando Branco
- 7/95** MARKETS, ENTREPRENEURS AND THE SIZE OF NEW FIRMS
— José Mata
- 1/96** CONVERGENCE ACROSS EU COUNTRIES: INFLATION AND SAVINGS RATES ON PHYSICAL AND HUMAN CAPITAL
— Paulo Soares Esteves
- 2/96** THE OPTIMAL INFLATION TAX
— Isabel Correia, Pedro Teles
- 3/96** FISCAL RULES OF INCOME TRANSFORMATION
— Isabel H. Correia
- 4/96** ON THE EFFICIENCY AND EQUITY TRADE-OFF
— Isabel H. Correia
- 5/96** DISTRIBUTIONAL EFFECTS OF THE ELIMINATION OF CAPITAL TAXATION
— Isabel H. Correia
- 6/96** LOCAL DYNAMICS FOR SPHERICAL OPTIMAL CONTROL PROBLEMS
— Paulo Brito
- 7/96** A MONEY DEMAND FUNCTION FOR PORTUGAL
— João Sousa
- 8/96** COMPARATIVE EXPORT BEHAVIOUR OF FOREIGN AND DOMESTIC FIRMS IN PORTUGAL
— Sonia Cabral
- 9/96** PUBLIC CAPITAL ACCUMULATION AND PRIVATE SECTOR PERFORMANCE IN THE U.S.
— Alfredo Marvão Pereira, Rafael Flores de Frutos

- 10/96** IMPORTED CAPITAL AND DOMESTIC GROWTH: A COMPARISON BETWEEN EAST ASIA AND LATIN AMERICA
— Ling-ling Huang, Alfredo Marvão Pereira
- 11/96** ON THE EFFECTS OF PUBLIC AND PRIVATE R&D
— Robert B. Archibald, Alfredo Marvão Pereira
- 12/96** EXPORT GROWTH AND DOMESTIC PERFORMANCE
— Alfredo Marvão Pereira, Zhenhui Xu
- 13/96** INFRASTRUCTURES AND PRIVATE SECTOR PERFORMANCE IN SPAIN
— Alfredo Marvão Pereira, Oriol Roca Sagales
- 14/96** PUBLIC INVESTMENT AND PRIVATE SECTOR PERFORMANCE: INTERNATIONAL EVIDENCE
— Alfredo Marvão Pereira, Norman Morin
- 15/96** COMPETITION POLICY IN PORTUGAL
— Pedro P. Barros, José Mata
- 16/96** THE IMPACT OF FOREIGN DIRECT INVESTMENT IN THE PORTUGUESE ECONOMY
— Luísa Farinha, José Mata
- 17/96** THE TERM STRUCTURE OF INTEREST RATES: A COMPARISON OF ALTERNATIVE ESTIMATION METHODS WITH AN APPLICATION TO PORTUGAL
— Nuno Cassola, Jorge Barros Luís
- 18/96** SHORT-AND LONG-TERM JOBLESSNESS: A SEMI-PARAMETRIC MODEL WITH TIME -VARYING EFFECTS
— Pedro Portugal, John T. Addison
- 19/96** SOME SPECIFICATION ISSUES IN UNEMPLOYMENT DURATION ANALYSIS
— Pedro Portugal, John T. Addison
- 20/96** SEQUENTIAL AUCTIONS WITH SYNERGIES: AN EXAMPLE
— Fernando Branco
- 21/96** HEDGING WINNER'S CURSE WITH MULTIPLE BIDS: EVIDENCE FROM THE PORTUGUESE TREASURY BILL AUCTION
— Michael B. Gordy
- 22/96** THE BRICKS OF AN EMPIRE 1415-1999: 585 YEARS OF PORTUGUESE EMIGRATION
— Stanley L. Engerman, João César das Neves
- 1/97** LOCAL DYNAMICS FOR PLANAR OPTIMAL CONTROL PROBLEMS: A COMPLETE CHARACTERIZATION
— Paulo Brito
- 2/97** INTERNATIONAL PORTFOLIO CHOICE
— Bernardino Adão, Nuno Ribeiro
- 3/97** UNEMPLOYMENT INSURANCE AND JOBLESSNESS: A DISCRETE DURATION MODEL WITH MULTIPLE DESTINATIONS
— Pedro Portugal, John T. Addison
- 4/97** THE TREASURY BILL MARKET IN PORTUGAL: INSTITUTIONAL ISSUES AND PROFIT MARGINS OF FINANCIAL INSTITUTIONS
— Bernardino Adão, Jorge Barros Luís

- 5/97** ECONOMETRIC MODELLING OF THE SHORT-TERM INTEREST RATE: AN APPLICATION TO PORTUGAL
— Nuno Cassola, João Nicolau, João Sousa
- 6/97** ESTIMATION OF THE NAIRU FOR THE PORTUGUESE ECONOMY
— Carlos Robalo Marques, Susana Botas
- 7/97** EXTRACTION OF INTEREST RATE DIFFERENTIALS IMPLICIT IN OPTIONS: THE CASE OF SPAIN AND ITALY IN THE EUROPEAN MONETARY UNION
— Bernardino Adão, Jorge Barros Luís
- 1/98** A COMPARATIVE STUDY OF THE PORTUGUESE AND SPANISH LABOUR MARKETS
— Olympia Bover, Pilar Garcia-Perea, Pedro Portugal
- 2/98** EARNING FUNCTIONS IN PORTUGAL 1982-1994: EVIDENCE FROM QUANTILE REGRESSIONS
— José A. F. Machado, José Mata
- 3/98** WHAT HIDES BEHIND AN UNEMPLOYMENT RATE: COMPARING PORTUGUESE AND US UNEMPLOYMENT
— Olivier Blanchard, Pedro Portugal
- 4/98** UNEMPLOYMENT INSURANCE AND JOBLESSNESS IN PORTUGAL
— Pedro Portugal, John T. Addison
- 5/98** EMU, EXCHANGE RATE VOLATILITY AND BID-ASK SPREADS
— Nuno Cassola, Carlos Santos
- 6/98** CONSUMER EXPENDITURE AND COINTEGRATION
— Carlos Robalo Marques, Pedro Duarte Neves
- 7/98** ON THE TIME-VARYING EFFECTS OF UNEMPLOYMENT INSURANCE ON JOBLESSNESS
— John T. Addison, Pedro Portugal
- 8/98** JOB SEARCH METHODS AND OUTCOMES
— John T. Addison, Pedro Portugal
- 1/99** PRICE STABILITY AND INTERMEDIATE TARGETS FOR MONETARY POLICY
— Vítor Gaspar, Ildeberta Abreu
- 2/99** THE OPTIMAL MIX OF TAXES ON MONEY, CONSUMPTION AND INCOME
— Fiorella De Fiore, Pedro Teles
- 3/99** OPTIMAL EXECUTIVE COMPENSATION: BONUS, GOLDEN PARACHUTES, STOCK OWNERSHIP AND STOCK OPTIONS
— Chongwoo Choe
- 4/99** SIMULATED LIKELIHOOD ESTIMATION OF NON-LINEAR DIFFUSION PROCESSES THROUGH NON-PARAMETRIC PROCEDURE WITH AN APPLICATION TO THE PORTUGUESE INTEREST RATE
— João Nicolau
- 5/99** IBERIAN FINANCIAL INTEGRATION
— Bernardino Adão
- 6/99** CLOSURE AND DIVESTITURE BY FOREIGN ENTRANTS: THE IMPACT OF ENTRY AND POST-ENTRY STRATEGIES
— José Mata, Pedro Portugal